



Research Journal of Business and Management

Year: 2016 Volume: 3 Issue: 1



FINANCIAL SERVICES WITHOUT INTERMEDIARIES: BENEFITS AND EFFECTS OF CENTRAL BANKS DOING BUSINESS DIRECTLY WITH CORPORATES

DOI: 10.17261/Pressacademia.2016116545

Cuneyt Dirican¹

¹Istanbul Arel University. cuneytdirican@arel.edu.tr

ABSTRACT

The costs of finance for SMEs and access to financial services by unbanked individuals are often discussed in the academic and professional world. Credit crunch, financial inclusion, SME loans, venture capital, business angels, protection of financial consumers and its rights became more important after 2008 global financial crisis. Ensuring prosperity with economic recovery and sustainable growth has become a priority for all countries. However, central banks' policy interest rates at zero level which caused "Liquidity Trap", has not affected and made any impact on economic growth and the lending facilities. Despite these monetary policies of central banks, inflation and GDP growth cannot be realized because of the "Neutrality of Money Theory". High transaction and lending costs of financial intermediaries create a negative impact on companies' profitability and operating costs increase. In this study, nonbank financial institutions, alternative finance without banks and lending without financial intermediaries, as well as direct lending from and doing transactions with central banks for a global economic recovery, for GDP growth and markets efficiencies are analyzed theoretically and conceptually for future academic and professional works.

Keywords: Central banking, finance, economic growth, financial intermediary, credit.

JEL Classification: G23, O16, O42

ARACISIZ FİNANSAL HİZMETLER: MERKEZ BANKALARININ ŞİRKETLER İLE DOĞRUDAN İŞLEM YAPMASININ FAYDALARI VE ETKİLERİ

ÖZET

Finansal tüketicilerin ve başta KOBİ'lerin yüksek maliyetlerle finansman imkânlarına ve finansal hizmetlere erişimi ve bankasız kesimler akademik ve profesyonel dünyada sıkça gündemde yerini bulmaktadır. Kredi sıkışması, finansal tabana yayılma, KOBİ kredileri, girişim sermayesi, melek yatırımcılık, finansal tüketicinin ve haklarının korunması gibi başlıklar 2008 global finansal krizinden sonra daha fazla gündeme gelmiştir. Ekonomik toparlanma ve sürdürülebilir büyüme ile refahın sağlanması tüm ülkelerin önceliği olmuştur. Ancak, "Likidite Tuzağı"na neden olan merkez bankalarının sıfır seviyelerindeki politika faiz oranlarının, kredi kanalı ile ekonomik büyümeye herhangi bir etkisi olmamıştır. Bu para politikalarına rağmen enflasyon ve GSYİH'da büyüme "Paranın Yansızlığı" kuramı nedeni ile gerçekleşmemektedir. Büyük şirketlerin finansal araçlarla çalışma nedeni ile katlandığı maliyetler karlılıkları ve işletme maliyetleri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Bu nedenler ile bu çalışmada, fon arz edenler ve talep edenlerin finansal aracısız buluşmaları, alternatif finansman teknikleri, banka olmayan finansal araçlar, ekonomik canlanma ve piyasa etkinliği için merkez bankalarının doğrudan şirketler ile işlem yapması yeni bir yaklaşım olarak kavramsal ve kuramsal olarak analiz edilmekte ve ilerideki akademik ve profesyonel uygulamalara yönelik farklı bir bakış açısı ve yaklaşım sunulması hedeflenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Merkez bankacılığı, finans, büyüme, finansal aracılık, kredi.

JEL Sınıflandırması: G23, O16, O42

1. GİRİŞ

Finansal tüketicilerin ve başta KOBİ'lerin yüksek maliyetlerle finansman imkânlarına ve finansal hizmetlere erişimi son yıllarda akademik ve profesyonel gündemde sıkça yer alan ve tartışılan konu başlıkları arasında bulunmaktadır. (Hercei and Hernández, 2014) Bankasız kesimlerin finansal hizmetlere ulaşımına yönelik olarak, mobil bankacılık başta olmak üzere, teknolojinin ve mevzuatın izin verdiği ölçüde geliştirilen çözümler her geçen gün artmaktadır. Bu gelişmelere kayıtsız kalamayan finansal hizmetler sektörüne, banka olmayan finans hizmeti veren kurumlar da yeni yasalar ile dâhil olmuşlardır. Finansal tüketicilerin ve şirketlerin yüksek işlem maliyetlerinden kaçınmak amacı ile farklı çözüm arayışları bu alandaki gelişmeleri hızlandırmıştır.

Öte yandan, KOBİ'lerin yatırımlarına ve işletmelerinin günlük çalışmalarına yönelik sermaye ihtiyacını düşük maliyetler ile sağlaması, ekonomik aktivitelerin canlanması ile GSYİH'sını büyütme isteyen tüm devletlerin ortak hedefi haline gelmiştir. Bir diğer başlık ise, bu KOBİ'lerin kurumsallaşarak daha fazla istihdam yaratması ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayarak işsizlik, bütçe ve dış ticaret açığı gibi makroekonomik denge(sizlik)lere olumlu katkıda bulunmasıdır. Kurumsallaşmış daha büyük ve uluslararası şirketlerde ise ölçek ekonomisi üzerinden kar maksimizasyonu hedeflenmekte, finansal ve operasyonel verimlilik ile sermaye karlılığının korunması arzu edilmektedir.

2008 küresel finansal krizinin etkileri ile dünyada artan kaydı para arzına rağmen, büyümesi yavaşlayan ekonomiler, artan kamu bütçe açıkları, müşteri taleplerindeki ve beklentilerindeki değişimler nedeni ile bankalar ve diğer tüm şirketler bilançolarını sermaye karlılığı ve aktif karlılığı açısından daha verimli ve sonuç odaklı yönetmek durumunda kalmışlardır. Küresel anlamda 2008 krizinin bankacılık sisteminde yaşattığı sorunlar nedeni ile şirketler açısından "Kredi Sıkışması" yaşanmış, likiditenin dünyada bollaşmasına rağmen, "Paranın Yansızlığı" ile kurumsal ölçekli şirketlerin bu fonları istedikleri şekil, maliyet ve zamanda kullanım imkânlarında değişiklik olmamıştır. Basel 3'ün devreye girmesi ile risk yönetimini ve karlılığı daha çok ön plana koyan bankacılık sistemi, gelir modellerinde ve karlılıkta daha çok sıkıntı yaşadıkça, reel sektörün ve tüketicinin finansmanı yerine yüksek getiri fırsatları nedeni ile daha çok sermaye piyasalarını tercih etmektedir. Keynes'in "Likidite Tuzağı Teorisi" dahilinde sıfır seviyesine düşen faiz oranları karşısında, daha çok likit kalarak para ve sermaye piyasalarındaki fırsatları değerlendirmek isteyen girişimci ve yatırımcılar, reel sektör yerine finansal piyasalarda kar maksimizasyonu amacını gütmektedir. Türkiye'de ise bankacılık sisteminin ücret ve komisyonlarda yaptığı artışlar finansal araçlar ile finansal tüketiciler arasındaki mesafeyi daha da arttırmıştır. Aracılık vasfı ile köprü vazifesi gören bankaların ve diğer finansal araçların işlem maliyetlerindeki artış, ekonomi karar vericilerinin krediler yolu ile toparlanma ve büyüme modellerine yeterli desteği verememiştir. Türkiye'de ise finansal tüketicinin, KOBİ'lerin ve kurumsal şirketlerin düşük maliyetli finansman ve finansal ürün ihtiyaçları ile özellikle Anadolu'da faizsiz bankacılık beklentileri aynen devam etmektedir.

Bu çalışmada, reel sektörün fon arzına doğrudan ulaşabilmesi için finansal aracılık maliyetlerinin ortadan kalkması, banka olmayan finansal hizmet veren kurumların finansal hizmetler sektörüne ve finansal tüketicilere olan etkileri ve "Merkez Bankacılığı'nın" ekonomik büyümeyi destekleyecek şekilde reel sektörle piyasalarda doğrudan işlem yapabilmesi başlıkları kavramsal ve kuramsal olarak incelenmektedir. Bu doğrultuda, literatür taraması yapılarak, piyasa ve dünya uygulamaları analiz edilerek konular değerlendirilmektedir. İleride yapılacak akademik ve profesyonel anlamdaki "Ekonomik büyüme modelleri" konulu çalışmalara, "Merkez bankacılığının geleceği" ve "Finansal aracısız alternatif finansman modelleri" tartışmalarına ve çalışmalarına yönelik farklı bir bakış açısı ve yaklaşım sunması hedeflenmektedir.

Literatür analizi bölümünde, merkez bankalarının piyasalarda doğrudan oyuncu olduğu limitli örnekler, banka olmayan finansal araçlar ve niye finansal aracısız finansman ve finansal hizmetler modellerinin işlerlik kazanması gerektiği ekonomik kuramlar ışığında araştırılmış ve incelenmiştir. Yöntem ve tartışma kısmında ise Türkiye'de ve dünyada bu başlıklardaki farklı iş modelleri ve alternatif yaklaşımlar tartışılmıştır. Bulgular kısmında "Merkez Bankacılığı" ve piyasa özelinde, finansal hizmetler sektöründe atılması gereken adımlar ve öneriler listelenmiştir. Sonuç olarak, dünyada büyümenin sağlanması ve sürdürülebilir refah açısından bu işlemlerin hızlandırılmasının sağlayacağı faydalara değinilerek, çalışmanın başlığında yer alan işlemlerin hayata geçirilmesi önerilmektedir.

2. LİTERATÜR ANALİZİ

Finansal hizmetler sektörünü beş unsur oluşturmaktadır: Fon arz edenler ve fon talep edenler, finansal araçlar, finansal ürünler ve mevzuat. (Uludağ ve Arıcan,1999)

Finansal araçlar; Sigorta, tüketici finansmanı, leasing, factoring, portföy yönetimi, aracı kurumlar, forex, gayrimenkul yatırım ortaklığı, yatırım fonu, bireysel emeklilik, fatura ödeme merkezi, elektronik para, ödeme sistemleri, bankalar gibi şirket ve kuruluşlardan oluşmaktadır. Paranın bulunmasından bu yana fona ulaşmak isteyenler ile fon fazlasını değerlendirmek isteyenler arasındaki güvenli köprü vazifesini bu finansal araçlar ve kreditor kurumlar sağlamaktadır. Bankalar, bu finansal araçlar arasında, tasarrufların yatırımcılara kredi olarak ulaşması ve finansman kaynaklarına erişim açısından önemli bir görev üstlenmektedir. Finansal aracılık kapsamında mevduat - kredi ilişkisini yönetirken, müşterilere sundukları çeşitli finansal ürünler ve hizmetler ile faiz veya komisyon geliri elde ederler, kambiyo ve sermaye piyasası işlemlerinden kar etmeyi hedeflerler.

Bankalar fonksiyonel olarak farklı şekillerde sınıflandırılabilir:

- i. Emisyon yani para basma yetkisi bulunan Merkez Bankaları,
- ii. Belli sektörlerin finansman işlemleri için kurulan İhtisas Bankaları,
- iii. Sermaye piyasaları, yatırım projelerinin finansmanı ve kurumsal krediler gibi alanlarda finansal aracılık hizmetleri veren Yatırım ve Kalkınma Bankaları,
- iv. Bankacılık Kanunu'nda yer alan ürünleri ve hizmetleri sunan, Ticaret veya Mevduat Bankaları,
- v. Faizsiz Bankacılık işleyiş modelini temel alan İslami Bankacılık, Katılım Bankacılığı.

Bankalar faiz oranlarındaki düşüş nedeni ile zaman zaman negatif reel faizler kapsamında (Rusya'da 2015 ve 2016 yıllarında tahvil faizleri ile enflasyon oranı farklarında görüldüğü gibi) ve aktif pasif yönetiminde taşıdıkları açık pozisyonlar nedeni ile kredi ve tahvil portföylerinde, keza volatilité nedeni ile de kambiyo ve sermaye piyasası kalemlerinde zarar yazmakta ya da bekledikleri gelir ve karlılık seviyelerini tutturamamaktadırlar. Türkiye özelinde, 2008 küresel finans krizi sonrasında, dünyada olduğu gibi kredi sıkışması yaşanmıştır. Ancak 2001'deki finansal krizler sonrasında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) aldığı önlemler ve düzenli yaptığı kontroller sonucu, Türk Bankalarının sermaye gücü artmıştır. Bu şekilde krizin ve kredi sıkışmasının etkileri kolay atlatılmış, KOBİ'lerin ve şirketlerin finansman imkânına ulaşamaması sorunu daha hızlı çözümlenmiş ve GSYİH'nin büyümesine paralel olarak bankacılıkta aktif kaynaklı bilanço büyümesi hızla devam etmiştir. (Demir ve Eken, 2015)

Türkiye'de 5411 sayılı "Bankacılık Kanunu" (5411 s. Bankacılık K.) ve ilgili mevzuat dâhilinde düzenlenen ve denetlenen bankacılık sektörünün, Eylül 2015 itibarı ile aktif büyüklüğü GSYİH'nin %114'üne denk gelmektedir. (BDDK, 2015) Ekim 2015 tarihi itibarı ile Türkiye'de bankacılığın özet son durumu aşağıda Tablo 1.'de yer almaktadır. (TKBB, 2015)

Tablo 1: Türk Bankacılık Sistemi Özet Karşılaştırması, Ekim 2015

BANKALAR	KURULUŞ SAYISI	AKTİF PAYI (%)	TOPLANAN FON PAYI (%)	KULLANILAN FON PAYI (%)
Mevduat Bankaları	32	90,4	93,7	89,9
Katılım Bankaları	5	5,1	6,3	5,2
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	13	4,5	0	4,9
Toplam	50	100	100	100

Kaynak: Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Web Sitesi. Anasayfa, Araştırma Ve Yayınlar, Sunumlar, Genel Sunum. *Türk Finans Sisteminde Katılım Bankaları*. (Ekim 2015 Güncelleme: Aralık 2015)
http://tkbb.org.tr/images/documents/KATILIM_BANKALARI_GENEL_SUNUM_Ekim2015.ppt

Aynı raporlarda görülebileceği üzere, Türkiye'de bankacılık sektörünün temel gelir kalemlerinde, sermaye ve aktif karlılıklarında düşüş devam etmektedir. Benzer durumlar dünyadaki bankalar, finansal araçlar ve şirketler için de geçerlidir. 2016 yılında, başta Avrupa bankaları olmak üzere, riskli kredi portföyleri nedeni ile bankaların

karlılığı üzerine kaygılar daha da artmıştır. Bu tespitlerin ötesinde, finansal araçları ve bankaları yakından etkileyen başka gelişmeler de bulunmaktadır. Örneğin, teknolojik gelişmeler bunların başında gelmektedir.

5 Haziran 2014 tarihli “Finansal Erişim, Finansal Eğitim ve Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları Konulu Başbakanlık Genelgesi” doğrultusunda, BDDK tarafından yapılan bireysel bankacılık ürün ve hizmet komisyonları düzenlemesi, perakende bankacılık ağırlıklı çalışan bankaların gelirlerinde önemli etkiler yaratmıştır. Ayrıca cari açığın düşürülmesi amacı ile kredili mevduat ve kredi kartı faiz oranlarına getirilen üst limit ve kredi kartı taksitlerine getirilen taksit sınırlaması bankaların karlılıklarını olumsuz etkilemiştir. Teknoloji tarafında ise, 2013 yılında kabul edilerek, 27 Haziran 2015’de yürürlüğe giren “6493 sayılı Ödeme ve Menkul Kıymet Mutabakat Sistemleri, Ödeme Hizmetleri ve Elektronik Para Kuruluşları Hakkında Kanun (6493 s. Ödeme Sistemleri. K.)” ve yine daha önceden kabul edilen mevzuat hükümleri çerçevesinde elektronik fatura benzeri uygulamalar, bankalar arasındaki rekabeti farklı bir noktaya götürmektedir. Artık, banka/finansal olmayan finans hizmeti veren kurumlar belli alanlarda bankalar ile rekabete girebilmektedirler. 1990’lı yıllardan sonra maliyetleri düşürmek için bir avantaj olarak görülen elektronik bankacılık kapsamlı alternatif dağıtım kanallarındaki gelişmeler, geçen zaman dilimi içerisinde fatura ödeme merkezleri, elektronik para ve ödeme sistemleri kuruluşları gibi rakipleri oyunun içinde dâhil etmiştir.

Öte yandan, fon arz edenler ve ihtiyacı olanlar arasındaki vade, döviz kuru, tutar, kredi gibi riskleri dengeleyen finansal kuruluşlar, merkez bankalarından, tasarruf sahiplerinden, dolaylı olarak Hazinelerden alınan bu fonları tüm dünyada ikincil piyasalarda kredi ihtiyacı olanlara aktarmakta zorlanıyorsa, bilinen finansal hizmetler anlayışının global olarak sorgulanmasının ve yeniden yapılandırılmasının tartışılması gerekmektedir. Literatürde ve genelde bankalar dışındaki finansman/kredi sağlayan kurumlar denildiğinde akla leasing, factoring, tüketici finansmanı gibi diğer kurumlar gelmektedir. Ancak, “Paranın Yansızlığı” kuramı dahilinde küresel ekonominin büyüme hızında beklenen ivmenin oluşmadığı dikkate alındığında, mevcut kreditor kurumların ve kredi sisteminin ötesinde bir iş modeline ihtiyaç olduğu iddia edilebilecektir. Bu savdan hareketle fon arz edenler ile ihtiyacı olanların doğrudan buluşabilmesi ve birbirleri ile işlem yapabilmesi, finansal araçların devre dışı bırakılması önemli bir alternatif olabilecektir.

Bu şekilde, reel ekonominin ve sektörün temel unsuru olan şirketlerin birincil piyasalarda merkez bankası ile veya kendi aralarında bu piyasalarda doğrudan fonlama işlemi yapabilmesi tartışılmaya değer bir başlık olarak görünmektedir. Merkez bankalarının kredi verdiği AAA ratingli şirketlerden zorunlu (munzam) karşılık ayırmasını istemesi, “APİ (Açık Piyasa İşlemleri)” ve kendi “Para Piyasalarında” bu şirketlere sağladığı fonlar için bankalardan istedikleri ile aynı şekilde bu şirketlerden teminat, komisyon talep etmesi durumunda, gerekli koşullar bu şirketlerce sağlandığında bu olasılık imkânsız bir senaryo olarak görülmemelidir. Keza yenilenen regülasyonlar kapsamında bu koşulları karşılamaya hazır reel sektör şirketlerinin olduğu varsayımı düşünüldüğünde, merkez bankalarının ekonomik büyümeyi destekleme rolünün daha çok gerçekleşeceğinin iddia edilmesi de mümkün olabilecektir. Bankaların geçmişte APİ işlemleri kapsamında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na (TCMB) portföyündeki teminat senetlerini reeskont faiz oranları ile iskonto ettirmesi bu sava Türkiye’den bir örnek olarak gösterilebilecektir. (TCMB İhracat Reeskont Kredilerinin Kapsamının Genişletilmesine İlişkin Basın Duyurusu - 23/01/2015, (2015-04)) Şirketlerin finansman amacı ile portföyündeki alacak tahsil senetlerini bankaya kırdırması (iskonto ettirilmesi) sonrasında, bankalarca TCMB’na bu senetlerin ikincil piyasa işlemi ile yeniden kırdırılması ile yapılan bu işlemler, aslında dolaylı olarak şirket kredi risklerinin Merkez Bankası’na bir faktör kuruluş olarak devir alınması şeklinde yorumlanabilir. Bir diğer örnek olarak, tahsilatlarını yoğunlukla çek ile yapan şirketlerin aracı maliyetlerini düşürmek ve karlılıklarını arttırmak için doğrudan TCMB Bankalararası Takas Odaları Merkezleri üye olması ve çek takasında işlem yapabilmesi gösterilebilir. Keza, yeni Ödeme Sistemleri Kanunu kapsamında, ileride bu şirketlerin doğrudan TCMB EFT Sistemine üye olması da bir olasılık olarak değerlendirilmelidir.

Bu şekilde, mevcut örnekler üzerinden tartışmaya açılan finansal araçların ve maliyetlerinin ortadan kaldırılması ve merkez bankalarının ekonomik büyümeye destek olmak adına reel sektör şirketleri ile doğrudan işlem yapması durumları, yurtdışında ve literatürde yer alan benzer örnekler kapsamında aşağıda detaylı olarak incelenmektedir.

İlk örnek olarak, İngiltere’deki kredi pazarının gelişimi ile ilgili yazılmış olan rapordaki alternatif finansman modelleri verilebilir. (M&G Investments, 2013) Raporda, 2008 Lehman Brothers krizi sonrasında, İngiltere’de

KOBİ'lerin ve şirketlerin krediye ulaşmalarının zorlaştığı ve kredi sıkışmasının etkileri özetlenmiş ve şirketlerin finansman imkânları içerisinde banka kredilerinin ile sermaye piyasalarının payı verilmiştir. Raporda yer alan 2013 yılına ait veri "Long Term Finance and Economic Growth (Group of Thirty) Washington DC", şirketlerin 5 yıl üzerinde borçlanma imkânları arasında banka kredilerinin payının ABD'de %20, İngiltere'de %59, Almanya'da %71, Fransa'da %61 olduğunu göstermektedir, kalan diğer yüzdelik kısım ise sermaye piyasalarından temin edilen borca aittir. Bu duruma göre yatırımlar ABD hariç diğer gelişmiş ekonomilerde ağırlıklı olarak banka kredileri ile finanse edilmektedir. Son olarak raporda, 2008 sonrasındaki alternatif finansman kaynakları arasında hangi işlemlerin bulunduğu özetlenmiştir. Şirketler tarafından kurumsal finansman için tahvil ihraçlarının arttığı belirtilmiş ancak KOBİ'lerin bu imkândan faydalanmakta zorlandıkları ifade edilmiştir. Bir diğer metod olarak "Doğrudan Kredi Temini" (Direct Lending) açıklanmıştır. Bu metoda göre bankalar haricindeki bir fon yöneticisi piyasadaki fon fazlalarını bir araya getirmekte ve doğrudan şirketlere kredi kullanmaktadır. Bu yöntem, Türkiye'de bir dönem BDDK'nın da gündemine giren "Otel Bankacılığına" benzemektedir. Türkiye'de BDDK'dan kuruluş ve faaliyet izni almadan kiraladıkları otel toplantı odalarında veya ofislerde yurtdışı bankalar adına kredi pazarlayan, genelde eski yatırım bankacısı olan kişilerin bu gayri resmi bankacılık ve finansman faaliyetlerine işlemin mahiyeti olarak benzetilebilir. Bir diğer finansman metodu olarak, şirketin duran varlıklarındaki binaların ve taşınmazların satılması ve leasing ile (Property Sales and Lease Back) yeniden kiralanması yöntemidir. Son olarak, bankaların aracılık yaptığı ve karşılığında komisyon aldığı iş modeli "Private Placements" olmaktadır. Burada, uzun vadeli fon arz etmek isteyen sermayedar/yatırımcılar ile fon ihtiyacı olanları bankalar bir araya getirmektedir. Sermayedar tarafından verilen ödünç fon banka kredisi olarak değil bir nevi girişim sermayesi veya melek yatırımcılık modeli olarak düşünülebilir, banka aracılıktan komisyon alır. Banka merkezli kredi finansmanı modelinin işlevselliğinde son dönemlerde yaşanan kredi sıkışması ve ekonomik büyüme gibi sıkıntılar nedeni ile İngiltere Hükümeti tarafından tüm bu modellerin desteklendiği belirtilmektedir. (M&G Investments, 2013)

Kredi ve finansman imkânları dışında, merkez bankaları ve sistemleri ile reel sektör arasında kurulan doğrudan ticari ilişkilere Amerika Birleşik Devletleri'nden dünyanın en büyük perakende marketi Wal-Mart verilebilecektir. (Lepro & Sposito, 2011). Wal-Mart uzun süredir banka aracılık maliyetlerini kaldırmak için ACH (Automated Clearing House) nezdinde ve diğer nakit yönetimi ile ilgili resmi kurumlar nezdinde mücadele vermektedir. JP Morgan Bankasının çeklerinin ödeme noktası olması (Taylor, 2014), American Express ile ortak kart çıkarması, Money Center isimli noktalarında finansal işlemlere doğrudan girmiş olması ile Wal-Mart, banka olmayan finansal araçlardan biri olmuş durumdadır. Bu doğrultuda, "Federal Deposit Insurance, FDIC" nezdinde (Türkiye'deki Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu, TMSF karşılığı) makaleye dahi konu olan Wal-Mart şirketi, FED tarafından düzenlenen "perakende ödemelerde sahtecilik işlemleri" konulu yuvarlak masa toplantısına davet edilen tek reel sektör şirkettir. (PSPAC, 2007) Wal-Mart'ın takas sistemlerine doğrudan üye olmak ve bankaları devre dışı bırakmak istemesinin dayandığı mantık operasyonel verimlilik ve karlılık artışı ile alakalıdır. Günde milyonlarca maaş çeki ödemesine aracılık eden Wal-Mart'ın kasalarından ve POS cihazlarından geçen kredi kartı provizyon işlemleri en az bir banka işlem sayısı kadardır ve işlem hacimi aynı büyüklük seviyelerindedir. Kasalarında, kartlar gibi kabul ettiği ödeme çekleri ve para transferlerine aracılık işlemlerinde en az bir banka kadar günlük işlem yapmakta ve hatta birçok yerde banka ve kredi kooperatifinden çok daha büyük hacimlere aracılık etmektedir. Bu nedenle, mevzuat gereği bu işlemleri mecburen bir banka üzerinden geçirmesi kendi finansal performansında ve nakit akışlarında gereksiz bir ek aracılık maliyeti doğurduğundan, bunları ortadan kaldırmanın mücadelesini vermektedir. Wal-Mart'ın bu özetlenen konularda daha hızlı ilerleyebilmek adına FDIC nezdinde banka kuruluşu ile ilgili olarak başvurusu da olmuştur. (Wilmarth, 2007)

Banka olmayan finansal araçlara yönelik örnekler çoğaltılabilir. Belçika merkezli kuruluş SWIFT (Society Worldwide Interbank Fund Transfer) sisteminde aracısız finansal işlemlere yönelik bir başka örnek deneyimlenmiştir. Finansal kurumlar ve bankalar arasındaki güvenli ve şifreli mesajlaşma, bilgi ve para transferi sistemi olan SWIFT, gelirlerini arttırmak için altyapısını büyük montanlı ve adetli işlem yapan şirketlere açmış durumdadır. Her gün tedarikçilerine çok sayıda SWIFT ile ödeme işlemi yapmak zorunda olan büyük şirketler, banka aracı maliyetlerini kaldırmak için sisteme direk üye olarak, mesajlarını kendileri düzenlemek istemektedirler. (J.P. Morgan) Bu şekilde bankaların iddia ettiği operasyonel maliyeti kendileri üstlenerek karşılığında bankalara ödedikleri komisyon tutarlarını azaltmaktadırlar. Posta İşletmelerinin de, Eurogiro gibi bir ödeme sistemi kurmuş ve bankaların ödeme sistemi dışında para transferi yapabiliyor olmaları da bankalar

dışındaki para gönderim sistemlerine ayrı bir örnek olacaktır. Posta İşletmelerinin finansal hizmetlere aracılığı çok daha farklı ve derin bir konudur.

Crowdfunding ve mikro finansman kuruluşlarının alternatif finansman uygulamaları, teknolojinin de verdiği imkânlarla, banka olmayan finansal araçlar için dünyada görülen son örneklerdendir. Kiwa ve FINCA ABD'den, EFSE ise Avrupa'dan uluslararası mikrofinansman kuruluşları olarak, dünyanın en büyükleri arasında bulunmaktadır. Nobel ödüllü mikro krediler bankaların kredilendiremediği veya kredilendirmek istemediği müşteri segmentlerinin, özellikle bankasız kesimlerin, girişim amaçlı ve küçük tutarlı yatırımları için önemli bir rol üstlenmektedirler. Mikrofinansman ve mikro kredi başlıklarında yeni teknolojiler ile P2P (Person to Person) yani bir aracıya ihtiyaç duyulmaksızın fon aktarımı yapılabilmektedir. Bu iş modelinde, fon arz eden kişi bir web sitesi üzerinden fon ihtiyacı olan kişinin projesini inceleyerek bağış şeklinde geri ödemesiz veya geri ödemeli kredi verebilmektedir. Bu anlamda ölçeklerinin küçüklüğüne rağmen bu aracılık çeşidini melek yatırımcılık modeline benzetmek mümkün olabilmektedir. Crowdfunding veya fundraising işlemleri de bankaların süreçte olmadığı, daha çok bağışlar yolu ile fonların bir araya getirilmesine ve bir amaca yönlendirilmesine aracılık eden yapılarıdır. (UKFC) Son olarak, telekom operatörleri finansal hizmetlere bizzat kendilerinin m-cüzdan, mobil para transferi gibi uygulamaları ile girmiş durumda bulunmaktadırlar. G-20 ülkelerinin ulaşmak istedikleri, tüm dünyada bankasız kesimin kalmaması ve ekonomileri büyütme üzere tüm ekonomik birimlerin finansal sisteme dâhil olmasıdır ve bunun gerçekleşmesi yönünde finansal aracılar iş modelleri dünyada her geçen gün artmaktadır. Nitekim FED başkan yardımcısı Stanley Fischer Almanya'da düzenlenen bir konferansta, gerek ABD'de gerekse dünyada banka olmayan finansal sektörün önemi üzerine detaylı bir konuşma yaparak, değişen finans koşullarına ve bunların ekonomik etkilerine vurgu yapmıştır. (Fischer, 2015)

Banka olmayan finansal araçlara Türkiye'den bir örnek olarak "Fatura Ödeme Merkezleri, (FÖM)" verilebilir. Temmuz 2013'de Meclis'te ilgili kanunun kabulü sonrasında BDDK'nın 2015 Haziran ayında tamamladığı lisans başvuru süreci ile gerekli mevzuat şartlarını gerçekleştiren elektronik para ve ödeme sistemleri kuruluşları gibi FÖM'ler de finansal aracılık hizmetleri vermeye başlamışlardır. 2014 Ekim tarihli 29021 Sayılı Genelge "Finansal Erişim, Finansal Eğitim, Finansal Tüketicinin Korunması Stratejisi ve Eylem Planları" kapsamında "Finansal Tabana Yayılma" (G-20 Financial Inclusion) projeleri ile bu çalışmaların daha çok özendirileceği düşünülmektedir. G-20 toplantılarında gündeme gelen ve üye ülke olarak Türkiye'nin de altına imza koyduğu "Finansal Tabana Yayılma" başlığı kapsamında, bankasız kesimlerin finansal hizmetlere ulaşımı kolaylaştırılmaya çalışılmaktadır.

3. YÖNTEM VE TARTIŞMA

Gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının, 2000'li yılların başından itibaren kaydı para arzında yarattığı büyüme (Artigas, 2010) küresel anlamda likiditeyi arttırmıştır. Finansal hizmetler sektöründe, bilançolarda ve piyasalarda likiditenin artması ile başta bankalar daha fazla pozisyon açmış, para ve özellikle sermaye piyasalarında daha çok yatırım aktiviteleri yapmaya başlamışlardır. Amerika Birleşik Devletlerinde, bankaların aktif karlılığını ve çalışanların satış performans primlerini arttırması amacı ile uzun vadeli mortgage ev kredileri alacaklarının seküritize edilmesi ve piyasalarda varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) olarak satılması, elde edilen iskontolu likiditenin bir döngü içerisinde aynı süreç ve işlemlerle devam ettirilmesi buna bir örnektir. Teminata konu olan ev bedelinin üzerindeki bir tutarla kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, bu menkul kıymetlerin finansal piyasalarda kaldıraç etkisi ile daha büyük hacim ve risk yaratarak yatırımcılar arasında elden ele dolaşımı ile küresel tahvil piyasasında daha büyük riskler oluşmuştur. Vadesi çok uzun olan bu tahvillerin, piyasada likidite riski ve dayalı olduğu teminat olan kredi alacaklarında, geri dönmeyen kredi (Non Performing Loan, NPL) riskine maruz kalması ile 2008 yılında Lehman Brothers Yatırım Bankası batarak büyük bir küresel finansal krizi tetiklemiştir.

Yaşanan küresel likidite sorunu ve bankalar arasındaki kredi sıkışması nedeni ile (Mizen, 2008) daha fazla banka ve finansal kuruluş iflas etmesin diye, tüm dünyada gelişmiş devletler ve ekonomiler, 2008 öncesine göre çok daha fazla parasal genişleme yapmışlardır. Merkez bankalarının güdümünde para politikaları ile piyasaları daha likit hale getirmeye çalışmışlar, kredi piyasalarındaki sıkışmaları (credit crunch) engellemek için piyasayı ve bankacılığı varlık alımları (menkul kıymet) yaparak fonlamaya başlamışlardır. Kriz sırasında, ikincil ipotekli konut finansmanı piyasasında likiditeyi desteklemek amacıyla ABD'de ipotekli konut kredilerini alıp satan, Amerikan Kongresi tarafından 1938 yılında imtiyaz verilerek kurulan, Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae

kuruluşlarında yaşanan sorunlar, Avrupa'daki birçok bankada olduğu gibi ilgili ülkelerin hazinelerine sığmamıştır ve bu kurumların portföylerindeki menkul kıymetleri ülke hazineleri devir almak zorunda kalmıştır. (Yılmaz, 2011) Bu süreçte, kamu bütçe açıkları ve bu tarz menkul kıymetlere sahip olmaları nedeni ile iflas eden Portekiz, Yunanistan, İrlanda, İzlanda, Güney Kıbrıs gibi ülkelerin yanında İtalya, İspanya gibi gelişmiş ekonomilerin zorlandığı görülmüştür. Avrupa Birliğinden ve Euro Bölgesinden üye ülke çıkışlarının olmaması ve üye ülkelerin ekonomilerinin daralmaması adına, iki ana kurucu ülke Fransa ve Almanya'nın çabaları günümüzde hala devam etmektedir. Fakat Avrupa Birliği'nde ekonomilerin büyümemesi ile birlikte yüksek işsizlik oranları aynı anda deneyimlenmeye devam etmektedir. Benzer şekilde, işsizlik, ekonomik durgunluk ve GSYİH daralma senaryoları Japonya, Rusya, İngiltere gibi gelişmiş ekonomilerde de yaşanmaktadır. Bu durumların ve olumsuz sonuçlarının giderilmesi amacı ile ABD'de Federal Reserve Bankası'nca (FED) uygulanan parasal genişleme (Quantitative Easing) programı, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve diğer merkez bankalarınca uygulanmaya başlanmıştır. (Ugai, 2007; Joyce, Lasasoa, Stevens & Tong, 2011; Fawley & Neely, 2013). "Paranın Yansızlığı" kapsamında, merkez bankalarından ucuza temin ettikleri fonları tekrar merkez bankalarına gecelik olarak depo eden bankaları tekrar kredi kanalına yönlendirmek amacı ile ve parasal genişlemenin beklenen makroekonomik etkileri istenilen düzeyde gerçekleştirilememesi nedeni ile Avrupa Birliği'nde ve Japonya'da merkez bankaları negatif (eksi) faiz uygulamasına geçmişlerdir. (Mankiw, 2009; Boulden, 2016) Bütçe açıklarının ülke GSYİH'larına oranının %100'e yakın olduğu bu gelişmiş ekonomilerde, bankacılık kredi kanalı ile ekonomik canlanma hedefleyerek, merkez bankalarının ticari bankalardan tahvil alım programları ile hazinelerin borçlanmasına dolaylı olarak destek verilmektedir. Merkez bankalarının para politikasındaki en likit çözüm yöntemi olan Açık Piyasa İşlemleri ile bu destekler verilmekte ve parasal genişleme (M1, M2) süratle sürmeye devam etmektedir. Dünyanın en bağımsız merkez bankası sayılan FED'in bilançosunda doğrudan (US Treasury securities) ve dolaylı (Mortgage backed securities) taşınan ABD Hazinesi varlıklarının aktif büyüklük içinde payı % 95'ler seviyesindedir. (www.federalreserve.gov) Bu anlamda, FED'in bilançosundaki ABD tahvilleri ve varlıkları nedeni ile Çin ve Japon Merkez Bankası ile beraber dünyanın en bağımlı merkez bankası olduğu iddia edilebilecektir. Bu parasal genişleme politikaları ile hedeflenen esas amaç, parasal taban büyüdükçe, bankacılık sistemine aktarılan likidite sayesinde bankalar kanalı ile kredi musluklarının açılması, geçici olarak geliri artan bireyler ile hızlı ve ucuza tüketici kredisine ulaşan finansal tüketicilerin reel ekonomide talep yaratmasıdır. Harcamalar arttıkça perakende satışların, sanayi kapasite kullanım oranlarının toparlanması beklenmekte ve dolayısı ile yatırımların artması ile bu ekonomilerde tekrar denge seviyesine ulaşılması hedeflenmektedir. Ancak, ABD örneğinde FED verileri bunu bir türlü göstermemektedir. Ayrıca, "kur ve ticaret savaşları" olarak adlandırılan kuram dâhilinde bu ekonomilerde para arzı arttırılmakta, arzı fazlalaşan para birimlerinin değer kaybı ile yaratılması beklenen daha fazla ihracat talebi sonucunda döviz arzının ve rezervlerinin fazlalaşması hedeflenmektedir. Bu şekilde, artan ekonomik aktiviteler ile vergi gelirlerindeki artış üzerinden kamu bütçesi açıklarını ve döviz rezervlerindeki artış ile dış ticaret açıklarını kapama imkânı hedeflenmekte, yine oluşacak yatırımlar üzerinden istihdam ile işsizliğe çare bulunması aynı şekilde bir amaç olarak güdülmektedir. Bu hedefin öncü göstergesi olarak tüm bu ekonomilerde enflasyon oranları kullanılmaktadır. Enflasyon oranının yükselmesi ve konulan hedeflere doğru çıkması bu hedeflere doğru gidildiği fikrine hizmet etmektedir. Pratikte bu durum Japonya örneği incelendiğinde pek mümkün olmamıştır. Institute for New Economic Thinking başkanı Adair Turner'ın World Economic Forum'da yayımladığı makalesine göre, (Turner, 2016) 2013 yılının Nisan ve Ekim aylarında parasal gevşeme (Quantitative Easing) yapan Bank of Japan (Japonya Merkez Bankası) kendisine koyduğu enflasyon hedeflerine 2015 yılı sonu itibarı ile hala ulaşamamıştır. Benzer bir durum FED ile ABD için de geçerlidir. FED her ne kadar işsizlik tarafındaki beklentilerin gerçekleşmesi nedeni ile 2015 Aralık ayında politika faizinde artışa gitmiş olsa da, Çin'deki büyüme verilerinin bozulması nedeni ile faiz arttırma kararında daha kontrollü gideceğini, Açık Piyasa İşlemleri Komitesi Şubat 2016 tutanağı ile tüm dünyaya deklare etmiştir.

2008 sonrasında yaşanan bu süreçte, kamu bütçesi açığının GSYİH'ya olan oranının yüksekliği nedeni ile maliye politikaları ön plana çıkarılamamıştır. Maliye politikalarının önemli iki unsuru olan ek ya da dolaylı vergilerin konması, vergi oranı artışı ile bütçe açıklarının kapatılması veya Keynesyen yaklaşımla kamu harcamalarını arttırarak ekonomik aktivitelerin arttırılması imkânı, bütçe açıkları ve "Wall Street'i işgal et" gibi toplumsal konular nedeni ile zorlaşmıştır. Bu kısır döngü sürecinde, Keynes'in "Likidite Tuzağı Teorisi" (Baydur ve Süslü, 2011) dâhilinde, 2008'den bu yana sıfır seviyelerindeki merkez bankası politika faiz oranları ve para politikaları ile ekonomik canlanma hedefini devam ettirmişlerdir. Bu şekilde iktisattaki denge teorisi " $Y = C + I + G + (N-X)$ " üzerinden ekonomik toparlanmayı hedefleyen gelişmiş ekonomiler "Paranın Yansızlığı" kavramı dâhilinde

reel ekonomilerin büyümelerinin beklendiği gibi olmadığını deneyimlemek durumunda kalmışlardır. Bu anlamda bilinen iktisadi doktrinler dâhilindeki parasal politikaların iflas ettiği öne sürülebilecektir. 2008 sonrasında günümüze kadar geçen zaman diliminde, merkez bankalarının para musluklarından bankalara likidite akmasına rağmen, bunların kredi olarak reel ekonomiye değil, getiriye maksimize etmek isteyen yatırımcılar nedeni ile borsalara aktığını Dünya Borsalar Federasyonu'nun ve FED'in verileri teyit etmektedir. Dolayısı ile Rahman ve Toyoda'nın 2009'da belirttiği gibi "Paranın Yansızlığı Teorisi" kapsamında (Tuğcu, 2015; Doğan 2005) dünya ekonomisi büyüme oranının artan global likiditeye rağmen değişmiyor olması, gelişmiş ülke enflasyon oranlarının, alınan tüm para politikaları kararlarına rağmen, global talebin arttığını teyit edecek göstergeleri vermiyor olması, şirketler ve ülkeler özelinde verimlilik, etkinlik, karlılık başlıklarını daha elzem hale getirmektedir.

Tüm bu nedenlerle, dünyada büyüme ve refah için artık yeni yaklaşımlar, doktrinler, kuramlar geliştirilmeli, bunların ışığı altında farklı finansal çözümler üretilmelidir. Başta bankacılık ve banka kredileri kaynaklı yaşanan finansmana ulaşım sorunları nedeni ile ekonomik canlılığın, büyümenin mevcut finansal hizmet anlayışları ile sağlanamadığı görülmektedir. Literatür bölümünde aktarıldığı ve belirtildiği gibi finansal aracılık mekanizmasında farklı yaklaşımlara, kamu otoriteleri ve düzenleyicileri tarafından daha sıcak bakılması gereken bir dönemin geldiği düşünülmektedir. Merkez bankalarının doğrudan reel sektör şirketlerine yatırım amaçlı kredi kullandırması ve finansal aracılık maliyetlerinin azaltılması ile reel sektörün karlılığın ve sürdürülebilirliğin artırılması, ekonomik büyüme modelleri açısından önemli hale gelmiştir. Üstelik bu şekilde merkez bankalarının doğrudan şirketlere kredi kullandırılması ile kaydi paranın kontrol edilemez etkileri de önlenecek, kredilerin doğru kanaldan aktarımı sağlanacaktır. (Polleit, 2011) Keza, karlılığı artan şirketlerin ürün fiyat politikaları tüketici lehine gelişecek ve toplumsal refaha daha hızlı ulaşılacaktır. Bu savı destekleyen akademik çalışma ile profesyonel dünyada yapılan söylemler yapılan araştırmalarda limitli olarak görülmüştür. Türkiye'den akademik anlamda bir teori ve akademik çalışma görülememiş, uygulamada ise sadece Eximbank kredileri için TCMB'sinca tanımlanan kredi limitleri, eskiden APİ amaçlı ticari senetlerin TCMB tarafından iskonto edilmesi, TCMB tarafından hazineye doğrudan açılan avans hesapları görülmüştür. Limitli söylemlerden bir tanesi İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) eski politika belirleyicisi Adam Posen'e aittir. Posen verdiği demeçte, merkez bankalarının hazine tahvilleri dışında aktiflere daha fazla yatırım yapması gerektiğini söyleyerek şirket tahvillerini ve hisse senetlerini ifade etmiştir. (The Telegraph, 2012). Bir başka akademik çalışmada salt parasal genişlemelerin faydalı olmayacağı, merkez bankalarının hedeflenmiş varlık alımlarının etkin olacağı analiz sonucunda ifade edilmiştir. (Curdia & Woodford, 2011).

4. BULGULAR

Literatür ve tartışma bölümlerinde görüldüğü üzere, merkez bankalarının kreditor kuruluş olarak doğrudan şirketlere kredi kullandırması pratikte pek sıkça görülen bir durum değildir. Yatırım, işletme ve çalışma sermayesi kredilerinin, tüketim amaçlı bireysel ve tüzel kredilerin, risk yönetimi başta olmak üzere kredi politikaları ve prosedürleri çerçevesinde, ticari bankalar tarafından verilmesi alışlagelmış bir durumdur. Dünya genelinde başta Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlement, BIS) Basel Komitesi'nin çalışmaları olmak üzere yasal düzenlemeler bu yöndedir. Merkez bankalarının görevleri her ülkede kanunlar ile belirlenmiştir. Öncelikli hedefleri enflasyonun yönetimi ve paralarının değerini korumak olan merkez bankalarının, ABD FED gibi, ekonomik canlılık ve büyüme gibi birincil veya ikincil görev fonksiyonları da bulunmaktadır. Türkiye'de 2016 Nisan ayında yapılacak TCMB başkanlık seçimleri ve politika faizlerinin yüksekliği tartışmalarında, TCMB'nin görevleri arasına kanun değişikliği ile ekonomik büyüme hedefinin konulması durumu da tartışılmıştır. Her ne kadar ekonomik büyüme ile enflasyon hedeflemesi uygulamada ekonomik konjonktürün durumuna göre çelişebilecek başlıklar olsa da, 2008 sonrasında ekonomik büyüme ülkelerce ilk sıraya konulan amaç haline gelmiştir. Bu nedenle, para politikaları ve likidite arzı ile bu amaç gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Merkez bankalarının bağımsızlığı noktasında hazineler üzerinden devlete doğrudan borç verilmesi durumu merkez bankacılığının ruhuna ters kalmaktadır. Bu düşünce kapsamında, finansal aracılık sisteminin varlığı ışığında merkez bankalarının reel sektör şirketlerine doğrudan kredi kullandırması ve işlem yapması da bu doğrultuda bankacılığın ruhuna ve özüne ters olarak düşünülecektir. Aslında işin mevzuat ve algısal boyutu bir kenara bırakıldığında, bilanço tekniği ve süreç açısından açık piyasa işlemlerinde karşı taraf riski olarak adlandırılacak kredi riski alınırken sadece banka riski dikkate alınmaktadır, dolaylı olarak kredi açılan (Hazine) tarafından kredi değerliliği dikkate alınmamaktadır. Hazinelerin

batmayacağı düşüncesinden hareketle, 3A'dan başlayan rating'ler kapsamında, açık piyasa işlemleri dâhilinde repo - ters repo veya kesin alım - satım işlemleri ile merkez bankası bilançosunda devlet tahvili ve bonoları taşınarak dolaylı olarak karşı taraf (Hazine) ve kredi riski (banka) alınmaktadır. Yunanistan örneğinde olduğu gibi bu menkul kıymetler "junk bond" yani çöp seviyesine indiğinde, ödememe riskinin veya default etme (batma) durumunun gerçekleşmesi halinde merkez bankaları aslında "Non Performing Loan, NPL" (geri dönmeyen krediler) ile şüpheli alacaklar kalemine sahip olmaktadır. Yani, bankaların kredileri gibi, bilançoda aktifte tutulan Hazine varlıkları da artık günümüzde yüksek risk içermektedirler. Her ne kadar sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelere tabii olmasa da ve karşılıksız para basarak veya TCMB'nin mevzuatında olduğu gibi kendi banka likidite bonosunu çıkartarak kendini fonlama imkânı olsa da, yine dünya üzerinde batan merkez bankası örneğine pek rastlanılmamış olsa da, merkez bankaları da batma riski ile karşılaşabilirler. Ki, önümüzdeki yıllarda yaşanabilecek 2008 benzeri bir global kriz ile bu çok büyük bir olasılıktır. Bu nedenle, aşağıdaki gibi şirketlere doğrudan kredi kullandırımına aracılık etme düşüncesinin merkez bankalarının risk yönetimi ve aktif pasif yönetimi politikalarında çok daha riskli bir işlem olduğu söylenemeyecektir. Ancak doğaldır ki, şirketlere kredi verilmesinin düşünülmesi halinde bu konunun daha detaylı ve dikkatli bir şekilde ele alınması gerekecektir. Çek veya EFT sistemlerine doğrudan üye olacak reel sektör şirketleri açısından da, aynen bankalarda olduğu gibi takas borçlarının ve yükümlülüklerin yerine getirilememesi riskinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Ancak bu riske açıklık (exposure) belli bir ölçüğe sahip ve kabul gören kriterlere uygun şirketlerde bankalardan daha fazla olmayacaktır.

Bu bilgiler ışığında, literatür bölümünde detaylı aktarıldığı gibi belli şekil şartlarını sağlayan ratingi (kredi notu) yüksek şirketlerin varlıkları da (menkul kıymetleri) merkez bankalarınca değerlendirilebilecektir. İkincil piyasada açık piyasa işlemleri ile yapılabilecek bu işlemlerin birincil piyasada gerçekleşmesi mümkün olabilir mi? Bu soruya verilecek cevap, ekonomik büyüme ve canlılığı gözetmek durumunda olan merkez bankaları tarafından bu işlemin de gecelik para piyasasında GLP (Geç Likidite Penceresi) ve GİL (Gün İçi Likidite) kapsamında yapılabileceği şeklindedir. Zaten, büyük kurumsal firmalar Reuters kullanımı ile TRL Libor ile para piyasalarında bankalararası borçlanma faiz oranlarını görebildiklerinden, bu piyasalarda doğrudan alıcı veya satıcı da olabileceklerdir. Bu şekilde kredinin kullanım amacının yatırıma döneceği garantisi ve taahhüdü altında, birincil ve ikincil piyasada ihraç anında merkez bankası şirketlerin bu menkul kıymetlerini geçici veya kati olarak alarak fonlama imkânı sağlayabilmelidir. Bu durumda akla merkez bankalarının bir nevi girişim sermayesine veya melek yatırımcıya döndüğü gelebilecektir. Karşı görüş olarak bu fonksiyonu piyasada sağlayacak özel girişimlerin olduğu ileri sürülecektir. Keza, merkez bankalarının bağımsızlığı kapsamında, merkez bankalarının bazı holding ve şirketlerin güdümüne girebileceği, merkez bankalarının kaynaklarının belli işlemler özelinde yanlış kullanılabilirliği iddia edilebilecektir. Merkez bankalarının bağımsızlığı noktasından aslında bu görüşler doğru olarak görülse de, Türkiye'de 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun krediler ve özkaynaklar ile ilgili kanun maddeleri düşünüldüğünde, aynı prensipler veya geliştirilmiş prensipler dâhilinde merkez bankasının doğrudan kredi kullandırmalarının kontrol edilebileceği ileri sürülebilir. Fakat bu durumda, yeni bir tartışma başlığı olarak BDDK'nın kontrolüne tabii olması gereken bir merkez bankası durumu ortaya çıkacaktır. Regülatör rolü de olan bir kurumun bir başka regülatör kurumca denetleniyor olması noktasında, Merkez Bankası Kanunu ve BDDK Kanunu açısından düzenlemeler gerektiği aşikardır. Ancak, kamu kurumlarının bir başka kamu kurumu olan Sayıştay tarafından denetlendiği düşünüldüğünde, bu durum en azından düşünce olarak çok uzak bir senaryo olarak görülmemelidir. Burada esas tartışılacak konu, dünyada bankacılık sistemini düzenleyen ve denetleyenlerin ağırlıklı merkez bankaları olması noktasından, yurtdışındaki merkez bankalarının şirketlere kredi kullandırabilmesi durumudur. Kendi kendini denetleme imkânı söz konusu olamayacağından bu örneğe uyan dünyadaki merkez bankaları için ayrı bir kontrol ve düzenleme mekanizmasına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu noktada, Basel Bankacılık Komitesi ile merkez bankalarının bankası "Bank for International Settlement, (BIS)" bir üst mekanizma olarak bunları düzenleyen yer olarak düşünülebilir. Literatürde merkez bankalarının bu değişen rolü ile ilgili daha önce tartışılmış çalışmalar ayrıca ışık tutacaktır. (Peek, Rosengren & Tootell,1999)

Son olarak, argümanlarımızı ve savlarımızı desteleyecek limitli ancak en üst örnekler olan merkez bankalarının kendi yaptığı çalışmalar ile bulguları özetlemek gerekirse; Bu çalışmada yukarıdaki bilgiler ışığında gündeme getirdiğimiz, merkez bankalarının şirketlere doğrudan fonlama imkânı sağlanması durumu aslında 2008 sonrasında İngiltere ve Japon Merkez bankalarınınca yapılan bir işlemdir. İkincil bono piyasasında kurumsal şirketlerin bonolarının merkez bankası aktiflerine alınması ile bu işlemler pratikte gerçekleşen işlemlerdir. Ancak

bilanço büyüklükleri içerisinde oranlandığında çok limitli kalmaktadır. (IMF, 2013) Yine, Richmond Fed başkanı Jeffrey Lacker ve ekonomisti Renee Haltom tarafından “Richmond FED Economic Brief” yayınında ele alınan makalede, merkez bankalarınca acil durumlarda reel sektör şirketlerine doğrudan kredi imkânı sunulması ve merkez bankalarının “Land of Last Resort” görevini bu tarafta da kullanması durumu dile getirilmiştir. FED’in kuruluş tarihçesi ve organizasyonel yapısı dikkate alındığında, ABD’nin tarihinde yaşadığı iç savaş nedeni ile gücün tek bir merkezde veya kitlede toplanmasından duyduğu kaygı FED’in organizasyonel yapısına da yansımıştır. Dağıtık bir yapıda 12 ayrı merkez bankasının oluşumu ile kurulan ve her FED’de 9 direktör (3 tanesi reel sektörü temsilen) ile yönetilen Federal Reserve Sistemi’nden böyle bir önerinin gelmiş olması ayrıca dikkate alınmalıdır. (Southwood, 2014; Lacker & Haltom, 2014) Bu makaleye karşı görüş olarak zordaki firmaların kurtarılmasının doğru olmayacağı yönünde görüş yayımlanmış olsa da, önerilen yapıda merkez bankalarının doğrudan para piyasalarında şirketlere yapacağı fonlama işlemlerinin yatırım kredileri ile alakalı olması beklenmelidir. Her ne kadar şirketlerin bu krediyi çektikten sonra hangi amaçla kullanılacağı bilinmese de, Türkiye’den örnek verilecek olursa, Eximbank veya KOSGEB KOBİ kredileri örneğinden hareketle, bu işlemler rahatlıkla kurallara bağlanabilir ve kontrole tabii tutulabilir. (Michel, 2014) Dolayısı ile merkez bankalarının reel sektör şirketleri ile doğrudan işlem yapması, finansal aracılık sisteminde farklı finansman iş modellerinin ilgili hükümetlerce detaylı ele alınması ve çalışma gruplarınca şekillendirilmesi yeni dünyanın gereksinimlerinden biridir.

Bu işlemlerin merkez bankalarınca ve yasa koyucular ile regülatörler tarafından dikkate alınması durumunda ilk incelenmesi ve tartışılması gereken konular aşağıdadır. Bunların dışında konunun birçok farklı detay bileşeni vardır. Bunlara ayrıca çalışılması gerekecektir.

- i. Reel sektör şirketlerinden hangilerinin, hangi esas ve şartlar dâhilinde, hangi işlemleri finansal aracısız ve TCMB ile doğrudan yapabileceğinin belirlenmesi
- ii. Bu belirlenen başlıklar ile düzenlenmesi gereken mevzuatın tespit edilmesi
- iii. İlgili kanunlarda ve Bankalararası Takas Odaları Merkezi Yönetmeliği’nde (5.9.1985 Tarih ve 18879 sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanmıştır.) reel sektör firmalarının çek takasına katılması ile ilgili düzenlemelerin yapılması
- iv. EFT sistemine yeni Ödeme Sistemleri ve Elektronik Para Şirketlerinden hangilerinin dâhil olabileceğinin tespiti ve işleyiş şartların belirlenmesi
- v. Bankalararası Kart Merkezi’ne bankalar dışında hangi şirketlerin doğrudan üye olabileceği, kart takasına ve SWITCH’e dâhil olabileceği ve şekil şartlarının tespiti
- vi. Kredi kayıt bürosu ve TCMB Risk Santralizasyon esaslarının finansal aracısız sisteme göre düzenlenmesi
- vii. Eğer, bu yapılara üyelik söz konusu olamayacaksa, bunların ikame sistemlerinin nasıl kurulacağı ve mevzuatının düzenlenmesi
- viii. TCMB Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüklerinin şirketlere doğrudan fonlama yapabilmesi imkânının mevzuat ve işleyiş olarak düzenlenmesi
- ix. Borsa İstanbul (BİST) piyasalarında ödünç para kapsamlı işleyiş ve mevzuatın düzenlenmesi,
- x. Para ve sermaye piyasalarında reel sektör şirketlerinin birbirlerine doğrudan fonlama yapabilmesinin TCMB ve BİST tarafından düzenlenmesi
- xi. SPK nezdinde, halka açık şirketlerin bu işlemleri yapabilmesi ile ilgili düzenlemelerin sağlanması ve Ödünç Para Verme Kanunu ile Örtülü Kar Payı Transferi esaslarının bu doğrultuda gözden geçirilmesi
- xii. TCMB piyasalarında doğrudan kredi kullanımı söz konusu olduğunda munzam karşılık, sermayeden kredi karşılığı, teminat ve komisyon gibi uygulama esaslarının tespiti
- xiii. TCMB analitik bilançosunda reel sektör şirketlerinin tahvil, bono ve hisse senetlerinin taşınması durumuna yönelik mevzuat ve gerekli düzenlemelerin yapılması, esaslarının belirlenmesi
- xiv. Alternatif finansman modellerine yönelik, örneğin crowdfunding, fundraising veya direct lending esaslarının ve mevzuatının BDDK, TCMB, Hazine ve SPK önderliğinde düzenlenmesi (Örn. Mevduat ve para toplama esasları)
- xv. İşlemlerin vergi boyutunun Maliye Bakanlığı tarafından ilgili kurumlarla koordineli olarak düzenlenmesi
- xvi. Kredi faizlerinden oluşan Banka Sigorta Muamele Vergisi (BSMV) boyutunun şirketler dikkate alınarak yeniden düzenlenmesi (Bu başlık zaten İstanbul Finans Merkezi çalışmalarında düzenleme için gündeme getirilecek bir başlıktır)

- xvii. Piyasa riski, sistemik risk gibi risk yönetimi esaslarının bu doğrultuda şirketler için tanımlanması ve esaslarının belirlenmesi
- xviii. Şirketler arasında doğrudan fonlama işlemi yapılması durumunun Rekabet Kanunu'na etkisinin değerlendirilmesi ve maddelerin buna göre düzenlenmesi
- xix. Sistemden çıkış şartlarının, faaliyet ve lisans belgesi esaslarının belirlenmesi

5. SONUÇ

“Perakende Bankacılık bitti, Perakendecilerin Bankacılığı yükseliyor” (Retail Banking is dead, Retailers Banking is rising) cümlemiz dâhilinde banka olmayan finansal araçlar her geçen gün finansal hizmetler sektöründe daha fazla yer almaktadırlar. Finansal tüketicinin alternatiflerinin artması ve bankasız kesimlerin finansal hizmetlere daha kolay ulaşabilmesi nedeni ile bu gelişmeler olumlu olarak yorumlanacaktır. Öte yandan, dünyada büyümede yaşanan sıkıntıların aşılması kolay görülmemektedir. Paranın Yansızlığı Teorisi bugün piyasalarda yaşanmaktadır. Banka kredileri kanalı etkin çalışmamaktadır. FED verilerine göre tüketici kredilerinde 2008'den bu yana büyüme hızla artıyor olsa da, bu kapasite kullanım oranlarına, perakende satış rakamlarına, enflasyon oranına aynı hızda yansımamaktadır. Bu nedenle, yatırımların maliyetlerinin düşürülmesi ve kredi kanalının etkin çalışması adına, merkez bankalarınca birincil ve ikincil piyasalarda belli şekil şartlarını taşıyan ve teminat, komisyon gibi gerekleri yerine getiren kurumsal şirketlere kredi imkânı sağlanabilmelidir. Halka arz işlemlerinin Hazine tarafından doğrudan yapılabilirdiği düşünülürse, Merkez Bankaları tarafından da birincil piyasada reel sektör şirketlerine kredi açılabilmesi ya da ikincil piyasalarda APİ gibi çeşitli araçlar ile fonlama imkânı yaratılması mümkün olabilmelidir. 2008 sonrasında BOJ ve BOE'nin yaptığı gibi, FED'in pilot olarak uyguladığı şirket tahvil (varlık) alım programı ile piyasaları fonlaması ya da Rusya'ya yönelik ambargo uygulamasında Rus Merkez Bankası'nın finansal olarak zorda olan şirketlere kredi vereceğini açıklaması (Ostroukh, 2014) bu duruma birer örnektir. Türkiye'de kur hareketlerinin oynaklığı nedeni ile TCMB'nin kamu kurumlarının döviz ihtiyaçlarını doğrudan karşılama kararı da diğer örnekler gibi tüm dünyada merkez bankaları tarafından daha geniş uygulamalar için dikkate alınabilir. Elektronik Para uygulamaları ve yasaları ile senyoraaj gelirlerinin azalması bir tehditken, para basma yetkilerini üçüncü partilere bırakan Merkez Bankaları için, tersi bir durumla kredileri doğrudan reel sektöre kullandırma yetkisini belli şartlarda geri alması global ekonominin gidişatı açısından değerlendirilmesi gereken bir başlık olmaya başlamıştır. Basel kredi mevzuatına uygun, belli kredi derecelerine ve özelliklere sahip şirketlerin, şirket tahvil ve bonoları ile borsalar dışında, Merkez Bankası'ndan kredi alması ya da örtülü sermaye/kâr transferi kontrollerinin yapıldığı bir regüle edilmiş piyasada, gecelik depo işlemler vasıtası ile Para Piyasası'nda birbirlerine doğrudan kredi vermesi piyasaların derinleşmesine destek verecektir. Hatta şirketlerin bu piyasalarda bankalara kredi verebilmesi de mümkündür.

İkinci bir birincil piyasa olmalı mı, ya da ikincil piyasa birincil piyasa ile birleşmeli mi soru başlıklarında, bu sayılanlar dışında değerlendirilmesi gereken riskli ve olumsuz yönler bulunmaktadır. Fakat finansman kolaylığına, faiz ve komisyon maliyetine daha düşük katlanarak ulaşabilen bir reel sektör, yatırımlarını daha ucuza finanse edebilecek, daha kolay dış kaynak bulabilecek, dolaylı vergi ve kendi finansman bonoları ile sermaye piyasalarının da gelişimine ön ayak olabilecektir. Diğer yandan, enflasyonu yönetmek gibi birincil görevi için piyasalara APİ, munzam karşılık, tasarruf mevduatı para çarpanı, kaydi para yaratma gibi dolaylı mekanizmalarla müdahale etmek zorunda kalan Merkez Bankaları da, kredilerin doğru kanala gittiğinden emin olabilecektir.

Yapılması gereken düzenlemelere bakıldığında, piyasa işleyiş şartlarında köklü düzenleme ve değişikliklerin yapılması gerektiği görülmektedir. Bu kadar çalışma yapmak yerine piyasanın etkin işlemesi durumunun sağlanması ya da vergiler, devlet teşvikleri ile yatırımlar özendirilebilir düşüncesi ileri sürülebilecektir. Bu noktada, KOSGEB kredileri, mevcut teşvikler, banka bilançolarındaki KOBİ kredilerinin payı, melek yatırımcılık ağları, Türkiye'de KOBİ'lerin kurumsallaşmasına ve büyümesine yönelik finansman çalışmaları olarak olumlu gelişmeler olarak yorumlanabilir. Ancak, 3. Havaalanının finansmanına sadece bir Türk bankasının giriyor olması örneği dikkate alındığında, kurumsal şirketlerin fona ulaşması noktasında Türkiye'de proje finansmanı imkânlarının dünya ölçeğine henüz ulaşmadığı görülmektedir. Yine, bankaların inşaat şirketlerine ve KOBİ'lere teminat mektubu verme iştahındaki azalmanın ikame edilmesi adına, sigorta şirketlerince kefalet bonosu (surety bond) ihracı alternatif finansman tekniklerinden biri olacaktır. Gayri nakdi kredi pazarında, sigortacılık

sektörü ve sermaye piyasalarında oluşacak üçlü kazancın yanında krediler kanalı ile yatırımlar desteklenebilecektir, banka teminat mektuplarına bir alternatif oluşabilecektir. Keza, dünya örnekleri incelendiğinde benzer bir durum bulunmaktadır. Kredi kanalının etkin işleyebiliyor olması, bankalar başta olmak üzere kreditor kurumların fon verme arzusunun çeşitli sebeplerle kesildiği bir durumda, şirketlerin birbirlerine ödünç verebileceği, doğrudan merkez bankalarından kredi temin edebileceği yapının sağlanması, alternatif finansman modellerinin mevzuatının düzenlenmesi, piyasaların kilitlenmemesi ve işlerliğin devam etmesi adına önemlidir. Bu piyasalardaki likidite riskini de azaltacaktır ve sermaye piyasaları dışında bir alternatif de yaratacaktır.

İşte bu nedenlerle, aracı maliyetlerinin minimize edildiği bir ekonomik ortamda, ekonomik canlanmanın daha hızlı gelişeceği ve daha da önemlisi merkez bankalarının hazineler ve bankalar dışında kredi portföyü risklerini dağıtma imkânına kavuşarak hem kendisinin hem de hazineler üzerindeki baskıları azaltma imkânına kavuşacağını iddia etmek zor olmayacaktır. Sürdürülebilirlik, inovasyon, fütürizm, girişimcilik, sosyal medya, big data (büyük veri), cloud computing (bulut teknolojisi), kuantum, reiki, melek yatırımcılar dünyadaki son yıllarda maddi ve manevi anlamda yer alan trendlerin başlıklarıdır. Ortak paydaları olarak piyasalarda ve insanlık tarihinde gelinen nokta itibarı ile tıkanmışlık kelimesinin gözlemlendiğini iddia etmek mümkündür. Çıkış arayan insanlık ve ekonomiler, bu yeni fikirler ve trendler ile yeni ürünler ve pazarlar yaratabilmeyi ve Whatsapp, Facebook, iPhone gibi yeni değerler yaratarak büyümenin ve karlılığın sürdürülebilir olmasını sağlamayı hedeflemektedir. Globalde toplamda yaklaşık 70 trilyon Dolarlık GSYİH büyüklüğünde, ekonomik büyümenin artması için finansal aracılık ve maliyetlerinin kalkması bu çalışmalara destek olarak yeni bir kapı aralayacaktır ve 700 trilyon Dolar civarındaki büyüklüğe sahip finansal sistemin üzerindeki baskıları başta kaydi para olmak üzere azaltacaktır.

KAYNAKÇA

- Artigas, J.C. (2010). Linking Global Money Supply to Gold and to Future Inflation. Gold Report. World Gold Council. http://www.exchangetradedgold.com/media/ETG/file/money_supply_paper_jan10.pdf(ErişimTarihi: 04.02.2016)
- Boulden, J. (January 29, 2016: 10:07 AM ET). Currency Wars: Will Europe Return Japanese Fire? CNN International Haber Sitesi, CNN Money, Markets, @CNMoneyInvest. <http://money.cnn.com/2016/01/29/investing/japan-negative-rates-europe-currency-war/> (ErişimTarihi: 09.02.2016)
- BDDK. 2015. Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeler Raporu. Veri ve Sistem Yönetimi Daire Başkanlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSGG/14650tbs_temel_gostergeler_raporu_eyul_2015.pdf, (Erişim Tarihi: 24.01.2016)
- Curdia, V. and Woodford, M. (2011). The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetarypolicy. Journal of Monetary Economics, Volume 58, Issue 1, January 2011, pp. 54–79. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy: The Future of Central Banking April 16-17, 2010. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393210001224>
- Demir M. ve Eken, M. (2015). 2008 Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri Ve Anket Çalışması İle Analizi. Maliye ve Finans Yazıları Dergisi. S.104:54-81
- Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), 51-88.
- Fischer, S. (March 27, 2015). The Importance of the Nonbank Financial Sector. "Debt and Financial Stability--Regulatory Challenges" Conference, The Bundesbank and The German Ministry of Finance, Frankfurt, Germany. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150327a.htm> (ErişimTarihi: 14.02.2016)
- Gatarek, D. and Jabłcki, J. (2014). Estimating The Risk of Joint Defaults: An Application to Central Bank Collateralized Lending Operations. NBP Working Paper No. 181. Economic Institute Warsaw. https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/181_en.pdf (ErişimTarihi: 09.02.2016)
- Haltom, R and Lacker, J.M. (2014). Economic Should the Fed Do Emergency Lending? Federal Reserve Bank of Richmond Brief EB14-07 - https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_brief/2014/pdf/eb_14-07.pdf (ErişimTarihi: 16.02.2016)

Hercei J.A. and Hernández, P. (November 2014). Non-Bank Finance in Spain: A Growing Alternative in Response to Tougher Bank Funding Channels. SEFO - Spanish Economic and Financial Outlook Vol. 3, N.º 6 <https://www.afi.es/webAfi/descargas/1431023/1413285/sefo-spanish-economic-and-financial-outlook-funcas-non-bank-finance-in-spain-a-growing-alternative-in-response-to-tougher-bank-funding-channels-jose-a-herce-and-pablo-hernandez.pdf> (Erişim Tarihi: 08.02.2016)

International Monetary Fund. (April 2013). Do Central Bank Policies since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/01/pdf/c3.pdf> (Erişim Tarihi: 14.02.2016)

J.P. Morgan Treasury Services Global Marketing. Understanding SWIFT for Corporates Best Practices. <https://www.jpmorgan.com/tss/DocumentForEmail/SwiftforCorp/1314041001246> (Erişim Tarihi: 14.02.2016)

Joyce, M., Lasoosa, A., Stevens, I., & Tong, M. (2011). The Financial Market Impact of Quantitative Easing in The United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, 7(3), 113-161.

Lepro, S. & Sposito S. (2011). New Wal-Mart Kiosks Present Threat to Banks. *The American Banker Web Sitesi*. http://www.americanbanker.com/issues/176_112/wal-mart-kiosks-present-threat-banks-1038783-1.html

Mankiw, N. G. (2009). It May Be Time for The FED to Go Negative. *New York Times*, 18, 2009.

Jácome, L., Townsend, S.B., Matamoros-Indorf, M. and Sharma, M. (January 2012). Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices? IMF Working Paper No. NO.12/16. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1997729>

M&G Investments. (2013). Borrowing Without Banks How Companies Raise Finance Now. <http://www.mandg.co.uk/-/media/Literature/UK/Institutional/Borrowing-without-banks.pdf> (Erişim Tarihi: 04.02.2016)

Michel, N.J. (August 20, 2014). The Fed's Failure as A Lender of Last Resort: What to Do About It. <http://www.heritage.org/research/reports/2014/08/the-feds-failure-as-a-lender-of-last-resort-what-to-do-about-it> (Erişim Tarihi: 16.02.2016)

Mizen, P. (2008). The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of The Background, Market Reactions, And Policy Responses. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), 531-567.

Ostroukh, A. (Dec. 24, 2014 8:39 a.m. ET). Russia's Central Bank Acts to Stabilize Financial Sector, Bank of Russia Will Help Companies Cover Foreign Debt Affected by Western Sanctions. *The Wall Street Journal Gazetesi Web Sitesi*. <http://www.wsj.com/articles/ruble-volatile-after-s-p-hints-at-downgrade-1419407826> (Erişim Tarihi: 16.02.2016)

Peek, J., Rosengren, E.S. and Tootell, G.M.B. (May, 1999). Is Bank Supervision Central to Central Banking? *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 114, No. 2 (May, 1999), pp. 629-653. Published by: Oxford University Press, URL: <http://www.jstor.org/stable/2587019> (Erişim Tarihi: 14.02.2016)

Pettinge, T. (May 7, 2012). Central Bank Lending. *Economics Help Web Sitesi*. <http://www.economicshelp.org/blog/5249/economics/central-bank-lending/> (Erişim Tarihi: 04.02.2016)

Petroff, A. (February 15, 2016) "Jim Rogers, Central Bankers Don't Have a Clue" *CNN Money Haber Sitesi* http://money.cnn.com/2016/02/15/investing/jim-rogers-central-banks-stock-markets/index.html?sr=fbmoney_021516jim-rogers-central-banks-stock-markets0225PMVODtopLink&linkId=21277327 (Erişim Tarihi: 16.02.2016)

Polleit, T. (September 19, 2011). Central Banks Can Increase the Money Supply, Even If Banks Do Not Lend <https://mises.org/library/central-banks-can-increase-money-supply-even-if-banks-do-not-lend> (Erişim Tarihi: 16.02.2016)

Southwood, B. (Wednesday, July 16th, 2014). Should Central Banks Do Emergency Lending? *Adam Smith Institute*. <http://www.adamsmith.org/blog/money-banking/should-central-banks-do-emergency-lending/> (Erişim Tarihi: 16.02.2016)

Telegraph staff and agencies. (3:30PM BST 11 Jun 2012). Central Banks Should Buy Assets Other Than Government Bonds, Says Bank of England's Adam Posen. *The Telegraph Gazetesi, Web Sitesi, Home»Finance»Economics*, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/9324565/Central-banks-should-buy-assets-other-than-government-bonds-says-Bank-of-Englands-Adam-Posen.html> (Erişim Tarihi: 09.02.2016)

The Federal Reserve System's Payments System Policy Advisory Committee (PSPAC). (March 27, 2007). A Summary of the Roundtable Discussion On Retail Payments Fraud. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. <http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/retailpmtfraud/retailpmtfraud.pdf> (Erişim Tarihi: 09.02.2016)

Turner, A. (Wednesday 10 February 2016). Will Japan's Negative Interest Rates Boost Inflation? *World Economic Forum Web Sitesi, Regional Agenda, Banking And Capital Markets, Japan*. <http://www.weforum.org/agenda/2016/02/will-japan-s-negative-interest-rates-boost-inflation> (Erişim Tarihi: 09.02.2016)

Türkiye Katılım Bankaları Birliği. 2015. Türk Finans Sisteminde Katılım Bankaları Sunumu. <http://tkbb.org.tr/araştırma-ve-yayınlar-sunumlar-genel-sunum>. (Erişim Tarihi: 24.01.2016)

Ugai, H. (2007). Effects of The Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. *Monetary and Economic Studies-Bank of Japan*, 25(1), 1.

Uludağ İ. ve Erişah A. 1999. *Finansal Hizmetler Ekonomisi*, İstanbul, Beta Yayım

UKCF. Crowdfunding and NonBank Finance, Brief Overview of the UK Market.

http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk/sites/default/files/media/files/julia_groves__online_platforms__uk_market.pdf
(Erişim Tarihi: 12.02.2016)

Wilmarth, A.E. Jr. (2007). Wal-Mart and the Separation of Banking and Commerce. George Washington University Law School.
http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2166&context=faculty_publications (Erişim Tarihi: 24.01.2016)

Yılmaz, H. (2011). Menkul Kıymetleştirme şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac Nasıl Kurtarılabılır? Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz/2011. <http://journal.mufad.org/attachments/article/623/3.pdf> (Erişim Tarihi: 04.02.2016)