

Hanedar, Avni Önder; Çalışkan, Mustafa

Working Paper

Vergi ve anayasal düzenlemelerin politik Krizler çağında önemi: 1903-1909 döneminde Osmanlı İmparatorluğu ve Paris Borsası

Discussion Paper, No. 2018/2

Provided in Cooperation with:

Turkish Economic Association, Ankara

Suggested Citation: Hanedar, Avni Önder; Çalışkan, Mustafa (2018) : Vergi ve anayasal düzenlemelerin politik Krizler çağında önemi: 1903-1909 döneminde Osmanlı İmparatorluğu ve Paris Borsası, Discussion Paper, No. 2018/2, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/213454>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



TURKISH ECONOMIC ASSOCIATION

DISCUSSION PAPER 2018/2

<http://www.tek.org.tr>

**Vergi ve Anayasal Düzenlemelerin Politik
Krizler Çağında Önemi: 1903–1909
Döneminde Osmanlı İmparatorluğu ve
Paris Borsası**

Avni Önder Hanedar & Mustafa Çalışkan

May 7, 2018

Vergi ve Anayasal Düzenlemelerin Politik Krizler Çağında Önemi: 1903–1909 Döneminde Osmanlı İmparatorluğu ve Paris Borsası

Avni Önder Hanedar¹, Mustafa Çalışkan

Sakarya Üniversitesi

Özet

Çalışma, 1903 ve 1909 döneminde Osmanlı İmparatorluğu'nu etkisi altında bırakan idari ve mali değişimlerin etkin sonuçlar yaratıp yaratmadığını değerlendirme konusu yapmaktadır. Dönem içerisinde bütçe açıklarını kapatmak ve anayasal sistemi tesis etmek için uygulanan kişisel vergi düzenlemesi ve İkinci Meşrutiyet bulunmaktadır. Çalışma, 1903–1909 yılları arasında Paris Borsası'nda işlem gören Osmanlı Devleti'nin standart borçlanma aracı olan Konsolide Borç Tahvili günlük fiyat verilerini kullanmaktadır. Sonuçlar, Anayasal sistemin 1908 yılında tekrar tesis edilmesinin yatırımcılar açısından güven tazeyici bir önlem olarak algılandığını göstermektedir. Ayrıca, yatırımcılarca yerel politik gerilimlere göre Rus-Japon Savaşı gibi uluslar arası sorunların daha fazla önemsendiği bulunmuştur.

Anahtar kelimeler: Kişisel vergi uygulaması, İkinci Meşrutiyet, Osmanlı borç yönetimi, Fiyat dalgalanmaları, Konsolide borç tahvili

JEL: G1; N25; N45

Abstract

This study asks how the Ottoman bondholders traded at the Paris stock exchange evaluated the outcomes of tax and constitutional reforms, based on the data for the most traded bond's price, i.e., the Turkish unified bond, at the Paris stock exchange from 1903 to 1909. The reforms aimed at higher tax income and decreasing arbitrary implications of the Ottoman state. The data are manually collected from *The Times*. The findings

¹ Öğretim Görevlisi Dr., Sakarya Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ekonometri bölümü, Esentepe Kampüsü, Serdivan-Sakarya, onderhanedar@gmail.com.

show that the constitutional reform was negatively related to perceived risk of the investors, since there was again a parliamentary system in the Ottoman Empire to blockage the arbitrary policies.

Key words: Tax reform, Constitutional monarchy, the Ottoman debt management, Price fluctuations, the Turkish unified bond

JEL: G1; N25; N45

Giriş

Son dönemde gelişmekte olan ülkeleri etkileyen finansal krizle birlikte, yüksek borçluluk, geri ödenebilirlik, iflas, finansal kontrol kuruluşları gibi geçmişin hayaletleri tekrar görünür olmaya başlamıştı. Örneğin, Yunanistan'ın içinde bulunduğu borç sarmalı ekseninde; idari sistemin yeniden düzenlenmesi, vergi yapısında farklılaşma ve kontrol kurumlarının oluşturulması değerlendirme kapsamına girmişti. Temmuz 2015 tarihinde Brüksel'de yapılan toplantı ile Yunanistan'ın borçlarının geri ödenmesini konusunda güven sağlayabilmek için Avrupa Birliği ülkeleri bir kontrol kurumunun oluşturulmasını gündeme getirmişlerdi. Bu şekilde, borçlanma ve iflas sorunlarını oluşturan ve yatırımcıları risk altında bırakan, köhnemiş ve etkin olmayan idari ve mali sistemlerin denetim altına alınması ile sorunların önlenebileceği düşünülmekteydi. İlginç bir durum, bu önerilerin Osmanlı İmparatorluğu'nun iflas sürecindeki gelişmeler ve ortaya çıkan uygulamalar ile paralellik taşıdığıdır.

iddia edilmesidir.² On dokuzuncu yüzyılda, günümüzdeki borçlu ülkelere benzer şekilde Osmanlı İmparatorluğu'nun etkinsiz idari ve mali sistemi, kıtlıklar, isyanlar gibi birçok sorun ile birleşince; dış borçlanma temel gelir kalemi haline gelmiş ve geri ödemede zamanla ciddi sorunlarla ortaya çıkmıştı. Bu sorunlar, reform ve kurumsal değişim çabaları ile Osmanlı İmparatorluğu'nun modernleşme ve Avrupa ekonomilerine eklemleme uygulamalarına paralel tedbirler vasıtasıyla çözülmeye çalışılmıştı. Örneğin, *Düyun-u Umumiye* gibi kurumlar yabancı kontrolünü kurarken, anayasal sistemin tesis edilmesi (1876 ve 1908 yıllarında) idari sistemin etkinlik sorununa çözüm getirmeyi ve vergilemeye ilişkin temel yapıları yeniden düzenlemeyi amaçlamaktaydı.

Çalışma güncel bir tartışma ekseninde, Osmanlı İmparatorluğu'nun 1903 ve 1909 dönemi içerisinde karşı karşıya kaldığı kişisel vergi uygulaması (*Şahsi-i Vergi*) ve anayasal sistemin tekrardan tesisi (*İkinci Meşrutiyet*) örneklerinin başarısına odaklanmaktadır. Bu şekilde tarihsel incelemelerin yeterli ve veriye dayalı olarak değerlendirme yapmadığı bir alana ilaveler yapılmaktadır. Ayrıca, günümüzde benzer sorunlarla karşı karşıya olan gelişmekte olan piyasalar için Osmanlı İmparatorluğu örneği vasıtasıyla yeni önerilerin çıkarılması mümkündür.

Finans literatüründe reform ve kurumsal değişimler üzerine yapılan incelemeler, reform içerisine politik rejim değişiklikleri, iktisadi ve mali standartların istikrarlı ve etkin hale getirilmesi gibi farklı konuları dâhil etmiştir. Reformlar, genelde keyfi ve istikrarsızlık arz eden iktisadi, idari ve mali

² Bak. Ertem, E. "Turkey will surprise those who wish the country to become like Greece. Turkey Agenda". 15 July 2015. Retrieved from <http://www.turkeyagenda.com/turkey-will-surprise-thosewho-wish-the-country-to-become-like-greece-2618.html>.

sistem ile kurumları değiştirmeyi amaçlamaktadır. Bu şekilde, alacaklılar için daha güvenli bir ortam sağlanarak, keyfi ve istikrarsız uygulamaların kalktığı ülkelere daha ucuza fon akışı sağlanabilmektedir (North ve Weingast, 1989; Clark, 1996; Bordo ve Rockoff, 1996; Mauro, Sussman ve Yafeh, 2006). Ayrıca devletlerin mali ve iktisadi yapılarının denetim ve düzenlenmesi amacıyla çeşitli kurumlar oluşturulabilmektedir. Bu kurumlar sayesinde alacaklıların doğrudan veya dolaylı müdahaleleri ile mali ve iktisadi sistem üzerinde denetim güçlenmektedir. Böylece, yüksek vergi kapasitesi ve etkin yönetim örnekleri yaratabilmekte ve parasal kayıplar azaltılabilmektedir. İlave olarak, alacaklılar borçlu ülkeler karşısında etkin bir koordinasyon oluşturabilmekte ve borçların geri ödenememe riski ortadan kalkabilmekte, ya da azalmaktadır. Sonuç olarak, reform ve kontrol kuruluşları sayesinde yatırımcılar için borçların geri ödenememe riski azalıp, tahvillere olan talep artabilecektir (Flandreau ve Zumer, 2004; Birdal, 2010; Mitchener ve Weidenmier, 2010).

Çalışmada değerlendirilen kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in ilanı sonucunda anayasal sistemin tekrar yürürlüğe girmesinin etkileri üzerine literatürde kapsamlı, karşılaştırmalı ve veriye dayalı incelemeler bulunmamaktadır. Osmanlı tahvillerinin işlem gördüğü çeşitli Avrupa piyasalarına ilişkin verileri kullanarak *Düyun-u Umumiye* gibi kurumsal değişimler konusunda değerlendirme yapan Mauro, Sussman ve Yafeh (2006), Birdal (2010), Mitchener ve Weidenmier (2010) ve Tuncer (2015) gibi çalışmalar bulunmaktadır. Bu incelemeler, *Düyun-u Umumiye* gibi yapılar sayesinde Osmanlı Devleti'nin borçlarını geri ödeme yeterliliğinin yükseldiğine inancın varlığını ortaya koymuşlardır. İstanbul Borsası üzerine Osmanlı tahvil verileri kullanan Hanedar, Hanedar ve Çelikay (2017), *Düyun-u Umumiye*'nin yarattığı etkiye ilave olarak altın standardına geçişinde yatırımcılarca idari ve mali sistem üzerinde etkili önlemler olarak değerlendirildiğini göstermiştir.

On dokuzuncu yüzyılda Osmanlı İmparatorluğu Avrupa ekonomileri ile bütünleşmeye başlamıştı. Ayrıca, merkezileşme ve yeni kamu hizmetlerine duyulan ihtiyaç sonucunda mali ve idari sistemde geleneksel yapılar giderek yetersiz kalmıştı. Zaman içerisinde bütçe açıklarının ve geleneksel finansman imkânlarının yetersiz kalması, dış borçlanmanın ön plana geçmesine neden olmuştu. Ancak yükselen dış borçlanma sonuç olarak içinden çıkılamayacak bir idari ve mali sorun yumağı bırakmıştı. Dolayısıyla, 1870'lere gelindiğinde idari ve mali sistemde reform ihtiyacı gün geçtikçe artmaktaydı. 1880 sonrasında *Düyun-u Umumiye*'nin mali sistemdeki kurduğu etkinlik ve anayasal taleplerin geri planda olmasına rağmen, Osmanlı Devleti artan bütçe açıklarını kapatmak için yeni vergiler ortaya çıkaran kişisel vergi uygulamasına 1903 tarihinde başvurmuştu. Ayrıca, 1908 tarihinde İkinci Meşrutiyet ile birlikte anayasal sistem tekrardan kurulmuş ve keyfi idari önlemler uzun zaman sonra sınırlanabilmişti (Kiray, 1995: s. 146; Mauro, Sussman ve Yafeh, 2006: s. 58; Özbek, 2010, 2015).

Tarihsel değerlendirmeler, kişisel vergi uygulamasının beklenenin aksine mali sistemi rahatlatıcı etkisinin düşük düzeyde kaldığını iddia etmektedir. Bu durumun en önemli nedeni olarak da vergi yükünün yarattığı tepkiler ve uygulamanın kapsamının dar kalması gösterilmiştir (Özbek, 2010, 2015). Bu iddiayı destekleyecek şekilde, *La Presse* ve *L'Univers* gazeteleri uygulamanın kaldırılmasından sonra bile toplumsal huzursuzlukların devam ettiğini ve yatırımcıların güven sorunlarını yansıtacak şekilde Paris Borsası'nda Osmanlı tahvillerin değer kaybettiğini ifade etmişti (La Presse, 24 Mart 1907: s. 3; L'Univers, 7 Ekim 1907: s. 3). Benzer şekilde, İkinci Meşrutiyet öncesinde toplumsal huzursuzlukların arttığı ve tahvil Osmanlı tahvil fiyatlarında düşüşler bulunduğu ifade edilmekteydi (L'Univers, 17 Temmuz 1908: s. 3; 22 Temmuz 1908: s. 3). Bu durumun, anayasal sistemin tesisi ile tersine döndüğü ileri sürülmesine rağmen (The Times, 27 Temmuz 1908: s. 14;

L'Univers, 27 Temmuz 1908: s. 4), belli bir süre sonra politik gerilimlerin tehditkâr bir yapıya büründüğü ve fiyatlarda dalgalanmaların ortaya çıktığı *The Times* ve *L'Univers* gazetelerince ifade edilmişti (The Times, 6 Ağustos 1908: s. 12; L'Univers, 25 Nisan 1909: s. 5).

Çalışmanın elde edeceği sonuçları bahsi geçen tarihsel iddialardan farklı kılan durum tarihi olayların incelenmesinde veri kullanımının tutarlı sonuçlar ortaya çıkartabilmesi ve iktisadi yaklaşımların yönlendiriciliğidir. Bu şekilde, tarihçilerin “zan” içerikli yargılarından farklı ve pratik değerlendirmelerde bulunmak mümkün olabilmektedir. İktisadi olayların incelenmesi konusunda, güncel değerlendirmelerde tarihi olaylar gözle görülür şekilde kullanılabilir hale gelmiştir. Örneğin, kalkınmış ve kalkınmakta olan ülkeler arasında karşılaştırmalı incelemelerde, tarih gelişme farklarını açıklama konusunda önemli bir bilgi kaynağı olarak kullanılmaktadır. Ayrıca, tarihçilerin tutarlı teorik açıklamalara sahip olmadıkları geçmiş iktisadi olaylara ilişkin, iktisat teorilerinden yararlanılmakta ve politika önerisi türetilmektedir (Abramitzky, 2015). Bu değerlendirme alanı Kliometri olarak da isimlendirilmektedir. Öte taraftan, tarihsel olayların iktisadi teoriler ile değerlendirilmesinde hem dinamik bir yapı arz eden iktisadi gerçekliğin hem de derinde var olan yapıların iskanabilecek olması nedeniyle, Kliometrik yöntem kullanılarak elde edilen sonuçların yorumlanmasında sınırlılıkların dikkate alınması ve anakronizme düşülmemesi gereklidir (Hauptert, 2006: ss. 3–33).

Çalışma, kişisel vergi ve İkinci Meşrutiyet düzenlemelerinin Osmanlı İmparatorluğu'nun mali ve idari sıkıntılarını çözmek konusunda, Paris Borsası'ndaki Osmanlı tahvil yatırımcıları tarafından dikkate değer olarak algılanıp algılanmadığını araştırmaktadır. Yatırımcıların ilgili olayları mali ve idari sistemin etkinliğini arttıracak kadar başarılı önlemler olarak görmeleri durumunda, tahvillere

taleplerini arttırmış veya satışlarını azaltmış olmalarının, tahvil ticareti verisinin eksikliği altında, fiyat hareketleri olarak yansımaları bulmuş olması mümkündür. Çalışmada, 1903 ve 1909 yılları arasında Paris Borsası'nda işlem gören Konsolide Borç Tahvili'nin günlük kapanış fiyat verileri kullanılmaktadır. Fiyat verisi *The Times* gazetesinden elde edilmiştir. Konsolide Borç Tahvili, incelenen dönemde standart borçlanma aracı olup, en çok ticareti yapılan menkul kıymetlerden biridir. Çalışma bu ekseninde niceliksel değerlendirmeler yoluyla daha önceden detaylı şekilde incelenmemiş ve tarihi kaynaklarda tutarlı bir sonuç ortaya konulmamış bir konuyu, veri setleri yardımı inceleyerek literatüre katkı yapmaktadır. Çalışma, GARCH (1,1) ve Inclan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen ekonometrik yöntemler yardımıyla tahvil fiyatlarındaki dalgalanma dönemlerini veya riskleri değerlendirmektedir. Sonuçlar, İkinci Meşrutiyet'in fiyatlarda dalgalanmaları ve yükselişleri ortaya çıkarttığını göstermektedir. Anayasal düzenlemelerin, toplumsal ve politik kargaşaların yaşandığı bir süreçte hayat bulmasına rağmen olumlu şekilde değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak kişisel vergi uygulamasının hayata geçtiği dönemde var olan Rus-Japon Savaşı gibi uluslararası sorunların yatırımcılar açısından daha riskli olarak görüldüğü gözlemlenmiştir. Elde edilen sonuçlar dikkate alındığında, sadece gelir artışını amaçlayan düzenlemelerin yatırımcıların risk algısına tesir etmekte yetersiz kaldığı, yönetimin keyfi uygulamalarını sınırlandıran girişimlerin ise politik kargaşalara rağmen olumlu olarak değerlendirilme potansiyeli taşıdığı söylenebilir.

Çalışma sonraki kısımda, reform ve kurumsal değişimlerin etkilerine ilişkin literatüre göz atmaktadır. Üçüncü kısımda Osmanlı İmparatorluğu'nun idari ve mali sistemindeki dönüşüm ortaya koyulmakta, dördüncü kısımda veri ve model üzerine inceleme yapılmaktadır. Beşinci kısımda

Konsolide Borç Tahvili fiyatları ile betimsel ve istatistikî değerlendirme ile çalışma amacına ulaşmaktadır. Altıncı ve yedinci kısım ise genel bir değerlendirme ve sonucu içermektedir.

Literatür Değerlendirmesi

Finans literatüründe reform ve kurumsal değişmelerin etkileri üzerine yapılan çalışmalar çoğunlukla gelişmiş ülke piyasaları üzerine odaklanmaktadır. Ayrıca ilgili incelemelerin tutarsız ve farklı sonuçlar ortaya koyduğu görülmüştür. Flandreau ve Zumer (2004), 1880 ve 1913 dönemi içerisinde 17 ülkedeki reform uygulamalarının tahvil piyasaları üzerinde etkisiz olduğunu göstermiştir. Buna paralel olarak, Clark (1996) 1540 ve 1800 dönemi için İngiltere’de uygulanan reformların finansal piyasalar üzerindeki etki düzeyinin düşük kaldığını ortaya koymuştur. Sussman ve Yafeh (2006), İngiltere ve diğer birçok Avrupa ülkesinde 1690 ve 1790 döneminde uygulanan reformların neticesiz kaldığı sonucunu borçlanma faiz oranlarındaki değişmelerin istatistikî olarak anlamsız olması ile göstermiştir. Son olarak, Dasgupta ve Ziblatt (2015) ve Stasavage (2016), tahvil verileri üzerine de inceleme yaparak İngiltere’de demokratik kurumların oluşturulması ile on dokuzuncu yüzyıl içerisinde uygulamaya konulan reformlarının getirilerde yüksek dalgalanmalara yol açtığını göstermiştir. Bu sonuç, reformların yarattığı sosyal huzursuzlukların olumlu etkilerini ortadan kaldırabileceği şeklinde değerlendirilmiştir. Aksine, North ve Weingast (1989), on yedinci yüzyılda İngiltere’de keyfi idari uygulamaları ortadan kaldırmak amacıyla uygulanan reformların borçların geri ödenme ihtimalini arttırdığını bulmuştur. Sussman ve Yafeh (2000), 1870-1914 döneminde Londra Borsasında işlem gören Japon tahvillerine ilişkin veriler kullanarak, altın standardı uygulamasından sonra tahvil getirilerinde düşüş olduğunu gözlemlemiştir. Bu durum, altın standardı uygulaması ile borçların geri ödenme ihtimalinin arttığı şeklinde değerlendirilmiştir. Çalışma tarafından bulunan diğer bir sonuç ise

dönem içerisinde gerçekleşen savaşlar nedeniyle birçok reform ve kurumsal değişim uygulamasının etkisiz kaldığı şeklindedir. Benzer şekilde, Bordo ve Rockoff (1996), 1870 ve 1914 dönemi içerisinde çeşitli Avrupa ve Amerika ülkelerindeki altın standardı uygulamaları sonucunda borçların geri ödeme ihtimalinin arttığını gözlemlemiştir.

Osmanlı tahvillerinin işlem gördüğü Avrupa piyasalarına ait sınırlı veri setleri kullanarak Mauro, Sussman ve Yafeh (2006), Birdal (2010), Mitchener ve Weidenmier (2010) ve Tuncer (2015) 1900 öncesi dönemdeki gelişmeler üzerine değerlendirmede bulunmuştur. Tuncer (2015), Londra Borsası'nda 1860–1913 yılları arasında işlem gören Mısır, Yunanistan ve Osmanlı İmparatorluğu tahvil getirilerini kullanarak bir inceleme yapmıştır. Tuncer (2011, 2015), *Düyun-u Umumiye*'nin kurulması sonucunda yaratmış olduğu getiri değişimleri nedeniyle, yatırımcıların Osmanlı Devleti'nin borçlarını geri ödeyebileceğini beklediklerini ifade etmiştir. Benzer şekilde, Birdal (2010) *Düyun-u Umumiye* kurulduktan sonra Avrupa borsalarındaki Osmanlı tahvil faizlerinin borçların geri ödenememe riskindeki azalışı gösterecek şekilde düştüğünü iddia etmektedir. Ayrıca, Mitchener ve Weidenmier (2010), 1870 ve 1913 arasındaki dönemde Londra Borsası'nda işlem gören çeşitli ülke tahvillerine ilişkin yaptığı çalışma ile finansal kontrol organizasyonlarının oluşturulmasından sonra tahvil getirilerinde düşüşler olduğunu gözlemlemiştir. Bu sonuç, *Düyun-u Umumiye* gibi finansal kontrol organizasyonlarının oluşturulması ile yatırımcıların borçların geri ödeneceğini beklediklerini göstermektedir. Mauro, Sussman ve Yafeh (2006) ise 1870 ve 1913 yılları arasında Londra Borsası'nda işlem gören 18 gelişmekte olan ülke tahvil getirisi verilerini (Osmanlı İmparatorluğu'nun verileri 1890 öncesi için mevcuttur.) kullanmıştır. Çalışma, 1876 yılındaki anayasal sistem tesisi gibi reformların getiriler üzerinde istatistikî olarak anlamlı etkiler yaratmadığını gözlemlemiştir. Bu bulgu, savaşların borçların geri ödenebilirliğini güçleştirdiği ve reformların yaratabileceği olumlu etkileri

azalttığı şeklinde değerlendirilmiştir. Güncel bir çalışma, İstanbul Borsası üzerine ve Konsolide Borç Tahvili fiyat verisi ile 1873–83 dönemini dikkate alarak ortaya çıkan reform ve kurumsal değişikliklerin yatırımcılar tarafından ne şekilde değerlendirildiğini inceleyen, Hanedar, Hanedar ve Çelikay (2017)'dir. Hanedar, Hanedar ve Çelikay (2017), altın standardına geçiş ve *Düyun-u Umumiye* gibi uzun soluklu, kapsamlı, devlet müdahalesini azaltan ve mali sistem üzerinde yabancı etkisini attıran değişimlerin İstanbul Borsası yatırımcıları tarafından etkili önlemler olarak değerlendirildiğini gözlemlemiştir. Avrupa piyasaları üzerine olan çalışmaların, Osmanlı İmparatorluğu'nu etkisi altına alan reform ve kurumsal değişim uygulamaları üzerine derinlemesine ve kapsamlı veri kullanımına dair eksiklikleri bulunmaktadır. Ayrıca kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in yatırımcıların gözünden incelenmesi değerlendirme kapsamında değildir. Dolayısıyla, Osmanlı İmparatorluğu'nu etkileyen ve toplumsal huzursuzlukları tetikleyen kişisel vergi uygulaması ve anayasal sistemin yeniden tesisi gibi incelenmemiş olaylarının Paris Borsası gibi işlem hacminin yüksek olduğu bir piyasadaki yatırımcılar tarafından ne şekilde değerlendirildiğinin incelenmesi imkân dâhiline çalışma ile girmektedir.

Reform Sürecinde Osmanlı İmparatorluğu: Vergi ve Anayasal Düzenlemeler

On dokuzuncu yüzyılda, Osmanlı İmparatorluğu ciddi mali sorunları ortaya çıkaran kıtlıklar, isyanlar, etkisiz vergi sistemi ve harcama disiplinsizliği gibi sorunlar ile karşı karşıya kalmıştı. Bu mali sorunlar sonucunda zaman içerisinde borçlanma gittikçe önemi artan bir araç haline almıştı. 1853 ve 1856 yılları arasında meydana gelen Kırım Savaşı ile ilk kez dış borçlanmaya başvurulmuştu. Zaman geçtikçe dış borçlanma daha görünür bir gelir kalemi haline gelmişti. Öyle ki toplam dış borçların gelirler

içindeki payı 1862 mali yılında yüzde 11 iken bu oran 1874 mali yılında yüzde 31'e yükselmişti (Kıray, 1995: s. 146; Birdal, 2010: s. 39; Suvla, 1999: s. 287; Güran, 2003: ss. 54–88).

Osmanlı Devleti'nin mali sistemindeki etkinsizliklerin çözülememesi nedeniyle zaman içerisinde artan şekilde dış borçlanmaya başvurması, borçların temin koşullarını ağırlaştırmaktaydı. Yeni borç bulmanın zorluğu ve süreklilik taşıyan mali sıkıntılar, gelir kaynaklarının yeniden düzenlenmesi ve yeni gelir kaynakları yaratmak amacıyla mali ve idari sistemde reformlar gerçekleştirilmesi taleplerini gündeme getirmekteydi. Özellikle yabancı alacaklılar 1873 yılından beri yoğun şekilde reform isteklerinde bulunmaktaydı (Kıray, 1995: ss. 147–148; Koloğlu, 1987: s. 71). Örneğin, yerel çabalar ile 20 Ocak 1874 tarihinde 1874 mali yılının bütçesinin kontrolü için bir komisyon kurulmuştu (The Times, 7 Şubat 1874: s. 6). Uzun süreli olamamasına rağmen vergi ödevi ve yönetime katılma hakkı gibi konularda yöneticilerin keyfi uygulamalarını ortadan kaldırmak amacını taşıyan Kanun-i Esasi'nin 23 Aralık 1876 yılında ilan edilmiş olması idari sistemin düzenlenmesine ilişkin önemli bir dönüşümü teşkil etmekteydi (Mauro, Sussman ve Yafeh, 2006: s. 58).

Şekil 1. Osmanlı İmparatorluğu'ndaki reformları hicveden karikatür

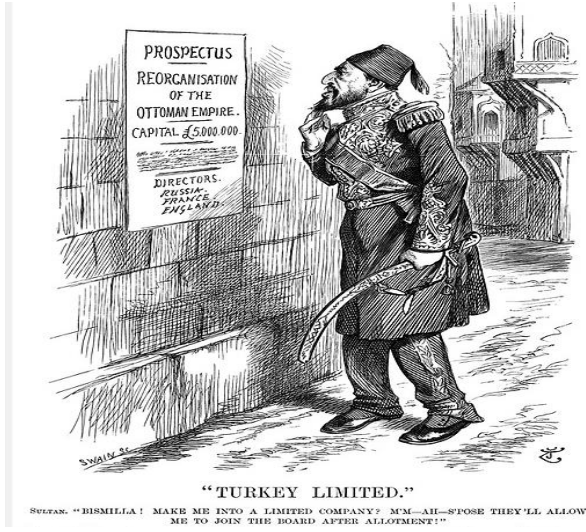


Kaynak: 6 Ocak 1877 tarihli *Punch/The London Charivari*

Bu girişimlere rağmen, Şekil 1 *Punch/The London Charivari* gazetesinde yer alan 1877 tarihli bir karikatürde, ilgili reform ve kurumsal değişim hamlelerinin balon veya sonuçsuz eylemler olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bu değerlendirmeyi doğrulayacak şekilde, 1875 yılı başlarında Osmanlı Devleti'nin iç ve dış borçları toplamının çok yüksek tutarlara ulaştığı görülmektedir. Bütçe gelirlerinin yaklaşık yüzde 60'ı dış borç anapara ve faizlerinin ödenmesine ayrılmıştı (Kıray, 1995: s. 145; Clay, 2000: s. 568–569). Sonuç olarak, iyileşmelerin yetersiz kalması ve mali çıkmazın kaçınılmaz oluşu ile Osmanlı Devleti 6 Ekim 1875 tarihli beyanatı sonucunda iflasını ilan etmişti (Vakit, 6 Ekim 1875: s. 1). İflas kararı sonrası yabancı alacaklılar uluslararası bir komisyonun kurulması yolu ile Osmanlı mali sisteminin kontrol altına alınması beklentisi içine girmişlerdi. Hükümetlerine de bu taleplerini iletmişlerdi. Ne var ki tüm bu uğraşlar kısa bir zamanda meyvesini vermeyecekti. 1877-78 Osmanlı Rus Savaşı ve daha öncesinde Balkanlarda yaşanan sorunlar tüm bu tartışmaların önüne geçmişti (Suvla, 1999: s. 275).

Osmanlı Rus Savaşı süresince yerel bankerlerden alınan borçların ödenmesi zaman geçtikçe sıkıntılı bir durum arz etmişti. Bu borçların denetimi için yerel bankerlerin talepleri sonucunda, *Rüsum-u Sitte* teşkilatı 22 Kasım 1879 tarihinde kurulmuştu. Bu teşkilat, on yıl boyunca vergi toplama ve borçların geri ödenmesi işinin idaresine yetkilendirilmişti (Kazgan, 1995: ss. 84-7). *Rüsum-u Sitte* ile sağlanan başarılı borç yönetimi; Avrupa'daki alacaklılarında dikkatini çekmişti. Alacaklılar, Londra ve Paris'te gösteriler düzenleyip, *Rüsum-u Sitte*'nin yabancı alacaklıların kontrolünde bir idare haline getirilmesini istemekteydi (Kömürcan, 1948: s. 58; Kazgan, 1995: s. 87). Bu protestoların bir ürünü olarak, *Düyun-u Umumiye*'nin 20 Aralık 1881 tarihinde kurulmasına Muharrem Kararnamesi ile karar verilmişti. *Düyun-u Umumiye* yabancı alacaklıların ve Osmanlı Devleti'nin temsilcileri tarafından yönetilip, yabancı borçların ödenmesini sağlamak amacıyla çeşitli gelirler üzerinde kontrol yetkisine sahipti (Yeniay, 1947: ss. 73–75; Eldem, 1994: s. 184). İdare kurulduktan sonra borçların geri ödeneceğine dair inanç artmış ve tahvillerin yatırımcılar tarafından elden çıkartılması azalmış ve fiyatları yükselmişti. Ayrıca etkin bir vergi toplama sisteminin yanı sıra kaçakçılığı azaltan bir yapı oluşturulabilmişti (Blaisdell, 1928: s. 153).

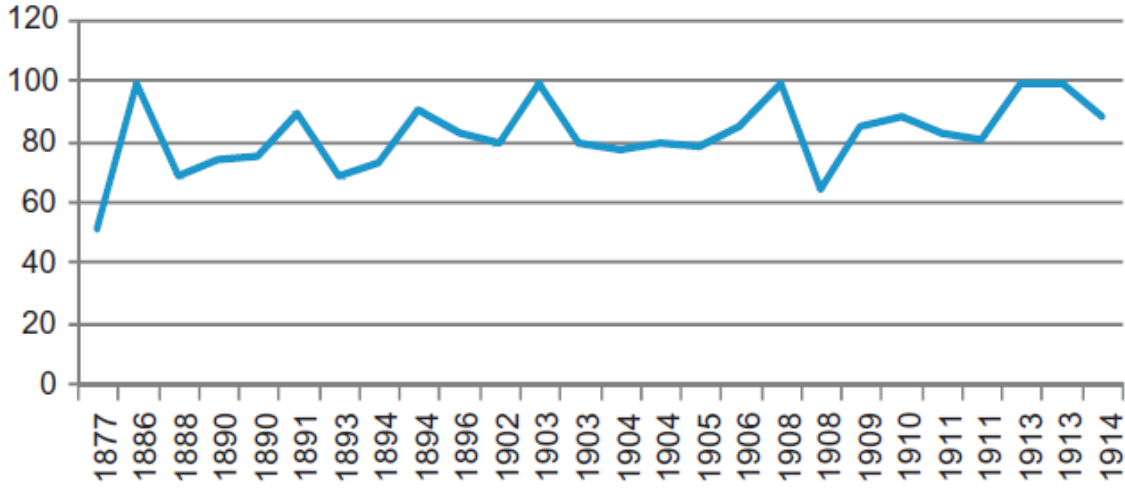
Şekil 2. Osmanlı İmparatorluğu'nda *Düyun-u Umumiye*



Kaynak: 28 Kasım 1896 tarihli *Punch/The London Charivari*

Düyun-u Umumiye sonrası mali ve idari yapıyı anlamak açısından Şekil 2’de yer alan *Punch/The London Charivari* gazetesinde yer alan karikatür bilgi sunabilmektedir. Karikatür, *Düyun-u Umumiye* ile yabancı etkisinin gittikçe arttığını ve Osmanlı İmparatorluğu’nun şirket benzeri bir yapı ile idarenin kontrolüne girdiğini iddia etmekteydi. *Düyun-u Umumiye*’nin ve Osmanlı mali sistemi üzerinde yabancı kontrolünün artışının yarattığı olumsuz algıya rağmen, Şekil 3 mali sistemin sorunlarındaki iyileşmeyi gösterecek şekilde borçlanma ile elde edilen miktarın zaman içerisinde yükselişini ortaya koymaktadır. Ancak elde edilen borç miktarında 1902 itibariyle tekrardan azalış eğilimleri bulunmaktadır. Bu esnada, Osmanlı Devleti bütçe açıklarının borç dışındaki kaynaklarla karşılanması için Ağustos 1903 tarihinde gelir arttırıcı kişisel vergi uygulamasını ortaya koymuştu.

Şekil 3. Her Borçlanmada Ele Geçen Miktarın Nominal Borçlanma Miktarına Oranı, 1877–1914 (%)



Kaynak: *Suvla* (1999, ss. 275, 285–284) ve Tuncer (2015, ss. 65–66).

Kişisel vergi uygulaması, 1903 yılında gündeme gelmiş ve Mart 1907 tarihi ile ortaya çıkan toplumsal gerilimler sonucunda yürürlükten kalkmıştı. Bu düzenleme ile Osmanlı İmparatorluğu'nun tamamında, 18 yaşından büyük ve 70 yaşından küçük erkek nüfusun tamamı vergilendirilmeye çalışılmakta idi. İlgili düzenleme, Osmanlı İmparatorluğu'nda uygulama alanı bulunan kolektif vergi sisteminden farklı olarak gelir vergisi biçiminde olmakla birlikte, reel anlamı ile ciddi bir kazanç ortaya çıkartmadığı ve kapsayıcı bir gelir vergisi olamayacak kadar istisnalar içerdiği iddia edilmektedir (Özbek, 2010, 2015). Kişisel vergi uygulamasının sona yaklaştığı Ocak 1906 ile Temmuz 1908 tarihine kadar Osmanlı İmparatorluğu'nda artan vergi yüküne karşı isyanlar meydana gelmişti (Bak. Tablo 1). Örneğin, Ocak 1906'da Kastamonu'da uygulanan vergilerin kaldırılması talebi ile toplumsal hareketler bulunmaktaydı. Benzer şekilde, Sinop ve Erzurum'da artan vergi yükünün insanları daha da güç duruma sokması sonucunda ayaklanmalar görülmüştü (Aytekin, 2013; Özbek, 2012, 2015). Kişisel vergi uygulamasının yarattığı etkinin anlaşılabilmesi açısından *La Presse ve L'Univers* gazeteleri önemli

tespitler barındırmaktadır. Uygulamanın son bulunduğu gün 24 Mart 1907 tarihli *La Presse* Osmanlı İmparatorluğu'nda Rumeli bölgesinde çeşitli iç karışıklıkların bulunduğunu ve bu nedenle Osmanlı tahvil fiyatlarında düşüşler olduğunu ifade etmekteydi (La Presse, 24 Mart 1907: s. 3). Benzer şekilde uygulamanın bitmesinden bir hayli süre sonra, L'Univers mali sistemde ciddi sorunların devam ettiğini ve tahvillerde fiyat düşüşlerinin olduğunu iddia etmekteydi (L'Univers, 7 Ekim 1907: s. 3). Son olarak, vergi ile bütçede iyileşmelerin olduğunu söylemek pek de mümkün gözükmemektedir. Örneğin, 1905 tarihli bütçede vergi sayesinde toplam gelirin yüzde 3'ü kadar artış elde edilirken, bütçe açığının gelirlere oranı yüzde 9.7 gibi önceki döneme göre yüksek bir yükseliş kaydetmişti (Güran, 2003: s. 9).

Tablo 1. Önemli İktisadi, Askeri ve Politik Olaylar, 1903–1909

Tarih	Olay
Ağustos 1903–Mart 1907	Kişisel gelir vergisi uygulaması
Kasım 1904–Ocak 1906	Yemen isyanı
Şubat 1904–Eylül 1905	Rus-Japon savaşı
Ocak 1906–Temmuz 1908	Kişisel gelir vergisi isyanları
Temmuz 1908	İkinci Meşrutiyet
Ekim 1907–Haziran 1909	1907 finansal krizi

İkinci Meşrutiyet'in ilanına, yani 23 Temmuz 1908 tarihine doğru Osmanlı İmparatorluğu'nda karışıklıklar yoğun şekilde görünür bir hal almıştı. İktisadi durum açısından Findley (1986) bu dönemde 1907 yılındaki finansal krizde etkisi ile üretimde kayıpların olduğunu, reel ücretlerde yüksek fiyat yükselişleri ile birlikte ciddi azalışların yaşandığını ifade etmektedir. Bu bağlamda, *L'Univers* gazetesinin 17 ve 22 Temmuz 1908 sayılarında ordu içindeki kargaşa nedeniyle tahvil fiyatlarında düşüşler olduğu ifade edilmekteydi (*L'Univers*, 17 Temmuz 1908: s. 3; *L'Univers*, 22 Temmuz 1908: s. 3). Öte taraftan anayasanın tesisi ile birlikte kısmi düzelmelerin ortaya çıktığını söylemek mümkündür. 27 Temmuz 1908 tarihli *The Times* ve *L'Univers* gazeteleri, İkinci Meşrutiyet ile birlikte iyileşmelerin olduğunu ve tahvillerin fiyatlarında yükselmelerin bulunduğunu iddia etmekteydi (*The Times*, 27 Temmuz 1908: s. 14; *L'Univers*, 27 Temmuz 1908: s. 4). Findley (1986), İkinci Meşrutiyet sonrasında ücret yükselişleri ve fiyatların istikrar kazanması gibi iyileşmeler sonucunda, reel anlamda iktisadi iyileşmelerin yaşandığını iddia etmiştir. Ancak zaman içerisinde politik gerilimlerin olumsuz etkiler yarattığını söylemek mümkündür. Örneğin, 6 Ağustos tarihli *The Times* padişahın hayatı ile ilgili olumsuz girişimlere ilişkin dedikoduların fiyatlarda düşüslere neden olduğunu iddia etmekteydi (*The Times*, 6 Ağustos 1908: s. 12). Benzer şekilde, *L'Univers* gazetesi 25 Nisan 1909 tarihinde padişahın tahtından indirilmesi ile sonuçlanan 31 Mart Ayaklanması'nın fiyatlarda düşüşler ortaya çıkarttığını iddia etmekteydi (*L'Univers*, 25 Nisan 1909: s. 5). Dolayısıyla, İkinci Meşrutiyet'e rağmen politik istikrarın sağlanmasında güçlüğü bulunduğunu söylemek mümkün gözükmemektedir. Şekil 4'te bu

durum İkinci Meşrutiyet'in politik çalkantılar yaratan bir karın ağrısı şeklinde gösterilmesi ile ifade edilmiştir.

Şekil 4. İkinci Meşrutiyet ve Politik Çalkantılar



Kaynak: 8 Ağustos 1908 tarihli *Le Rire* gazetesi

Model ve Veri

Çalışma, kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in Osmanlı Devleti alacaklılarınca ne şekilde değerlendirildiğini incelemektedir. Inçan ve Tiao (1994), finansal değişkenlerin varyansındaki dalgalanmaların yatırımcıların algıladıkları risk ve belirsizlikler konusunda bilgi verebileceğini ifade

etmektedir. Bu bağlamda, çalışma Paris Borsası'nda işlem gören Konsolide Borç tahvili fiyat hareketlerini ekonometrik yöntemlerle incelemektedir. İlk olarak, kişisel gelir vergisi ve İkinci Meşrutiyet uygulamalarının gerçekleştiği tarihlerde tahvil fiyatları varyansında ne şekilde bir değişme olduğu GARCH (1,1) modeli yardımı ile incelenmektedir:

$$h_t = \omega + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta h_{t-1} + \sigma X_t + \lambda C_t \quad (1)$$

GARCH (1,1) modelinde kişisel vergi ve İkinci Meşrutiyet'in meydana geldiği tarihler için kukla değişkenler, X_t , kullanılmaktadır. X_t değişkeni kişisel vergi ve anayasal düzenleme tarihleri sonrasında 1, öncesinde 0 değerini almaktadır. h_t tahvil fiyatlarından hesaplanan getiri serilerinin ($\log(\text{Tahvil Fiyat}_t) - \log(\text{Tahvil Fiyat}_{t-1})$) varyansını ifade etmektedir. Çalışmada, Konsolide Borç Tahvili'nin Paris Borsası'ndaki 1903 ve 1909 dönemindeki günlük fiyat verileri kullanılmış ve veri *The Times* gazetesinden derlenmiştir. C_t , ekonomik konjonktür ve politik istikrar gibi tahvil fiyatlarını etkileme ihtimali olan kontrol değişkenlerini göstermektedir. h_{t-1} ve ε_{t-1} varyansın ve hata teriminin geçmiş değerlerini ifade etmektedir.

Konsolide Borç Tahvili, 1886 ve 1903 tarihli borçların birleştirilmesi ve değiştirilmesi ile 500 Frank nominal değer ile piyasaya sürülmüştü (Yeniay, 1964: ss. 90–96). Tahvillerin otuz ile kırk yıl arasındaki bir dönem içinde geri ödenmesi planlanmaktaydı (Akyıldız, 2001). Ticaret ve toplanan miktar dikkate alındığında tahvil benzer dönemlerde ihraç edilen diğer tahviller içerisinde cazip bir yatırım aracıydı (Borsa Rehberi-1928, 1990: ss. 90, 337).³

³ Paris Borsası işleyişi ve detaylar için bak. Bossiere, G. 1908. *La Compagnie des Agents de Change et le Marché Officiel à la Bourse de Paris*. Paris: Arthur Rousseau.

Kişisel gelir vergisi ve İkinci Meşrutiyet uygulaması sonrasında, varyans değerinde meydana gelen azalışlar, mali ve idari sistemdeki etkinlik artışı sonucu yatırımcıların borçların geri ödenip ödenemeyeceği konusunda algılanan risk düzeyindeki düşüşleri ifade etmektedir. Örneğin, eğer ilgili olayların gerçekleştiği tarihler sonrasında yatırımcılar bu olayların gerçekleşmesi ile borçluluk üreten eski yapıların tasfiye edildiğine inanıyorlarsa, σ katsayısı negatif ve istatistikî olarak anlamlı bir değer olacaktır. Bu sonuç, olayların yatırımcılar tarafından idari ve mali sistemin sorunlarını çözmede etkin olarak değerlendirildiğini ve bu nedenle borçların geri ödenip ödenebilirliği konusunda algılanan risk düzeyinde azalma olduğunu ifade etmektedir.

GARCH (1,1) modelinde, varyans değerinde kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet sonucunda ortaya çıkacak değişimler dışsal olarak belirlenmektedir. Tahvil fiyatlarını ve dolayısıyla varyansı etkileyen diğer birçok politik ve iktisadi olay bulunmaktadır. Tüm bu olayların hem veri kısıtı hem de ekonometrik sorunlar nedeniyle değerlendirilmesi güçtür. Bu durum, GARCH (1,1) modelinden elde edilen sonuçların sapmalı olmasına neden olabilmektedir. Bu tür sorunların üstesinden gelinebilmesi ve GARCH (1,1) modelinden elde edilen sonuçların tutarlılığının kontrolü için Inçlan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen ve varyans değerlerindeki yapısal değişme tarihlerini içsel olarak belirleyen yaklaşım, alternatif olarak çalışmada kullanılmaktadır.

Inçlan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen modelde, Birikimli Toplam Hata Kareleri (ICSS) yaklaşımı ile varyans serilerinde meydana gelen ve alacaklıların risk algısındaki değişimleri gösteren tarihler içsel olarak tespit edilmektedir. Inçlan ve Tiao (1994)'nın geliştirdiği modelin kırılma sayısına ilişkin herhangi bir dışsal varsayım yapmaması ve fiyatlar yerine risk ölçümünün temel değişkeni olan varyans değerleri üzerine odaklanması, çalışmada Bai ve Perron (1998, 2003) tarafından geliştirilen

benzer bir modelin yerine tercih edilmesinin temel nedenidir. Varyans değerinde meydana gelen değişimleri tespit etmek ve ilgili tarihleri belirlemek adına ICSS şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$D_k = (C_k / C_t) - k/T, \quad k = 1, \dots, T \quad \text{ve} \quad D_0 = D_k = 0 \quad (2)$$

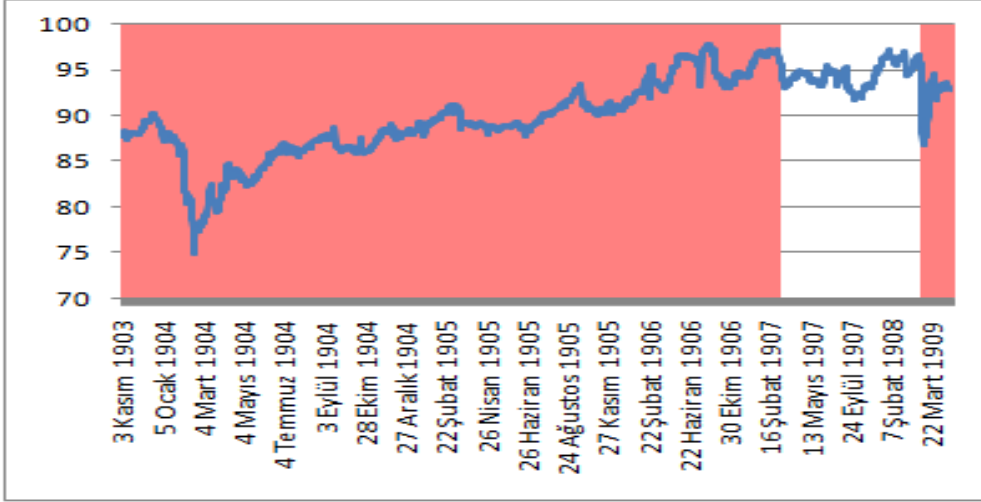
İlgili denklemde $C_t = \sum_{t=1}^k \varepsilon_t^2$ Birikimli Toplam Hata Kareleri ifade etmektedir. Varyans değerindeki yapısal değişimler, D_k değerlerindeki dalgalanmalar ile belirlenmektedir. Eğer herhangi bir tarihte D_k değeri kritik değerin üstünde yer alıyorsa, varyansta kırılma olduğu ifade edilmektedir. Daha sonrasında, varyans değerlerinde içsel olarak belirlenmiş yapısal değişme tarihlerinin kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in uygulandığı tarihlere denk gelip gelmediği incelenmektedir. Eğer kırılma tarihleri ilgili olayların meydana geldiği tarihlere karşılık geliyor ve tahvil fiyatlarında yükselişler bulunuyor ise, mali ve idari sistemin etkin hale geldiği konusunda olumlu bir beklenti bulunduğu anlamına gelmektedir.

Sonuçlar

Betimsel sonuçlar

Şekil 5, Konsolide Borç Tahvili'nin Paris Borsası'nda 1903 ve 1909 yılları arasında günlük kapanış fiyatlarını göstermektedir. Koyu renkli olarak gösterilen ilk aralık kişisel vergi uygulamasının gerçekleştirildiği, ikinci aralık ise anayasal sisteme tekrar geçişin olduğu dönemi ifade etmektedir.

Şekil 5. Konsolide Borç Tahvil Fiyatları, 1903–1909 (Frank olarak)



Kaynak: *The Times*, 1903–1909.

Dönem içerisinde, isyan ve savaş gibi riskli durumların varlığına rağmen, tahvil fiyatlarında güçlü bir artış eğilimi olduğu görülmektedir. Kişisel vergi uygulamasının bulunduğu dönem içerisinde fiyatlar artmaktadır. Kişisel vergi uygulamasının yarattığı isyanlar 1906 yılında başlayarak ikinci koyu renkli kısım olan anayasal düzenin tekrar kurulmasına kadar devam etmiştir. 1906 tarihinde kısa vadeli fiyat düşüşleri bulunmaktadır. 1907 yılı itibariyle fiyatlarda azalış yönlü bir eğilim ortaya çıkmıştır. Ancak fiyatlar 1908 tarihine gelmeden tekrar yükselişe geçmiştir. Bu sonuç, kişisel vergi uygulamaları ile birlikte ortaya çıkan huzursuzluklara rağmen Paris Borsası'nda Osmanlı Devleti mali sistemine ilişkin artan bir risk algısının uzun dönemde var olmadığına işaret edebilmektedir. 1908 yılında İkinci Meşrutiyet ile birlikte ise ciddi bir fiyat düşüşünün ortaya çıktığı gözlemlenmiştir. Fiyatlar bu düşüş sürecinden bir süre sonra tekrar toparlanmış ve yükselişe geçmiştir. Bu durum anayasal sistemin yeniden tesisi ve keyfi uygulamaların sınırlandırılacak olmasının yatırımcılar açısından olumlu

olarak değerlendirildiğini ortaya koymaktadır. Ancak fiyatların bir daha eski düzeyine gelmemesi Paris Borsası'nda İkinci Meşrutiyet süresince meydana gelen toplumsal kargaşanın riskli bir durum olarak değerlendirildiği anlamına gelmektedir.

Tablo 2, kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in GARCH (1,1) modeli yardımıyla varyans ve dolayısıyla yatırımcıların risk algılamaları üzerindeki etkisini göstermektedir.

Tablo 2. Tahvil Fiyatı Varyans ve Ortalama Değişim, 1903–1909

Olaylar	Varyans Değişimi	Ortalama Fiyat Değişimi (%)
Kişisel Vergi Uygulaması	0.43 ^{***}	-5 ^{***}
İkinci Meşrutiyet	3.41 ^{***}	2 ^{***}
Vergi İsyanları	0.14	7 ^{***}
1907 Finansal Krizi	-0.09	4 ^{***}
Rus-Japon Savaşı	0.35	-6 ^{***}
Yemen İsyanı	-1.28 ^{**}	-1 ^{***}
31 Mart Vakası	-2.13	2

Notlar: Ortalama değişkenlik üzerinde ilgilenilen olayların etkileri, fiyat getirisi ve GARCH (1, 1) kullanılarak hesaplanmıştır. *** ve ** % 1 ve % 5 düzeyinde istatistikî olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Kişisel vergi uygulamasının yürürlüğe girdiği dönem içerisinde varyans artış göstermiş ve diğer dönemlere göre 0.43 birim gibi daha yüksek bir düzeyde seyretmiştir. Fiyatların bu dönem içerisinde ortalama olarak yüzde 5 gibi düşük bir düzeyde olduğu gözlemlenmiştir. Her iki değerde istatistikî olarak sıfırdan farklıdır. Bu bağlamda, kişisel vergi uygulamasının olduğu dönem içerisinde yatırımcıların tahvile olan taleplerini azalttığı iddia edilebilir. İlave olarak, fiyat değişkenliği bu dönemde yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bu sonuç, yatırımcıların kişisel vergi uygulamasını riskli bir uygulama olarak gördükleri şeklinde yorumlanabilir. İlginç bir durum, vergi isyanlarının ortaya çıktığı dönemlerde varyans değerinde istatistikî olarak bir farklılık olmamasına rağmen tahvil fiyatında yüzde 7 gibi yüksek bir artış gerçekleşmiş olmasıdır.

İkinci Meşrutiyet döneminde varyans değerinde 3.41 gibi yüksek bir düzeyin olduğu görülmektedir. Fiyatların diğer dönemlere göre yüzde 2 daha yüksek olduğu ve her iki değer de istatistikî olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. İlgili sonucu dikkate alarak, İkinci Meşrutiyet'in yatırımcılar tarafından olumlu olarak değerlendirildiğini söylemek mümkündür. Tahvil talebinde bu bağlamda ilgili dönem süresince artış eğilimi bulunduğunu söylemek mümkündür. Tablo 2'den elde edilen sonuçlar özetlendiğinde, kişisel vergi uygulamasının mali ve idari yapının düzenlenmesi konusunda yetersiz, İkinci Meşrutiyet'in ise ortaya çıkan tüm toplumsal huzursuzluklara rağmen etkili olarak algılandığını söylemek mümkündür.

Tablo 2'de ayrıca, Rus-Japon Savaşı, 1907 finansal krizi ve iç politik huzursuzlukların olduğu dönemlerde ciddi bir fiyat değişkenliğinin bulunmadığı görülmektedir. Ancak Rus-Japon Savaşı'nın olduğu dönemde fiyatların yüzde 6 gibi daha düşük bir düzeyde olması savaşın kısa dönemli olarak

yarattığı olumsuz iktisadi sonuçları anlamak açısından bilgi vericidir. İstisnai bir diğer durumun ise Yemen İsyanı olduğunu söylemek mümkündür. Elde edilen sonuçlar isyan sırasında fiyatlarda ve dalgalanmalarda istatistikî olarak anlamlı düşüşün var olduğunu göstermektedir. Bu bağlamında talep azalışı yaratacak şekilde Yemen İsyanı'nın olumsuz olarak değerlendirildiğini söylemek mümkün gözükmemektedir.

GARCH (1,1) modeli ile yapılan tahminlerin sapmalı olma ihtimali nedeniyle, Tablo 3'de Inclan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen yaklaşım ile varyans değerindeki yapısal değişimler içsel olarak tespit edilmektedir. Sütun (1)'de varyans değerinde meydana gelen yapısal değişimlerin bulunduğu tarihler gösterilmektedir. Sütun (2), ilgili yapısal değişim tarihlerinde tahvil fiyatındaki yüzdelik değişimi göstermektedir. Bu hesaplama anlık olarak ilgili tarihlerdeki olaylar nedeniyle tahvil fiyatlarında meydana gelmiş değişimi göstermektedir. Sütun (3), ilgili yapısal kırılma tarihlerinden sonra tahvil fiyatının ortalama değeri ile önceki dönemdeki ortalama değeri arasındaki farkının yüzdelik cinsten ifadesini belirtmektedir. Bu değişim ile yapısal kırılma tarihlerindeki olayların yarattığı uzun dönemli beklenti değişimini incelemek mümkün olmaktadır.

Tablo 3. Tahvil Fiyatı Varyansı ve Yapısal Kırılma Tarihleri, 1903–9

Tarihler	Anlık Fiyat Değişmeleri	Uzun Vadeli Fiyat Değişmeleri	Olaylar
5/02/1904	-3.85	0.02	Rusya ve Japonya arasında gerilim
22/02/1904	12.60	0.04	--
20/04/1904	-2.45	0.07	Rus-Japon Savaşı

18/03/1905	-13.60	0.07	Rus-Japon Savaşı
8/09/1905	0.00	0.07	Fas sorunu
18/09/1905	-2.10	0.07	Fas sorunu
22/02/1906	-0.00	0.07	Fas sorunu
17/03/1906	0.00	0.07	Fas sorunu
25/07/1906	0.00	0.07	Rusya'da politik çalkantılar
28/07/1906	0.00	0.06	Rusya'da politik çalkantılar
17/09/1906	0.00	0.06	Fransa ve Rusya ile ilgili konular
16/10/1906	0.00	0.06	İktisadi sorunlar ve Rusya'daki politik gelişmeler
4/06/1908	-0.00	0.02	--
28/09/1908	0.04	0.03	Bulgaristan'daki karışıklıklar

Notlar: Kırılma tarihleri Inclan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen ICSS yaklaşımı ile elde edilmiştir. Anlık Değişme kırılma tarihlerindeki yüzdesel değişmeyi, uzun vadeli değişme ise tahvil fiyatında ilgili yapısal kırılma tarihlerinden sonra ortalama değeri ile önceki dönemdeki ortalama değeri arasındaki farkının yüzdelik cinsten ifadesini belirtmektedir. Yapısal kırılma tarihlerinde gerçekleşen olaylar *The Times* ve *L'Univers* gazetelerinin Paris Borsası'na ilişkin sütunundan elde edilmiştir.

Tablo 3'de varyans değerinde yüksek değişmelerin meydana geldiği tarihler ile kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet'in uygulandığı dönemlerin örtüşüp örtüşmediği değerlendirilmektedir. Kişisel vergi uygulaması, Ağustos 1903 ve Mart 1907 döneminde uygulanmıştır. Tablo 3'de son iki kırılma tarihi dışında tüm kırılma tarihleri bu dönem içerisinde

bulunmaktadır. Bazı kırılma tarihlerinde kısa vadeli fiyat düşüşleri olmakla birlikte, uzun dönemli olarak fiyatlarda artış eğilimi bulunmaktadır. Temmuz 1908 tarihinde İkinci Meşrutiyet ilan edilmiştir. İkinci Meşrutiyet'in hemen öncesi, 4 Haziran 1908 tarihinde bir kırılma tarihi tespit edilmiştir. Bu tarihte kısa vadeli bir fiyat düşüşü bulunmaktadır. Ayrıca uzun vadede fiyat artışları yüzde 6'dan yüzde 2 gibi bir düzeye düşmüştür. Diğer bir kırılma tarihi ise 28 Eylül 1908 tarihinde tespit edilmiştir. Bu tarih sonrasında fiyatlarda hem kısa hem de uzun vadeli olarak artışlar bulunmaktadır.

Varyans değerinin spesifik olarak hangi olaylar tarafından belirlendiğini değerlendirilebilmek için ilgili yapısal kırılma tarihlerinde meydana gelen olaylar *The Times* gibi çeşitli gazetelerde piyasaya ilişkin değerlendirme içeren köşe yazıları ile incelenmektedir. Elde edilen sonuçlar Sütun (4)'te listelenmiştir. İlk dört kırılma tarihinin Rus-Japon Savaşı ile bağlantılı olduğu görülmektedir. 5 Şubat 1904 tarihinde *The Times* ve *L'Univers* gazetelerinde yer alan makaleler Rusya ve Japonya arasında gerginliğin arttığını ve savaşa dönüşme ihtimali nedeniyle Paris Borsası'nda fiyat düşüşlerinin bulunduğunu iddia etmekteydi (The Times, 1904: s. 9; L'Univers, 5 Şubat 1904: s. 4). 23 Şubat 1904 tarihinde *The Times* gazetesi Paris Borsası'nda fiyat iyileşmelerinin olduğunu, her hangi bir neden ortaya koymadan belirtmişti (The Times, 1904: s. 10). 20 Nisan 1904 tarihli *L'Univers* gazetesi Paris Borsası'nda Rus-Japon savaşına bağlı fiyat dalgalanmalarının bulunduğunu ileri sürmekteydi (L'Univers, 20 Nisan 1904: s. 4). 21 Nisan 1904 tarihinde *The Times* gazetesi Rus-Japon Savaşı'na ilişkin söylentilerin Paris Borsası'nda fiyat düşüşleri yarattığını iddia etmişti (The Times, 1904: s. 11). Benzer şekilde, 18 Mart 1905 tarihli *The Times* ve *L'Univers* gazeteleri ise Rus-Japon Savaşı'nın olumsuz beklentiler yarattığı ve bunun sonucunda Paris Borsası'nda fiyat düşüşlerinin olduğunu ileri sürmüştü (The Times, 1905: s. 13; L'Univers, 18 Mart 1905: s. 4).

Daha sonrasında yer alan dört kırılma tarihinin ise Almanya ve Fransa arasındaki Fas sorunu ile bağlantılı olduğu görülmektedir. 7 ve 8 Eylül 1905 tarihli *The Times* ve *L'Univers* gazeteleri Almanya ve Fransa arasında Fas üzerine olan çekişmelere rağmen fiyatlarda iyileşmelerin bulunduğunu ileri sürmekteydi (The Times, 1905: s. 10; L'Univers, 8 Eylül 1905: s. 4). 18 Eylül 1905 tarihli *The Times* gazetesi ise Fas'a dair çekişmeler nedeniyle fiyatlarda düşüşler gözlemlendiğini iddia etmekteydi (The Times, 1905: s. 12). 22 Şubat 1906 tarihli *The Times* gazetesi Paris Borsası'nda Fas sorunu üzerine tartışmaların şiddetlenmesine rağmen fiyatlarda yükselişler bulunduğunu ileri sürmekteydi (The Times, 1905: s. 10). 17 Mart 1906 tarihli *The Times* ve *L'Univers* gazeteleri Fas soruna ilişkin çeşitli çözümlerin ortaya konulması ve olumlu beklentilere rağmen Paris Borsası'nda fiyat dalgalanmalarının bulunduğunu iddia etmekteydi (The Times, 1906: s. 16; L'Univers, 17 Mart 1906: s. 4).

Diğer dört kırılma tarihinin Rusya ve Fransa'daki iktisadi ve politik olaylar ile bağlantılı olduğunu söylemek mümkün görülmektedir. 26 ve 30 Temmuz 1906 tarihli *The Times* gazetesinde yer alan bir makale piyasada olumlu ve olumsuz beklentilerin birlikte var olduğunu belirtmişti. Bu durum sonucunda fiyatlarda dalgalanma gözlemlendiği ifade edilmekteydi (The Times, 1906: s. 10; 1906: s. 12). İlave olarak, *L'Univers* gazetesi 25 Temmuz 1906 tarihinde piyasadaki olumsuz beklentiler ile fiyat düşüşlerinin Rusya'da meydana gelen iç politik çalkantılar sonucunda oluştuğunu ve tüm tahvil fiyatlarında azalışların var olduğunu ileri sürmekteydi (L'Univers, 25 Temmuz 1906: s. 4). 28 Temmuz 1906 tarihli *L'Univers* gazetesi ise piyasada olumsuz beklentilerin etkisini kaybettiğini ve bu durumun Rusya'dan gelen reform yapılanacağına dair açıklamalar ile bağlantılı olduğunu ifade etmekteydi (L'Univers, 28 Temmuz 1906: s. 4). 18 Eylül 1906 tarihli *The Times* gazetesinde Fransa'daki iktisadi sorunlar ve Rusya'da iç politik çalkantıların fiyatlarda dalgalanma yarattığı ileri sürülmekteydi

(The Times, 1906: s. 10). 17 Ekim 1906 tarihli *The Times* gazetesinde ise fiyat dalgalanmaları bulunduğu iddia edilmekteydi (The Times, 1906: s. 12).

Son iki kırılma tarihi Haziran ve Eylül 1908 tarihlerine denk gelmektedir. Bu yapısal değişim dönemlerinin Balkanlardaki politik gerilimler ile bağlantılı olması muhtemeldir. 4 ve 6 Haziran 1908 tarihli *The Times* gazetesinde fiyat dalgalanmaları ve iyileşmelerinin olduğu ileri sürülmekteydi (The Times, 1908: s. 12; 1908: s. 10). Ancak, piyasa ile bağlantılı herhangi bir neden üzerine açıklama bulmak mümkün olmamaktadır. İlgili tarihler boyunca Balkanlarda bazı politik sorunların ve kargaşaların varlığının, fiyatlarda dalgalanma yaratmış olması muhtemeldir. 26 ve 27 Eylül 1908 tarihli *L'Univers* gazetesinde yer alan çeşitli makaleler, Bulgaristan ve Osmanlı İmparatorluğu arasındaki politik gerilimler sonucunda piyasalarda belirsizlik ve dalgalanmalar olduğunu, ancak fiyatların yükseldiğini iddia etmekteydi (L'Univers, 26 Eylül 1908: s. 4; L'Univers, 27 Eylül 1908: s. 4). Bu bağlamda, İkinci Meşrutiyet dönemi içerisinde ortaya çıkan politik huzursuzluklara rağmen, olumsuz bir beklentinin var olmadığını söylemek mümkün gözükmemektedir. Elde edilen sonuç, Tablo 2 ile tutarlılık sağlamaktadır.

Tablo 3'de yer alan kırılma tarihlerine dair inceleme dikkate alındığında, kişisel vergi uygulamasının yatırımcılar açısından Rus-Japon Savaşı veya Rusya'daki politik kargaşalıklar kadar önemli bir olay olarak görülmediğini söylemek mümkün gözükmemektedir. Rus-Japon Savaşı sonucunda Rusya ve Osmanlı İmparatorluğu arasında ileride çıkabilecek bir gerilimin olasılığında azalma (Hanioglu, 2008: s. 133), savaşın diğer olaylara göre önemini arttırmış olabilir. Ayrıca Osmanlı İmparatorluğu'nu da etkileyen Fas Sorunu gibi olaylar, kişisel vergi uygulamasının geri planda

kalmasını sağlamıştır denilebilir. İkinci Meşrutiyet'in ise Osmanlı İmparatorluğu'nu politik olarak etkileyen sorunlar yaratmasına rağmen, olumlu şekilde yansımaları bulduğu görülebilmektedir. İlgili dönem içerisinde, yatırımcıların Rus-Japon Savaşı, Fas sorunu gibi politik olaylarla daha ilgili oldukları gözükmektedir. Özetle, Tablo 2 ve 3'te yer alan sonuçlar kişisel vergi uygulamaları ve ortaya çıkan iç huzursuzluklarının yatırımcılar açısından risk farklılığı yaratan önemli olaylar olarak değerlendirilmediği şeklinde yorumlanabilir. İkinci Meşrutiyet'in toplumsal sorunların yoğun olduğu bir dönem içerisinde gerçekleşmesine rağmen, yatırımcılarca olumlu olarak değerlendirildiği söylenebilir.

Genel Değerlendirme

1870 ve 1914 yılları arasında, Osmanlı İmparatorluğu kıtlıklar, isyanlar, savaşlar gibi sorunlar ile sıklıkla karşılaşmıştı. Sorunlar karşısında geleneksel idari ve mali yapı çözüm üretememekteydi. Bu nedenle, ilgili dönem Avrupa ekonomileri ile eklemlenme ve modernleşme çabaları ile çözümler üretilmesine sahne olmuş ve yerel ve uluslar arası düzeyde birçok öneri gündeme gelmişti. Yapılan reform ve kurumsal değişiklik uygulamaları arasında anayasa hareketleri, altın standardına geçiş ve *Düyun-u Umumiye* gösterilebilir. 1903 yılında Osmanlı Devleti sıradan hale gelmiş bütçe açıklarını karşılayabilmek için geleneksel vergileme sisteminden uzaklaşarak, vergi tabanını genişleten kişisel vergi uygulamasına başvurmuştu. Ayrıca, idari sistemin ortaya koyduğu uygulamalardan doğan hoşnutsuzluklar karşısında anayasanın tekrar yürürlüğe girmesi talepleri artmış ve 1908 yılında mutlak otorite tekrardan sınırlanmıştı (Özbek, 2010; Hanedar, Hanedar ve Çelikay, 2017).

Çalışma, 1903–1909 döneminde Osmanlı İmparatorluğu’nu etkileyen kişisel vergi uygulaması ve İkinci Meşrutiyet’in Paris Borsası’ndaki yatırımcılarca nasıl değerlendirildiğini konu etmektedir. GARCH (1,1) ve Inclan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen modellerden elde edilen sonuçlar, fiyat dalgalanmalarının 1903 yılındaki kişisel vergi uygulamasından ziyade Rus-Japon Savaşı gibi uluslar arası niteliği olan sorunlarla bağlantılı olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda, kişisel vergi uygulamasının yatırımcılar üzerindeki etki düzeyinin politik kargaşaların yarattığı olumsuz sonuçlar dikkate alındığında düşük olduğu söylenebilir. İkinci Meşrutiyet’in uygulandığı dönem içerisinde fiyat artışları gözlemlenmiştir. Dönem içerisinde Bulgaristan’ın bağımsızlık ilanı gibi politik çalkantıların ciddi fiyat dalgalanmaları yarattığı ve İkinci Meşrutiyet’in uzun dönemde fiyat artışları yaratan olumlu etkilerini sınırladığı iddia edilebilir. Bu sonuç ekseninde, İkinci Meşrutiyet ile ortaya çıkan kargaşalara rağmen, yatırımcıların idari sisteme güven sorununun azaldığını söylemek mümkündür. Son olarak, kişisel gelir vergisi uygulaması bağlamında ortaya çıkan toplumsal çalkantıların önem düzeyinin düşük, İkinci Meşrutiyet’in yarattığı politik krizlerin önemli etkiler yarattığı bulunmuştur. Literatürde reformlar üzerine değerlendirme yapan çalışmaların aksine büyük politik kargaşaların varlığına rağmen idari yapıdaki keyfiyeti kaldırmayı öngören uygulamaların yatırımcılar tarafından etkili olarak değerlendirilebildiği ortaya konulmuştur.⁴

Sonuç

Çalışma, 1903 ve 1909 döneminde Paris Borsası’nda işlem gören Osmanlı Konsolide Borç Tahvil fiyat hareketleri yardımı ile kişisel vergi uygulaması ve anayasanın tekrar tesisinin yatırımcılar tarafından

⁴ Bak. Mauro, Sussman ve Yafeh (2006).

mali ve idari sistemin uzun zamandan beri yüklendiği sorunların giderilmesinde etkili olarak algılanıp algılanmadığını değerlendirmektedir. Birinci Dünya Savaşı öncesi dönem, Osmanlı İmparatorluğu'nda modernleşme ve Avrupa ekonomileri ile eklemlenme girişimlerinin yoğun şekilde yaşandığı bir zaman dilimiydi. Bu açıdan, eski sistemin ortaya çıkarttığı mali ve idari etkinsizlikler yeni önlemler bütünü ile düzeltilmeye çalışılmaktaydı. Öte taraftan her iki uygulama, toplumsal huzursuzlukların ciddi boyutlara ulaşması ile paralel şekilde gelişmişti. Özbek (2010, 2015) gibi çalışmalar ve çeşitli gazete yazıları, ilgili olayların etkileri konusunda genel bir çerçeve sağlamaktadır. Özellikle bu olayların toplumsal kargaşalar bağlamında etkilerinin kapsamlı ve veriye dayalı olarak değerlendirilmesi bulunmamaktadır. Çalışma bu açıdan, tercih edilen yöntemler ve ortaya konulan etkiler açısından literatüre yeni bir bakış açısı getirmekte ve katkı sunmaktadır.

Sonuçlar, 1903 yılı itibariyle uygulamaya giren ve 1907 yılı ile toplumsal huzursuzluklar sonucunda yürürlükten kaldırılan kişisel vergi uygulamasının fiyat dalgalanmalarından sınırlı ölçüde sorumlu olduğunu göstermiştir. İlgili dönem içerisinde Osmanlı Konsolide Borç Tahvili fiyatlarındaki dalgalanmaların kişisel vergi uygulaması ve Osmanlı İmparatorluğu bünyesinde ortaya çıkan huzursuzluklardan ziyade Rus-Japon Savaşı ve uluslar arası gerilimlerin sonucu olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, politik olayların varlığı ve kişisel vergi uygulamasının geliri arttırmayı amaçlayan sınırlı niteliği etkinin düşüklüğünün açıklanması konusunda önemlidir. İkinci Meşrutiyet ile ortaya çıkan anayasal düzen ile birlikte fiyatlarda dalgalanmalar ve yükselişler olduğu bulunmuştur. İkinci Meşrutiyet ile uzun zamandan beri yerleştirilmeye çalışılan keyfi uygulamalardan uzak bir yönetim yapısının, toplumsal huzursuzluklara rağmen olumlu karşılandığı söylenebilir. Elde edilen sonuçlar ışığında, sadece gelir artışını hedefleyen sınırlı reformların etkin olarak algılanmadığını, politik

krizlerin dönüşümlerin etkilerini bastırarak kadar önemli yansımaları olduğunu, keyfi yönetim uygulamalarını sınırlayan ve müdahaleyi azaltıcı politikaların ise önemli kilit taşları olarak görüldüğünü söylemek mümkündür. Çalışma, elde ettiği sonuçlar ile politik kargaşaların olduğu bir dönemde idari ve mali sistemdeki dönüşüm üzerine kapsamlı bilgi içermeyen literatüre katkı yapmaktadır. Veri kısıtları nedeniyle, farklı piyasalar ile ilgili değerlendirme yapılamaması, sonuçların tutarlığı konusunda çalışmanın yaptığı katkının genişletilmesi açısından ilave veri toplanması konusunu önemli hale getirmekte ve gelecekteki incelemelere yol göstermektedir.

Kaynakça

Abramitzky, R. (2015). Economics and the modern economic historian. *The Journal of Economic History*, 75(4), 1240–1251.

Akyıldız, A. (2001). Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri. İstanbul: Türk Ekonomi Bankası.

Aytekin, E. A. (2013). Tax revolts during the Tanzimat period (1839–1876) and before the Young Turk revolution (1904–1908): Popular protest and state formation in the late Ottoman Empire. *Journal of Policy History* 25(3), 308–333.

Birdal, M. (2010). The Political economy of Ottoman public debt, insolvency and European control in the late nineteenth century. Londra: I. B. Tauris and Co Ltd.

Blaisdell, D. (1928). European financial control in the Ottoman Empire: A study of the establishment, activities, and significance of the administration of the Ottoman public debt. New York: Columbia University press.

Bordo, M. D. ve Rockoff, H. (1996). The Gold standard as a good housekeeping seal of approval. *The Journal of Economic History* 56 389–428.

Borsa Rehberi-1928. (1990). Osmanlı Dönemi borsa ve mali sistemi. Cilt 2. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Clark, G. (1996). The Political foundations of modern economic growth: England, 1540–1800. *The Journal of Interdisciplinary History* 26, 563–588.

Dasgupta, A. ve Ziblatt, D. (2015). How Did Britain democratize? Views from the sovereign bond market. *Journal of Economic History* 75(1), 1–29.

Eldem, V. (1994). Osmanlı İmparatorluğu'nun iktisadi şartları hakkında bir tetkik. İstanbul: Türk Tarih Kurumu yayınları.

Findley, C. V. (1986). Economics bases of revolution and respression in the late Ottoman Empire. *Comparative Studies in Society and History* 29(1), 81–106.

Flandreau, M., Zumer, J. H. (2004). Bonds and brands: lessons from the 1820s. CEPR discussion paper. No. 6420.

Güran, T. (2003). Osmanlı mali istatistikler bütçeler 1841–1918. Ankara: T.C. Başbakanlık Devlet İstatistikler Enstitüsü.

Hanedar, E. Y., Hanedar, A. Ö., ve Çelikay, F. (2017). Reforms and Supervisory Organizations: Lessons from the History of the Istanbul Bourse, 1873–1883. *Research in Economic History* 3, 115—137.

Hanioğlu, M. Ő. (2008). A brief history of the Late Ottoman Empire. Princeton: Princeton University press.

Hauptert M. (2006). History of Cliometrics, Diebolt C., Hauptert M. (Eds.): Handbook of Cliometrics, Berlin: Springer.

Inclan, C. ve Tiao, G. (1994). Use of the cumulative sums of squares for retrospective detection of changes of variance. *Journal of the American Statistical Association* 89, 913–923.

Kazgan, H. (1995). Tarih Boyunca İstanbul Borsası. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Kıray, E. (1995). Osmanlı'da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar. İstanbul: İletişim yayınları.

Koloğlu, O. (1987). Abdülhamid gerçeği. İstanbul: Gür yayınları.

Kömürcan, K. (1948). Türkiye İmparatorluk devri dış borçlar tarihçesi (Düyunu Umumiye tarihçesi), İstanbul: MEB İstanbul Yüksek Ekonomi ve Ticaret Okulu yayınları.

L'Univers (17 Mart 1906), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (17 Temmuz 1908), Bulletin Financier, 3.

L'Univers (18 Mart 1905), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (20 Nisan 1904), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (22 Temmuz 1908), La Semaine Financiere, 3.

L'Univers (25 Nisan 1909), Fonds d'Etats et Villes, 5.

L'Univers (25 Temmuz 1906), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (26 Eylül 1908), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (27 Eylül 1908), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (27 Temmuz 1908), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (28 Temmuz 1906), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (5 Şubat 1904), Bulletin Financier, 4.

L'Univers (7 Ekim 1907), Fonds d'Etat, 3.

L'Univers (8 Eylül 1905), Bulletin Financier, 4.

La Presse (24 Mart 1907), Bourse de Paris, 3.

Mauro, P., Sussman, N. ve Yafeh, Y. (2006). Emerging markets and financial globalization: Sovereign bond spreads in 1870–1913 and today. Oxford: Oxford University press.

Mitchener, K. J. ve Weidenmier, M. D. (2010). Super sanctions and sovereign debt repayment. *Journal of International Money and Finance* 29,19–36.

North, D. C. ve Weingast, B. R. (1989). Constitutions and commitment: The evolution of institutional governing public choice in seventeenth-century England. *The Journal of Economic History* 49, 803–832.

Özbek, N. (2010). Osmanlı İmparatorluğu'nda Gelir Vergisi: 1903–1907 Tarihli Vergi-i Şahsi Uygulaması, *Tarih ve Toplum Yeni Yaklaşımlar*, 10 43–80.

Özbek, N. (2012). The Politics of taxation and the “armenian Question” during the Late Ottoman Empire, 1876-1908. *Comparative Studies in Society and History*, 54(4) 770–797.

Özbek, N. (2015). İmparatorluğun Bedeli, Osmanlı'da Vergi, Siyaset ve Toplumsal Adalet, 1839–1908.

İstanbul: Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi.

Stasavage, D. (2016). What we can learn from the early history of sovereign debt. *Explorations in Economic History* 59, 1–16.

Sussman, N. ve Yafeh, Y. (2000). Institutions, reforms, and country Risk: Lessons from Japanese government debt in the Meiji era. *The Journal of Economic History*, 60(2) 442–467.

Sussman, N. ve Yafeh, Y. (2006). Institutional reforms, financial development and sovereign debt: Britain 1690–1790. *The Journal of Economic History*, 66(4) 906–935.

Suvla, R. Ş. (1999). Tanzimat devrinde istikrazlar. *Tanzimat 1*. İstanbul: Milli Eğitim Bakanlığı yayınları.

The Times (17 Ekim 1906), Continental Bourses, 12.

The Times (17 Mart 1906), Continental Bourses, 14.

The Times (18 Eylül 1906), Continental Bourses, 10.

The Times (18 Mart 1905), Continental Bourses, 13.

The Times (19 Eylül 1905), Continental Bourses, 10.

The Times (21 Nisan 1904), Continental Bourses, 11.

The Times (22 Şubat 1906), Continental Bourses, 12.

The Times (23 Şubat 1904), Continental Bourses, 10.

The Times (26 Temmuz 1906), Continental Bourses, 10.

The Times (27 Temmuz 1908), Continental Bourses, 14.

The Times (30 Eylül 1908), Continental Bourses, 13.

The Times (30 Temmuz 1906), Continental Bourses, 14.

The Times (4 Haziran 1908), Continental Bourses: 18.

The Times (5 Şubat 1904), Continental Bourses, 9.

The Times (6 Ağustos 1908), The Stock Exchange, 12.

The Times (6 Haziran 1908), Continental Bourses, 19.

The Times (7 Eylül 1880), Turkish finance, 4.

The Times (7 Eylül 1905), Continental Bourses, 10.

The Times (7 Şubat 1874), The Turkish budget, 6.

Tuncer. A. C. (2015). Sovereign debt and international financial control: The Middle East and the Balkans, 1870–1914. Basingstoke, U.K: Palgrave Macmillan.

Vakit (6 Ekim 1875), Tahriratın tercümesidir, 1.

Yeniay, İ. H. (1964). Yeni Osmanlı Borçları Tarihi. İstanbul: Ekin basımevi.