

**T.C.**  
**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**FİNANS BİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**BIST 100 ENDEKSİ İLE BRICS VE MIST**  
**ÜLKELERİ BORSA ENDEKSLERİ**  
**ARASINDAKİ UZUN VADELİ İLİŞKİNİN**  
**İNCELENMESİ**

**KAAN TÜRKAY**

**2501120227**

**TEZ DANIŞMANI:**  
**DOÇ.DR. BENGÜ VURAN**

**İstanbul-2016**



T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS  
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : KAAN TÜRKAY Numarası : 2501120227  
Anabilim Dalı /  
Anasanat Dalı / Programı : FINANS Danışmanı : DOÇ.DR.BENGÜ VURAN  
Tez Savunma Tarihi : 01.07.2016 Saati : 11.00  
Tez Başlığı :  
BIST 100 ENDEKSİ İLE BRICS VE MİST ÜLKELERİ BORSA ENDEKSLERİ ARASINDAKİ  
UZUN VADELİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,  
soruların sorularına alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞU~~ LA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.MURAT KIYILAR		Kabul
PROF.DR.BURÇ ÜLENGİN		Kabul
DOÇ.DR.BENGÜ VURAN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
DOÇ.DR.SİBEL YILMAZ TÜRKMEN		
DOÇ.DR.ALİ HEPŞEN		

## ÖZ

### “BIST 100 ENDEKSİ İLE BRICS VE MIST ÜLKELERİ BORSA ENDEKSLERİ ARASINDAKİ UZUN VADELİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ”

KAAN TÜRKAY

Finansal entegrasyon seviyesinin her geçen gün daha da yükseldiği günümüz finansal pazarlarda faaliyet gösteren yatırımcılar, yatırım stratejilerini oluştururken çeşitli faktörleri göz önüne almak durumundadır. Bu faktörlerden biriside farklı finansal pazarlar arasındaki ilişkinin niteliğidir. Aynı doğrultuda hareket sergileyen pazarlara yatırım yapmak özellikle risk yönetimine ağırlık veren yatırımcılar için etkin bir yatırım stratejisi olmayacaktır. Modern portföy kuramlarının dikkat çektiği stratejilere göre, farklı yönde hareket eden ve ya aralarında eşanlı anlamlı bir ilişkinin olmadığı pazarlara yatırım yapılmasının daha etkili bir yatırım olduğu vurgulanmaktadır. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler kategorisinde gösterilen ve ekonomi literatüründe çeşitli çalışmalara BRICS ve MIST kısaltmaları kullanılarak konu edilen Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika, Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye ulusal borsa endeksi arasında uzun vadeli anlamlı bir ilişki olup olmadığı irdelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde finansal entegrasyon kavramı ve onun finansal piyasalar üzerindeki etkisine değinilmiş ve portföy yönetimi sürecinde ortaya çıkan çeşitli portföy yönetimi kuramları ve teknik ölçüm metotlarına değinilmiştir.

İkinci bölümde çalışmanın analizine konu edilen ülkelerin (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika, Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye) ekonomileri ve sermaye piyasaları hakkında bilgi verilmektedir.

Üçüncü bölümde çalışmanın konusu ve ele alınan konunun analizinde kullanılan analiz metotlarıyla ilgili daha önceden yapılmış bilimsel çalışmalar hakkında bir literatür dizini oluşturulmuştur.

Dördüncü bölüm çalışmanın analiz kısmıdır. Söz konusu ülke borsa endekslerine ait kapanış fiyatlarından belirlenmiş bir tarih aralığında oluşturulan zaman serileri arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığı Engle-Granger eşbütünleşme analizi ve Johansen eşbütünleşme analizi yardımıyla irdelenmiş ve serilere Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır.

Çalışmanın sonuç bölümünde, Engle-Granger eşbütünleşme analizi sonucuna göre BIST100 endeksi ile Brezilya ulusal borsa endeksi, Rusya ulusal borsa endeksi, Hindistan ulusal borsa endeksi, Çin ulusal borsa endeksi, Güney Afrika ulusal borsası, Meksika ulusal borsa endeksi, Endonezya ulusal borsa endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilirken BIST100 endeksi ile Güney Kore ulusal borsa endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmamıştır. Johansen eşbütünleşme analizine göre ise incelenen borsa endeksleri arasında çoklu eşbütünleşme yoktur. Granger nedensellik sonucuna göre ise BIST100 endeksi ile diğer ulusal borsa endeksleri arasında nedensellik mevcuttur.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal entegrasyon, portföy yönetimi, gelişmekte olan ülkeler, BRICS, MIST, eşbütünleşme analizi, Engle-Granger eşbütünleşme analizi, Johansen eşbütünleşme analizi, Granger nedensellik testi.

## ABSTRACT

### **“EXAMINATION OF LONG TERM RELATION BETWEEN BIST 100 INDICE AND THE STOCK INDICES OF BRICS AND MIST COUNTRIES”**

**KAAN TÜRKAY**

As the level of economic integration increases day by day, the investors who do business in today's financial markets must venture out various factors while creating investment strategy. One of these various factors is quality of the relationship among different financial markets. It will not be effective investment strategy to make investment into similar-working markets for the investors concentrating on risk management. According to the strategies on which modern portfolio theories draw attention, it is emphasized that invest in the markets which move in different ways or don't have a simultaneous relationship is more effective.

The purpose of this study is to examine If there is a long term relation among the stock market indices of the emerging national economies called as BRICS and MIST in economic literature, which are Brazil, Russia, India, South Africa, Mexico, Indonesia, South Korea and Turkey.

In the first chapter of the study, the concept of financial integration and its impacts on financial markets are explained. Besides, some portfolio management model revealed within portfolio management process and technical measurement methods are mentioned.

The second chapter informs about economies and capital markets of the countries analyzed in this study, which are Brazil, Russia, India, China, South Africa, Mexico, Indonesia, South Korea and Turkey.

In the third chapter, a literature index is created about previously done scientific studies regarding the study object and the analysis methods.

The fourth chapter is the analysis section. Based on the closing prices belonging to the stock indices of above mentioned countries, time series were created in a determined time range. The existence of a long term relation among the times series was examined by the means of Engle-Granger cointegration analysis and Johansen cointegration analysis. Granger causality test is applied to the time series.

In the final chapter of the study, it is determined that there is a long term relationship between BIST100 Indices and the indices of national stock market of Brazil, Russia, India, China, Mexico, Indonesia, national stock market of South Africa and according to the result of Engle-Granger cointegration analysis. Nevertheless any long term relation between BIST100 indices and South Korea national stock indices is not examined. According Johansen cointegration analysis there is no multiple cointegration between analyzed stock market indices. By the result of Granger causality test, causality exists between BIST100 Indices and the other national stock market indices.

**Keywords:** Financial integration, portofilio management, emergin countries, BRICS, MIST, cointegration analysis, Engle-Granger Cointegration Analysis, Johansen Cointegration Analysis, Granger Causality Test.

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın fikir aşamasından faaliyet aşamasına geçmesinde büyük emeği olan tez danışmanım Doç. Dr. Bengü VURAN'a, kıymetli zamanını bana ayıran ve yardımlarını esirgemeyen Prof. Dr. Burç ÜLENGİN'e ve her daim bilgisine ve yardımına başvurduğum Doç. Dr. Oğuz TÜRKAY'a çok teşekkür ederim.

Bu çalışmanın hazırlanış sürecinde yardımlarını esirgemeyen, Prof. Dr. Aziz KUTLAR'a, Doç. Dr. Veli YILANCI'ya, Arş. Gör. Halil ŞİMDİ'ye ve değerli arkadaşlarım Oğuz ERKOL ve Eser AKTAŞ'a teşekkür ederim.

Bu çalışmada eserlerinden, çalışmalarından, fikirlerinden istifade ettiğim bütün yazarlara, araştırmacılara ve bilim insanlarına da gıyaplarında teşekkürü bir borç bilirim.

Eğitim sürecimin her döneminde maddi ve manevi büyük emekleri olan, her zaman desteklerini, hoşgörülerini ve sevgilerini benden esirgemeyen kıymetli aileme çok teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	iii
ABSTRACT .....	v
ÖNSÖZ .....	vii
İÇİNDEKİLER .....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xiii
TABLolar LİSTESİ .....	xiv
ANALİZ TABLOSU LİSTESİ .....	xv
GRAFİKLER LİSTESİ .....	xvii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	xxi
GİRİŞ .....	1
1.FİNANSAL ENTEGRASYON .....	4
1.1.Finansal Entegrasyon ve Sermaye Piyasaları .....	9
1.1.1. Finansal Entegrasyonun Finans Sistemi Açısından Sağlayacağı Yararlar .....	14
1.1.2. Finansal Entegrasyonun Finans Sistemi Açısından Taşıdığı Riskler .....	15
1.1.3. Finansal Entegrasyonun Yatırım Stratejilerine Etkisi .....	16
1.2.Finansal Entegrasyon Sürecinde Portföy Yönetimi .....	21
1.2.1. Portföy Teorileri .....	21
1.2.1.1. Geleneksel Portföy Teorisi .....	21
1.2.1.2. Modern Portföy Yönetimi .....	23
1.2.1.2.1. Markowitz Ortalama Varyans Modeli .....	24
1.2.1.2.2. Modern Portföy Teorisinde Uygulamaya Yönelik Geliştirilmiş Modeller .....	27
1.2.2. Portföy Performansını Değerleme Ölçütleri .....	32
1.2.2.1. Sharpe Oranı .....	32
1.2.2.2. $M^2$ Performans Ölçütü .....	32
1.2.2.3. Treynor Endeksi .....	33
1.2.2.4. $T^2$ Performans Ölçütü .....	33
1.2.2.5. Jensen Ölçütü .....	34



1.2.2.6. Sortino Oranı.....	34
1.2.3. Uluslararası Portföy Yönetimi .....	35
<b>2.BRICS VE MIST ÜLKELERİ VE ÜLKE BORSALARI .....</b>	<b>40</b>
<b>2.1.BRICS Ülkeleri.....</b>	<b>49</b>
2.1.1.Brezilya (Brasil).....	50
2.1.1.1.Brezilya Sermaye Piyasası .....	57
2.1.2.Rusya (Russia) .....	67
2.1.2.1.Rusya Sermaye Piyasası.....	72
2.1.3.Hindistan (India) .....	77
2.1.3.1.Hindistan Sermaye Piyasası .....	83
2.1.4 Çin (China).....	94
2.1.4.1.Çin Sermaye Piyasası.....	100
2.1.5.Güney Afrika(South Africa) .....	105
2.1.5.1. Güney Afrika Sermaye Piyasası .....	113
<b>2.2.MIST Ülkeleri.....</b>	<b>121</b>
2.2.1.Meksika (Mexico).....	121
2.2.1.1.Meksika Sermaye Piyasaları .....	130
2.2.2. Endonezya (Indonesia).....	137
2.2.2.1. Endonezya Sermaye Piyasası.....	143
2.2.3.Güney Kore (South Korea) .....	149
2.2.3.1. Güney Kore Sermaye Piyasaları .....	157
2.2.4.Türkiye (Turkey).....	162
2.2.4.1.Türkiye Sermaye Piyasaları .....	170
<b>3.LİTERATÜR .....</b>	<b>183</b>
<b>4. BIST 100 ENDEKSİ İLE BRICS VE MIST ÜLKELERİ BORSA ENDEKSLERİ ARASINDAKİ UZUN DÖNEMLİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ.....</b>	<b>189</b>
<b>4.1. Analizin Amacı.....</b>	<b>189</b>
<b>4.2. Veri Seti ve Analiz Metodu .....</b>	<b>190</b>
4.2.1.Eşbütünleşme (Koentegrasyon) Testleri .....	191
4.2.1.1. Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	191
4.2.1.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi.....	192
4.2.2. Nedensellik Analizi.....	193

<b>4.3.Analiz .....</b>	<b>194</b>
4.3.1.Tanımlayıcı İstatistikler .....	196
4.3.2. Durağanlık Analizleri.....	198
4.3.3.Engle-Granger Eşbütünleşme Analizleri Uygulama .....	201
4.3.3.1. BIST100 Endeksi ile Brezilya BOVESPA Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	203
4.3.3.1.1. BIST 100 Endeksi İle Brezilya BOVESPA Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi .....	204
4.3.3.1.2. BIST 100 Endeksi İle Brezilya BOVESPA Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	206
4.3.3.1.3. BIST100 ile Brezilya BOVESPA Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	207
4.3.3.2.BIST100 Endeksi ile Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	208
4.3.3.2.1. BIST 100 Endeksi İle Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	209
4.3.3.2.2. BIST 100 Endeksi İle Rusya Moskova Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	210
4.3.3.2.3. BIST100 ile Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	210
4.3.3.3. BIST100 Endeksi ile Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	211
4.3.3.3.1. BIST 100 Endeksi İle Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	211
4.3.3.3.2. BIST 100 Endeksi İle Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	212
4.3.3.3.3. BIST 100 Endeksi ile Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	212
4.3.3.4.BIST100 Endeksi ile Çin Şangay Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	213
4.3.3.4.1. BIST 100 Endeksi İle Çin Şangay Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi .....	213
4.3.3.4.2. BIST 100 Endeksi İle Çin Şangay Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri.....	214
4.3.3.4.3. BIST 100 Endeksi ile Çin Şangay Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	214

4.3.3.5. BIST 100 Endeksi ile Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasındaki Uzun Dönemli İlişki.....	215
4.3.3.5.1. BIST 100 Endeksi İle Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	215
4.3.3.5.2. BIST 100 Endeksi İle Güney Afrika Johannesburg Borsası Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	216
4.3.3.5.3. BIST 100 Endeksi -Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasında Granger Nedensellik Testi .....	216
4.3.3.6. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	217
4.3.3.6.1. BIST 100 Endeksi İle Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	217
4.3.3.6.2. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	218
4.3.3.6.3. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	218
4.3.3.7. BIST100 Endeksi ile Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki.....	219
4.3.3.7.1. BIST 100 Endeksi İle Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	219
4.3.3.7.2. BIST 100 Endeksi İle Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	220
4.3.3.7.3. BIST 100 Endeksi ile Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	221
4.3.3.8. BIST100 Endeksi ile Güney Kore Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki .....	221
4.3.3.8.1. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi .....	222
4.3.3.8.2. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri .....	222
4.3.3.8.3. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi .....	223
4.3.3.9. Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi Sonucu.....	223
4.3.4. Johansen Eşbütünleşme Analizi.....	227
<b>SONUÇ.....</b>	<b>230</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>233</b>

**EKLER.....256**



## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: S&P Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu .....	45
Şekil 2: Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu.....	46
Şekil 3: Fitch Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu .....	47
Şekil 4: Brezilya Sermaye Piyasası Yapısı .....	59
Şekil 5: BOVESPA Ortaklık Yapısı .....	63
Şekil 6: Hindistan Ulusal Borsa'sı Yapısı (NSE Grup).....	86
Şekil 7: Endonezya Sermaye Piyasası Yapısı .....	145
Şekil 8: Güney Kore Teknolojik Gelişiminin Tarihsel Süreci (1960-1990).....	155
Şekil 9: Türkiye'de Finansal Kuruluşlar.....	171

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Tezgah Üstü Piyasada İşlem Gören Türev Varlıkların Miktarı (Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives) /Risk Kategorileri ve Ürünler (2004-2014) .....	11
Tablo 2: Uluslararası Sermaye Pazarları Arasındaki Simetrik Korelasyon Matrisi.....	39
Tablo 3: BRICS ve MIST Ülkeleri GSYH Değişim Oranları % .....	41
Tablo 4: BRICS ve MIST Ülkeleri GSYH Ortalama Büyüme Oranları (2003-2013).....	41
Tablo 5: BRICS ve MIST Ülkeleri Kredi Derecelendirme Puanları (2015).....	44
Tablo 6: Brezilya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	57
Tablo 7: Rusya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	72
Tablo 8: MOEX Pay Sahipliği Yapısı.....	74
Tablo 9: Hindistan Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	82
Tablo 10: NSE'de İşlem Gören Finansal Varlıklar .....	87
Tablo 11: Çin Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	99
Tablo 12: Çin Sermaye Piyasası Şenzen Borsası Temel Göstergeleri (2015) .....	103
Tablo 13: Borsa Kapitalizasyonu En yüksek Borsalar.....	104
Tablo 14: Güney Afrika'nın İhracatındaki İlk On Ürün .....	111
Tablo 15: Güney Afrika'nın İthalatında ilk On Ürün .....	111
Tablo 16: Güney Afrika Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	113
Tablo 17: Meksika Dış Ticaret Verileri (2013) .....	127
Tablo 18: Meksika Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	130
Tablo 19: Endonezya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	143
Tablo 20: G.Kore Finansal Piyasalarının Trendi .....	151
Tablo 21: Güney Kore Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	156
Tablo 22: Güney Kore'nin İhracat Ürünlerindeki Değişim Tablosu (1980-1990-2000-2007) .....	157
Tablo 23: Türkiye'nin En Çok İthalat Yaptığı 10 Ülke (2014-2010).....	168
Tablo 24: Türkiye'nin En Çok İhracat Yaptığı 10 Ülke (2014-2010) .....	169
Tablo 25: Türkiye Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$).....	170
Tablo 26: Logaritmik Endeks Serilerinin Tanımlayıcı İstatistikleri .....	197
Tablo 27: Logaritmik Endeks Serileri Korelasyon Tablosu .....	198
Tablo 28: Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi Sonuç Tablosu.....	223
Tablo 29 Uzun Dönem Granger Nedensellik Tablosu.....	224
Tablo 30: Kısa Dönem Granger Nedensellik Tablosu .....	226

## ANALİZ TABLOSU LİSTESİ

Analiz Tablosu 1: Serilerin Gecikme Uzunluğu .....	199
Analiz Tablosu 2: ADF Birimkök Testi.....	200
Analiz Tablosu 3: BIST –BOVESPA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi .....	203
Analiz Tablosu 4: BIST-BOVESPA Durağanlık Testi.....	204
Analiz Tablosu 5: BIST – BOVESPA Uzun Dönemli İlişki Analizi.....	204
Analiz Tablosu 6: BIST-BOVESPA Uzun Dönemli İlişki Analizi (BOVESPA Serisi Bir Gecikmeli Modellenmiştir).....	205
Analiz Tablosu 7: BIST-BOVESPA Histogram Tablosu .....	206
Analiz Tablosu 8: BIST-BOVESPA Otokorelasyon Tablosu .....	207
Analiz Tablosu 9: BIST-BOVESPA Arasında Kısa Dönemli Granger Nedensellik Analizi .....	207
Analiz Tablosu 10: BIST-BOVESPA Arasında Kısa Dönemli Nedensellik Analizi .....	208
Analiz Tablosu: 11 BIST-MOSKOVA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi.....	256
Analiz Tablosu 12: BIST-MOSKOVA Durağanlık Analizi .....	256
Analiz Tablosu 13: BIST-MOSKOVA Uzun Dönemli İlişki Analizi .....	257
Analiz Tablosu 14: BIST-MOSKOVA Histogram Tablosu .....	257
Analiz Tablosu 15: BIST-MOSKOVA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi .....	258
Analiz Tablosu 16: BIST-MOSKOVA Otokorelasyon Testi .....	258
Analiz Tablosu 17: BIST-MOSKOVA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi.....	258
Analiz Tablosu 18: BIST-Hindistan Endeksi Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.....	259
Analiz Tablosu 19: BIST-Hindistan Durağanlık Testi.....	260
Analiz Tablosu 20: BIST-Hindistan Uzun Dönemli İlişki.....	260
Analiz Tablosu 21: Hindistan Borsası Histogram Analizi .....	261
Analiz Tablosu 22: Hindistan Borsası Otokorelasyon Testi .....	261
Analiz Tablosu 23: BIST-Hindistan Uzun Dönemli Nedensellik Testi.....	261
Analiz Tablosu 24: BIST-HİNDİSTAN Kısa Dönemli Nedensellik Testi .....	262
Analiz Tablosu 25: BIST-ÇİN Engle-Granger Eşbütünleşme Testi.....	262
Analiz Tablosu 26: BIST-ÇİN Durağanlık Analizi .....	263
Analiz Tablosu 27: BIST-ÇİN Uzun Dönemli İlişki Analizi.....	263
Analiz Tablosu 28: BIST-ÇİN Histogram Tablosu .....	264
Analiz Tablosu 29: BIST-ÇİN Otokorelasyon Testi.....	264
Analiz Tablosu 30: BIST-ÇİN Uzun Dönemli Nedensellik Analizi.....	264
Analiz Tablosu 31: BIST-ÇİN Kısa Dönemli Nedensellik Analizi .....	265

Analiz Tablosu 32: BIST-Güney Afrika Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi .....	265
Analiz Tablosu 33: BIST-Güney Afrika Durağanlık Analizi .....	266
Analiz Tablosu 34: BIST-Güney Afrika Uzun Dönemli İlişki Analizi .....	266
Analiz Tablosu 35: BIST-Güney Afrika Histogram Testi .....	267
Analiz Tablosu 36: Güney Afrika Otokorelasyon Testi .....	267
Analiz Tablosu 37: BIST-Güney Afrika Uzun Dönemli Nedensellik Analizi.....	267
Analiz Tablosu 38: BIST-Güney Afrika Kısa Dönemli Nedensellik Analizi.....	268
Analiz Tablosu 39: BIST-MEKSİKA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi.....	268
Analiz Tablosu 40: BIST-MEKSİKA Durağanlık Analizi .....	269
Analiz Tablosu 41: BIST-MEKSİKA Uzun Dönemli İlişki Analizi .....	269
Analiz Tablosu 42: BIST-MEKSİKA Histogram Tablosu .....	270
Analiz Tablosu 43: BIST-MEKSİKA Otokorelasyon Testi .....	270
Analiz Tablosu 44: BIST-MEKSİKA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi .....	270
Analiz Tablosu 45: BIST-MEKSİKA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi.....	271
Analiz Tablosu 46: BIST –ENDONEZYA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi.....	271
Analiz Tablosu 47: BIST-ENDONEZYA Durağanlık Testi .....	272
Analiz Tablosu 48: BIST-ENDONEZYA Uzun Dönemli İlişki Analizi.....	272
Analiz Tablosu 49: BIST-ENDONEZYA Histogram Tablosu.....	273
Analiz Tablosu 50: BIST-ENDONEZYA Otokorelasyon Testi .....	273
Analiz Tablosu 51: BIST-ENDONEZYA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi .....	273
Analiz Tablosu 52: BIST-ENDONEZYA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi .....	274
Analiz Tablosu 53: BIST-GÜNEY KORE Engle-Granger Eşbütünleşme Testi .....	274
Analiz Tablosu 54: BIST-GÜNEY KORE Durağanlık Analizi .....	275
Analiz Tablosu 55: BIST-GÜNEY KORE Uzun Dönemli İlişki Analizi.....	275
Analiz Tablosu 56: BIST-GÜNEY KORE Histogram Tablosu .....	276
Analiz Tablosu 57: BIST-GÜNEY KORE Otokorelasyon Testi.....	276
Analiz Tablosu 58: BIST-GÜNEY KORE Kısa Dönemli Nedensellik Analizi .....	276



## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Brezilya GSYH (milyon \$).....	51
Grafik 2 Brezilya GSYH Değişim Oranları %.....	52
Grafik 3: Brezilya Kişi Başına Düşen Milli Gelir.....	53
Grafik 4: Brezilya Dış Ticaret (milyar \$).....	54
Grafik 5: Brezilya Cari Denge (milyar \$) .....	54
Grafik 6: Brezilya Borç/GSYH Oranı.....	55
Grafik 7: Brezilya Enflasyon Oranları .....	56
Grafik 8: BOVESPA Performansı 2005-2012 .....	59
Grafik 9: BOVESPA Toplam İşlem Hacimleri (milyon \$).....	60
Grafik 10: BOVESPA Toplam İşlem Hacmi/GSYH Oranı (%).....	61
Grafik 11: BOVESPA'da İşlem Gören Şirketlerin Kapitalizasyonları (milyon \$).....	62
Grafik 12 BOVESPA Şirket Kapitalizasyonlarının GSYH'ya Oranı (%).....	62
Grafik 13: Brezilya Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları (Yerli ve Yabancı) .....	64
Grafik 14: BOVESPA'da İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı.....	65
Grafik 15: BOVESPA'da İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri (milyon \$) .....	66
Grafik 16: Rusya GSYH (Milyon Dolar).....	68
Grafik 17: Rusya GSYH Değişim % .....	69
Grafik 18: Rusya Kişi Başına Düşen GSYH .....	70
Grafik 19: Rusya Enflasyon Oranları (%).....	70
Grafik 20: Rusya Dış Ticaret (milyar \$).....	71
Grafik 21: Moskova Borsası Endeksi Kapanış Fiyatları (Aylık) .....	75
Grafik 22 Moskova Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	75
Grafik 23: Moskova Borsası Şirket Kapitalizasyonları/GSYH .....	76
Grafik 24: Hindistan Nüfus Grafiği (2005-2013) .....	77
Grafik 25: Hindistan GSYH (milyar \$).....	79
Grafik 26: Hindistan Kişibaşı GSYH (\$).....	80
Grafik 27: Hindistan GSYH Büyüme (%).....	81
Grafik 28: Hindistan Enflasyon Değişim Oranları (%).....	81
Grafik 29: Hindistan Dış Ticaret (milyar \$).....	82
Grafik 30: Hindistan Hisse Senedi Borsaları Performansı.....	85
Grafik 31: Hindistan Borsası İşlem Hacmi (milyon \$) .....	88
Grafik 32: Hindistan Borsası İşlem Hacmi /GSYH .....	88

Grafik 33: NSE Endeksi (2014).....	89
Grafik 34: Hindistan Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları .....	91
Grafik 35: Hindistan Borsaları Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$) .....	91
Grafik 36: Hindistan Hisse Senedi Piyasası Şirket Kapitalizasyonu/GSYH .....	92
Grafik 37: Hindistan Borsalarında İşlem Yatırım Fonları Sayıları .....	92
Grafik 38: Hindistan Borsalarında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri....	93
Grafik 39: Çin'in Nüfusu 1990-2013 (milyon kişi).....	94
Grafik 40: Çin GSYH (milyar \$) .....	96
Grafik 41: Çin Kişi Başı Milli Gelir (\$).....	97
Grafik 42: Çin Enflasyon Oranları (%).....	97
Grafik 43: Çin Dış Ticaret (milyar \$) .....	98
Grafik 44: Çin Ekonomisinde Doğrudan Yatırımların GSYH'ya Oranı 1990-2013 .....	100
Grafik 45: Şangay Menkul Kıymet Borsası 2000-2014 Performansı .....	104
Grafik 46: Güney Afrika'nın Nüfus Grafiği (2002-2014).....	105
Grafik 47: Güney Afrika GSYH (milyar \$).....	106
Grafik 48: Güney Afrika GSYH Büyüme % .....	107
Grafik 49: Güney Afrika Kişi Başı GSYH (\$).....	108
Grafik 50: Güney Afrika Enflasyon Değişim Oranları (yıllık %).....	108
Grafik 51: Güney Afrika Dış Ticaret (milyar \$) .....	110
Grafik 52: Güney Afrika Tasarruf-Yatırım Grafiği .....	112
Grafik 53: Güney Afrika Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları (2010-2014/Tem.) ...	119
Grafik 54: Johannesburg Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fon Sayısı.....	120
Grafik 55: Güney Afrika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri .....	120
Grafik 56: Meksika Nüfus Grafiği (bin kişi) .....	121
Grafik 57: Meksika GSYH (milyar \$) .....	124
Grafik 58: Meksika GSYH Değişim Oranları (%).....	125
Grafik 59: Meksika Kişi Başı GSYH (\$).....	126
Grafik 60: Meksika Dış Ticareti (milyar \$) .....	127
Grafik 61: Meksika Enflasyon Oranları (Yıllık % ).....	129
Grafik 62: Meksika Borsası Performansı (Milyar \$) .....	132
Grafik 63: Meksika Borsası Toplam İşlem Hacmi (milyon \$) .....	133
Grafik 64: Meksika Borsası Toplam İşlem Hacmi/GSYH .....	134
Grafik 65: Meksika Borsası Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$).....	134

Grafik 66: Meksika Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH.....	135
Grafik 67: Meksika Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	135
Grafik 68: Meksika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı.....	136
Grafik 69: Meksika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (milyon \$) .....	136
Grafik 70: Endonezya GSYH (\$).....	138
Grafik 71: Endonezya Kişi Başı GSYH (\$).....	139
Grafik 72: Endonezya GSYH Değişim (%) .....	140
Grafik 73: Endonezya Enflasyon Oranları (%) .....	141
Grafik 74: Endonezya Dış Ticaret Grafiği (milyar \$).....	142
Grafik 75: Endonezya Borsası Performansı.....	146
Grafik 76: Endonezya Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu (milyon \$).....	146
Grafik 77: Endonezya Borsa Şirketleri Kapitalizasyonu/GSYH .....	147
Grafik 78: Endonezya Borsası Toplam İşlem Hacmi (Milyon \$).....	147
Grafik 79: Endonezya Borsası Toplam İşlem Hacmi/GSYH .....	148
Grafik 80: Endonezya Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	148
Grafik 81: Güney Kore Nüfusu (1000 kişi) .....	150
Grafik 82: Güney Kore GSYH (milyon \$).....	150
Grafik 83: Güney Kore Kişi Başı GSYH (\$) .....	151
Grafik 84: Güney Kore Dış Ticaret (Milyar \$) .....	153
Grafik 85: Güney Kore GSYH Değişim (%) .....	154
Grafik 86: Güney Kore Enflasyon Oranları (%).....	154
Grafik 87: Güney Kore Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon \$) .....	159
Grafik 88: Güney Kore Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH .....	159
Grafik 89: Güney Kore Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	160
Grafik 90: Güney Kore Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonları.....	160
Grafik 91: Güney Kore Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonları Net Aktif Değeri (Milyon \$) .....	161
Grafik 92: Türkiye Nüfusu.....	164
Grafik 93: Türkiye GSYH (milyon \$).....	164
Grafik 94: Türkiye Kişi Başı GSYH (\$) .....	165
Grafik 95: Türkiye GSYH Değişim Oranları.....	166
Grafik 96: Türkiye Enflasyon Oranları (%).....	167
Grafik 97: Türkiye Dış Ticaret (milyar \$) .....	168

Grafik 98: Türkiye Borsa İstanbul Performansı (İMKB).....	178
Grafik 99: Türkiye Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$).....	178
Grafik 100: BIST Şirket Kapitalizasyonu/GSYH.....	179
Grafik 101: BIST İşlem Hacmi (Milyon \$) .....	179
Grafik 102: BIST İşlem Hacmi/ GSYH.....	180
Grafik 103: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirket Sayısı.....	180
Grafik 104: BIST de İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı.....	181
Grafik 105: BIST'te İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (Milyon \$) .....	182
Grafik 106: Endeks Serilerinin Toplu Grafiği (Logaritmik).....	195
Grafik 107: Endeks Serilerinin Kapanış Fiyatlarının Tekli Grafiği.....	196



## KISALTMALAR LİSTESİ

**ABD** – Amerika Birleşik Devletleri

**ADF** - Genişletilmiş Dickey-Fuller

**AFT** – Arbitraj Fiyatlama Modeli

**AIC** - Akaike Bilgi Kriteri

**BIS** – Bank of International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)

**BIST**- Borsa İstanbul (Türkiye Borsası)

**BOVESPA** – São Paulo Stock Exchange (Brezilya Borsası)

**BRICS** – Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Ülkeleri

**CAPM** – Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

**DB (WB)** – Dünya Bankası (World Bank)

**DF** - Dickey-Fuller

**DYY** – Doğrudan Yabancı Yatırım

**EG** - Engle-Granger Testi

**EKK** - En Küçük Kareler

**FFMS** - Rusya Federal Finansal Piyasalar Kurumu

**GDF** – Genişletilmiş Dickey Fuller Testi

**GEG** - Genişletilmiş Engle-Granger Testi

**GSYH (GSYİH)** – Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

**GSMH** – Gayri Safi Milli Hasıla

**JSE** – Güney Afrika Johannesburg Menkul Kıymet Borsası

**LOG** - Logaritma

**MIST** – Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye Ülkeleri

**MOEX** - Moskova Menkul Kıymetler Borsası

**NAFTA** - Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması

**NSE** – National Stock Exchange (Hindistan Ulusal Borsası)

**UNDP** – United Nations Development Programme (Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı)

**IMF** – International Money Found (Uluslararası Para Fonu)

**İMKB** - İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (yeni BIST)

**PP** - Phillip Perron Testi

**SEBI** – Hindistan Menkul Kıymetler ve Hindistan Borsası Yönetim Kurulu

**SEC** - Amerikan Tahvil ve Hisse Senedi Komisyonu

**SC** - Schwarz Bilgi Kriteri

**SPK** – Türkiye Cumhuriyeti Sermaye Piyasası Kurulu

**S&P** – Stand and Poors

**TMSF** - Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

**VAR** – Vektör Otoregresyon

**WFE** - Dünya Borsalar Federasyonu

## GİRİŞ

Dünya ekonomileri arasında var olan ekonomik ilişkiler küreselleşmenin son dönemlerdeki hızlı ivmesi sayesinde daha değişik bir boyut kazanmıştır. Bu boyut dünya ekonomileri arasındaki korumacı politikalara dayalı sınırların kaldırılıp serbestleşme sürecinin arttığı bir ortamı ifade etmektedir. Ekonomiler arasındaki sınırlar kalktıkça, piyasalar birbiriyle daha yakın ve yoğun ilişkiler kurmaktadır. Bu durum ekonomilere, bir taraftan yepyeni fırsatlar sunarken diğer yandan ekonomilerin bazı risklere de maruz kalmasına neden olabilmektedir.

Dünya ticaretinde geçmişte büyük hacimli nihai mal ihracatı yapan ülkelerin (gelişmiş ülkeler) küreselleşmenin popüler olduğu dönemde katma değeri yüksek ürünler ve patentler, Know-How gibi AR-GE (araştırma ve geliştirme) yatırımı temelli ürünlerin ihracatına yöneldiğini söyleyebiliriz. Onların bıraktığı alanları ise bugün gelişmekte olan ülkeler doldurmakta ve dünya ekonomilerinin ihtiyaç duyduğu temel mal demetlerinin büyük kısmını geliştirmekte olan ülkeler üretmektedir. Bu ülkeler üretim süreçlerinde gelişmiş ülkelere ithal edilen patent vb. maddi olmayan haklar ve katma değeri yüksek yarı mamuller kullanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin en büyük pazarları gelişmiş ülkelerdir. Çeşitli alanlarda yakın ticaret ağının kurulması geliştirmekte olan ekonomilerin bir yandan gelişimine olumlu katkı sağlamaktayken diğer taraftan geliştirmekte olan ülkelerin gelişmiş ülke ekonomilerine bağımlılığının artması gibi bir riski de beraberinde getirmektedir.

Ekonominin temel kavramlarından birisi olan sermaye (kapital) iktisat literatüründe tanımlanan üretim faktörlerinden biridir. Ancak günümüzde sermaye bir üretim faktörü olmaktan ziyade başlı başına bir ekonomik yapının ifadesi olmuştur. Sermaye birden çok faktörün bir araya geldiği bir üretim sürecinin aktörü olmanın ötesinde kendisine has apayrı bir piyasa mekanizması kazanmıştır. Sermaye, mal ve hizmet üretimini finanse etmenin ötesinde kendi kendini artırmanın gayreti içindedir.

Yatırımcılar ulusal sınırlar kalkıp ekonomiler arasında serbestleşmenin artmasıyla birlikte daha yüksek kazanç sağlamak için ulus ötesi yatırımlara girişmişlerdir. Bazen daha yüksek kazanç beklentisi bazen de risk yönetimi gibi çeşitli stratejiler uygulamak için uluslararası piyasalarda rol alan yatırımcılar için finansal entegrasyon düzeyinin artışı büyük bir fırsat olmaktadır.

Modern portföy teorisiyle birlikte portföy seçiminde çeşitlendirmenin değil portföydeki varlıkların nitelikleri göz önünde tutulmaya başlanmıştır. Özellikle amaçlanmış bir getiri miktarında riski minimum yapabilecek bir portföy sepeti oluşturmak önem kazanmıştır. Bu nedenle portföy yönetiminde riskin hesaplanması sürecinde varlıkların korelasyon dereceleri ve yönleri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Uluslararası portföy yönetiminde de çeşitli borsalar arasında yatırım yapılırken oluşturulan portföydeki varlıkların aynı yönelik hareket edip etmediği ve hareketlerinin ne derece birbiriyle ilintili olduğunun tespiti büyük önem kazanmaktadır. Böylece portföy riskinin en etkin şekilde yönetilmesi mümkün olmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar için, hangi piyasaların birbiriyle benzeştiği hangilerinin ayrıştığını öngörebilmek çok önemli bir konudur.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerden Türkiye borsası ile diğer gelişmekte olan Brezilya, Rusya, Çin, Hindistan, Güney Afrika, Meksika, Endonezya, Güney Kore ülke borsa endeksleri arasında uzun süreli ilişki olup olmadığı irdelenecektir. Böylece uluslararası bir yatırım sürecinde ve risk yönetiminde söz konusu borsa endeksleri arasında elde edilen ekonometrik analiz sonucuna göre nasıl bir yatırım stratejisi uygulayabileceğine dair bir çıkarım yapılacaktır.

Birinci bölümde, finansal entegrasyon ve ona ilişkin küreselleşme gibi temel kavramlar hem tarihsel bir perspektif sunularak aktarılacak hem de bu süreçte özellikle küreselleşmenin dünya ekonomilerinde gösterdiği bazı önemli hareketliliklere vurgu yapılacaktır. Finansal entegrasyon sürecinin sermaye piyasalarına olumlu-olumsuz yansımalarına değinilecek ve bu sürecin yatırım stratejilerine yansımaları ele alınacaktır. Yine bu bölümde portföy teorisinin genel



çerçevesini çizerek, uluslararası portföy yönetimine ilişkin temel bir takım konulara değinilecektir.

İkinci bölümde çalışmada yer alan gelişmekte olan ülkelerden

- ❖ Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika (BRICS)
- ❖ Meksika, Endonezya, Türkiye ve Güney Kore (MIST)

ülkeleri hakkında ağırlıklı olarak ekonomi ve sermaye piyasasını içeren temel bilgiler verilecektir.

Üçüncü bölüm çalışmanın literatür kısmını oluşturmaktadır. Bu bölümde, çalışmada işlenen konu ile ilgili önceden yapılmış bilimsel çalışmalara atıfta bulunulacak ve o çalışmalarda ele alınan yöntem ve ulaşılan sonuçlara kısaca değinilecektir.

Dördüncü bölüm ise çalışmanın kantitatif analiz kısmını oluşturmaktadır. Bu kısımda BIST100 Endeksi ile BRICS ve MIST ülke borsaları arasındaki uzun dönemli ilişkinin analizi yapılacaktır. Yine bu bölüm analizde için kullanılacak veri seti ve bu veri setinin işleneceği ekonometrik model hakkında bilgi verilecektir. Bu bölümde analiz sonuçları açıklanacak ve bu sonuçlara göre çalışmada ele alınan uzun vadeli ilişkinin var olup olmadığı ortaya konulacaktır.

Son bölüm ise çalışmanın sonuç bölümüdür. Bu bölümde analiz sonucu elde edilen bulguların değerlendirilmesi yapılacaktır.

## 1.FİNANSAL ENTEGRASYON

20. yy'ın son çeyreğinde dünya siyasetinde ve ekonomilerinde çok hızlı değişimler yaşanmıştır. Bu değişimler esnasında çokça telaffuz edilen bir kavram olan küreselleşme, zamanla sadece ekonomik değil sosyal ve kültürel birçok alanda da etkilerini göstermiştir. Ancak, bu denli popüler bir kavram olan küreselleşmeye henüz net bir tanım yapılamamaktadır.<sup>1</sup> Birçok düşünür, akademisyen ve uzman tarafından bu kavramın ekonomi ile ilgili boyutu izah edilirken, küreselleşme kavramının, dünya üzerindeki çok sayıda ulusal veya çok uluslu devletin, ekonomik amaçlar sebebiyle bir birine yaklaşması ve dünyanın küçük bir köy misali bir araya gelmesi süreci olduğu dile getirilmektedir.<sup>2</sup> Literatürdeki çalışmalarda tanımlara atıf yapacak olursak: Bir ifadeye göre, küreselleşme, ülkeler arasındaki ekonomik bağlantıların gelişmesi ve artması olgusudur.<sup>3</sup>

1980'lerin sonlarından itibaren çeşitli mecralarda sıkça kullanılmaya başlayan küreselleşme kavramı, günümüz ekonomik gelişmelerinin ele alınmasında en önemli ve temel referans noktalarından biri haline geldiği görülmektedir.<sup>4</sup> Zaman içinde, küreselleşme kavramı, kimi zaman bir ekonomideki liberalizasyon sürecini kimi zaman da farklı ekonomilerin ve kültürlerin birbirlerine yaklaşarak hızla devam eden bir entegrasyon sürecini izah etmek için de kullanılmaktadır.

Liberalizasyon ve onun temelinde yer aldığı bir olgu olan küreselleşmenin şekillendiği tarihsel kronolojinin başlangıcı, insanlık tarihinin çok eski dönemlerine kadar gidebilir. Çeşitli tarihsel süreçler içerisinde insanoğlu sosyal, kültürel, bilimsel, askeri ve ticari birçok alanda yenilikler, buluşlar ve köklü değişimler yaşamıştır. İşte bu değişimler içinde geçmişten gelip 21. yüzyıla

<sup>1</sup> Zeki Kartal, "**Kavramsal ve Tarihsel Yönleriyle Küreselleşme**", Eskişehir Osmangazi Ü. Sosyal Bilimler Dergisi 8 (2), ss:251-264

<sup>2</sup> Bu tez çalışmasında Küreselleşme kavramının ekonomik boyutu ele alınmakta olup, ilerleyen bölümlerde de küreselleşme kavramı bir ekonomik olgu olarak göz önünde bulundurulmuştur.

<sup>3</sup> Paul Krugman ve Robin Wells, "**Makro İktisat**", 2.Baskı, Palme Yayıncılık, (çev.)Fuat Oğuz ve diğerleri, 2011 s:118

<sup>4</sup> Nalan Ölmezoğulları, "**Ekonomik Sistemler ve Küreselleşen Kapitalizm**", 3.Baskı; Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1999, s:269

damgasını vuran bir değişim ise küreselleşme ile tanımlanmaktadır. İkinci Dünya savaşı döneminde bir fikir olan ve 1980’li yıllardan itibaren ise dünya ticaretini serbestleştirmiş olan bir değişim süreci olan küreselleşme, özellikle ekonomik alanda yoğun bir değişim getirmiş ve yeni dünya düzeninde serbest piyasa ekonomisini temel alarak, sanayileşmenin kilit unsurunun rekabet olduğunu kabul etmiş ve de finansal sistemde sermayeyi milli kimlikten arındırarak uluslararası arası arenada sermaye hareketlerinin artmasını sağlamıştır.<sup>5</sup> Sermayenin uluslararası hareketliliğinin dünya ekonomisine yaptığı katkıya tarihi bir örnek verecek olursak 1870-1915 dönemleri arasındaki sermaye hareketliliği dünya üretiminde % 9’luk bir paya sahip olmuştur. Ancak daha sonradan ortaya çıkan savaşlar, uluslararası rekabet ve korumacılık politikaları nedeniyle sermayenin uluslararası hareketliliği kısıtlanmıştır.<sup>6</sup>

Küreselleşmenin tarihsel sürecinde bazı ekonomik koşulların küreselleşmenin gelişimine kimi zaman ivme kazandırdığı kimi zaman da gelişimini sekteye uğrattığı söylenebilir. Örneğin, sanayi devrimiyle birlikte emek yoğun üretim modelinden sermaye yoğun üretim modellerine geçen işletmeler finansal kaynak bulmak zorunda kalmıştır. Bu ortamda artış gösteren fon talebi bankacılık sisteminin hızlı bir gelişimine katkıda bulunmuştur, ancak kontrolsüz yükseliş 1929 Büyük Buhanında<sup>7</sup> (the Great Depression) tetikleyici bir rol oynamıştır.<sup>8</sup> 1923 Krizi patlak verdikten sonraki ilk süreçte ABD yönetimi klasik iktisadın “görünmez el” öğretilerine sadık kalmış ve krize devlet müdahalesi getirmemiştir. Ancak gidişat daha da kötüye gidince, 1933 yılında ABD başkanı Rossvelt, devletin ekonomik yaşamı düzenlemesine imkan tanıyan araçları bir bütün olarak kullanmayı mümkün kılacak “New Deal” uygulamasını hayata geçirmiştir. Bu uygulamanın, kamu ve özel sektör işbirliği içinde olacak ve vergiler ve harcamalar yoluyla ekonomiye canlılık kazandırması

<sup>5</sup> Fatma Bahar Şanlı, “Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyonlar”, Fırat Üniv. Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları Dergisi 2004 Cilt 2 ss:160-166

<sup>6</sup> Nalan Ölmezoğulları, a.g.e. s:269

<sup>7</sup> **Büyük Buhan:** Ekim 1923 tarihinde Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) bir borsa paniği olarak tetiklenen ve ABD ekonomisinde büyük tahribata yol açan ve bir süre sonra dünya ekonomilerine yayılan krizdir.

<sup>8</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak, “Finansal Sistemin Küreselleşme Serüveni”, ss:1078-1085

amaçlanmıştır.<sup>9</sup>Böylece liberal kapitalizm, müdahaleci kapitalizme dönüşmeye başlamıştır.

Küreselleşme kimi zaman kendine yeni imkanlar oluştururken kimi zaman kendi geleceğini riske atabilmektedir. ABD de başlayan büyük buhranın(1923 Krizi) yarattığı tahribatın dünyanın diğer bölgelerini tam olarak etkisi altına almaması o dönemdeki bilişim ve iletişim sistemlerinin henüz gelişmemiş olması ve finansal bütünleşmenin bugünkü gibi yüksek olmaması nedeniyle sınırlı kaldığı iddia edilmektedir.<sup>10</sup> Ancak bu buhran neticesinde piyasaya ve bankalara olan güven sarsılmış ve bu durum finansal sistemde yeni arayışlara vesile olmuştur.<sup>11</sup> Böylece krizin sonuçları sadece ABD ekonomisinin değil aynı zaman da dünya finans sisteminin gelişimine de etki ettiği söylenebilir.

1929 Krizinden sonra bazı ülkeler daralan dünya ticaretindeki yerlerini korumak adına daha korumacı dış ticaret politikaları izlemiş, rekabetçi devalüasyonlara girişmiş ve ekonomilerini dış piyasayla mesafelendirmeye çalışmışlardır.

I. Dünya Savaşı sonrası yıpranan ekonomilerde olumsuzluklar yaşanırken, savaştan yenik ayrılan ve savaş tazminatı ödemek zorunda kalan ülke ekonomilerinde ayrıca hiper-enflasyonlar gibi çok kötü ekonomik hadiseler yaşanmıştır. Bu dönemde, “komşuyu fakirleştirme (beggar the neighbor policy)” olarak adlandırılan ve her ülke kendisi dışındakilere karşı korumacı bir tavır takındığı politikalar dünya ekonomileri arasına duvar örmüştür. Ancak dünya ticaretinin daha da daralmasıyla birlikte bu politikaların ülke ekonomilerini korumadaki etkisizliği anlaşılmıştır.<sup>12</sup>

1944 yılında II. Dünya savaşı sürdüğü esnada, müttefik devletler, savaş sonrası için, başlıca para birimleri arasında sabit kur yöntemine dayanan bir uluslararası para sistemi oluşturmak amacıyla ABD New Hamster’ın Bretton

<sup>9</sup> Nalan Ölmezoğulları, a.g.e. s:82

<sup>10</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak. a.g.e. ss.1078-1085

<sup>11</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak. a.g.e. ss.1078-1085

<sup>12</sup> Nazım Öztürk, “IMF’nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri”, Ankara Ü. SBF Dergisi, 57-4, ss:95-125

Woods Kasabasında toplanmıştır.<sup>13</sup> Gerçekleştirilen toplantı sonucunda yapılan “çok yanlı dış ödemeler anlaşmasının yapıldığı konferansından sonra, Bretton Woods İkizleri olarak ifade edilen dünya çapında önemli olan iki kurum ortaya çıkmıştır, bunlar 1946 yılında kurulan Dünya Bankası (World Bank)<sup>14</sup> ve 1947 yılında kurularak yapılmış olan anlaşmanın uygulayıcılığını üstlenen IMF’dir (Uluslararası Para Fonu/International Money Found) .<sup>15</sup>

II. Dünya savaşı sonrası dünya ekonomisinde yeni bir çağın başlayacağını işaretleri görülmeye başlanmıştır. Politika yapıcılar ekonomik izolasyonlara dayalı stratejilerden uzaklaşmaya ve uluslararası ticareti ekonomik büyümenin önemli bir parçası olarak görmeye başlamıştır.<sup>16</sup> Örneğin, 1948-1968 yılları arasında komünist rejimle yönetilmeyen ülkelerde mal ihracatı % 290 artış göstermiştir.<sup>17</sup> Bu durum dışa kapalı olmayan ekonomilerin sınırlamaların kaldırılmasıyla ticarete gelişme kaydettiklerinin göstergesi olabilmektedir.

1950-1974 yılları arasında dünya ekonomisi % 2,9 ‘luk bir büyüme hızı yakalamış ve Asya, Afrika ve de Latin Amerikada’ki sanayilerde çalışan işçilerin ilke defa reel gelirlerinde artışlar yaşandığı ifade edilmektedir.<sup>18</sup> Bu gelişimler nedeniyle iktisadi büyüme literatüründe bu dönem için “altın çağ” ifadesi kullanılmıştır. Ancak üretimin kitleselleşmesi ve sermaye birikimin yoğunlaşması ekonomilerdeki kar oranlarını aşağı çektiği söylenir.<sup>19</sup> Ulusal sınırlar içerisinde yeterli kar imkanı bulamayan sermaye dış pazarlara yönelmek istemesi uluslararası bir sermaye hareketi arzusunu şiddetlendirmiştir. Altın Çağ olarak ifade edilen dönem, ABD’nin dolarının altın standardını terk etmek zorunda

<sup>13</sup> Paul Krugman ve Robin Wells, a.g.e. s:516

<sup>14</sup> Larry Alen, “**Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya Küresel Finans Sisteminin Öyküsü**”5.Baskı Kitap Yayınevi, (çev.)Mahmut Tekçe,2011 s:168

<sup>15</sup> [http://www.ekodialog.com/uluslararasi\\_ekonomi/bretton-woods-para-sistemi.html](http://www.ekodialog.com/uluslararasi_ekonomi/bretton-woods-para-sistemi.html) (e.t. 25.12.2014)

<sup>16</sup> Andrew G. Terborg, “**The Post-War Rise of World Trade: Does the Bretton Woods System Deserve Credit?**”, Department of Economic History London School of Economics, Working Paper No: 78/3 s:3

<sup>17</sup> Andrew G. Terborg, a.g.e. s:1

<sup>18</sup> Erinç Yeldan, “**Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi:Türkiye Krizin Neresinde?**”, Çalışma ve Toplum Dergisi 2009/1 ss:11-28

<http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf> e.t:24.07.2015

<sup>19</sup> Erinç Yeldan a.g.e. ss:11-28

kalması, finans sermayesinin hegemonik gücünün genişlemesi, finansal varlıkların hacminin uluslararası ölçekte genişlemesi gibi finans sisteminin yapısından kaynaklı olguların da etkisiyle çökmüştür.<sup>20</sup>

Bretton Woods sisteminin 1970'lerin ilk dönemlerinde sona ermesi ve akabinde petrol şoklarının dünya piyasalarını sarsmasıyla birlikte döviz ve faizlerde yaşanan dalgalanmalar finansal piyasalardaki belirsizliğin büyümesine neden olmuştur.<sup>21</sup> Bu dönemde belirsizlikten korunmak isteyen finansal aktörler risk yönetimine yönelmişler. Bu amaçla döviz, faiz ve hisse senetlerini dayanak varlık olduğu vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri kullanılmaya başlanmıştır. Yeni finansal türevlerin yaygınlaşmasıyla spekülâtorler de kazanç sağlamak için piyasada işlem yapmaya başlamış ve türev piyasalarda işlem hacmi giderek artmıştır. Ulusal ve uluslararası mali piyasalar üzerindeki kısıtlamaların azalışıyla piyasalar uluslararası gelişmelerden daha çok etkilenmeye başlamıştır ve bu durum ekonomi politikalarının belirlenmesini zorlaştırmıştır.<sup>22</sup> İkinci dünya savaşından sonra başlayan ve 1990'ların sonrasında hız kazanan finansal entegrasyon ortamı finansal kriz kavramının da önem kazanmasına zemin hazırlamıştır.<sup>23</sup>

Finansal entegrasyonun yönelimine bakıldığında, gelişmiş ülkelerden gelişme olan ülkelere doğru yayıldığı belirtilmektedir. Bu yayılımın temelindeki faktörlerden bazıları sermaye kontrollerinin kalkması, finansal serbestlik düzeyinin artışı, teknolojiye ilerlemeler sayesinde bilgi akışındaki hızlanma ve etkinliktir.<sup>24</sup>

Gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını finansal entegrasyona uyumlaştırmak için bu ülkelerdeki bankacılık ve finans sistemi üzerindeki

---

<sup>20</sup> Erinç Yeldan **a.g.e.** ss:11-28

<sup>21</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak, **a.g.e.** ss.1078-1085

<sup>22</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak, **a.g.e.** ss.1078-1085

<sup>23</sup> Recep Karabulut ve Bilal Solak, **a.g.e.** ss.1078-1085

<sup>24</sup> Selin Zaman, "**İMKB'nin Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları ile Entegrasyonu**", (yayımlanmamış YL Tezi) Zonguldak Karaelmas Ü, SBE. Zonguldak 2008, s:7

denetimlerin ve kısıtlamaların kaldırılmasına gayret edilmiş veya bu kısıtlamaların önemli ölçüde azaltıldığı (deregülasyon) uygulamalar gerçekleşmiştir.<sup>25</sup>

Gelişmiş ülkelerdeki finansal sektör liberalizasyonu, 1980'lerden sonra finansal liberalleşme ile birlikte, finans kurumları faaliyet alanlarını genişletme imkanı bulmuştur. Özellikle bankalar menkul kıymet piyasasında aktif birer katılımcı olarak daha yoğun faaliyet alanı bulmuştur.<sup>26</sup> Liberalizasyon sürecinde sermaye piyasalarında yaşanan değişim ve olumlu gelişmeler ülke ekonomileri için önemli bir fırsat sağlamıştır. Finans sektörünün temel unsurlarından olan hisse senedi piyasasının ve diğer finansal kurumların sürdürülebilir ekonomik büyümede önemli bir rol üstlendiği belirtilmektedir.<sup>27</sup> Hisse senedi piyasalarındaki gelişmeler ile birlikte hem ülke ekonomilerinde hem de küresel ekonomi ve finans sisteminde olumlu gelişmeler görülebilecektir.

### **1.1.Finansal Entegrasyon ve Sermaye Piyasaları**

Son kırk yıldır finansal piyasalar oldukça hızlı bir şekilde dünya pazarlarına açılarak yurtdışı yatırımcıları için daha ulaşılabilir olmuştur. Entegrasyon sürecinde, finansal varlıkların menşeinin hangi ulus veya pazar olup olmadığından ziyade asıl göz önünde tutulan kriter yatırımcıların varlıklara ilişkin risk-getiri algıları olmuştur. Entegre olmuş bir finansal pazarın, daha iyi bir çeşitlendirme yapılabilme ve risk paylaşımı sağlamanın yanında firmaların da daha uygun fon bulmalarına katkı sağladığı iddia edilmektedir.<sup>28</sup>

Finansal entegrasyonun temelindeki en büyük unsur “devletin ekonomik veya sosyal alanları düzenleyen yasa ve kurallarda yaptığı düzenlemelerle bu alanlarda daha serbest veya esnek bir hareket imkanı sunmasını ifade eden “liberalizasyon” kavramıdır.<sup>29</sup> Liberalleşme ise serbestleşme ve ya serbestliği

<sup>25</sup> Ahmet Ay ve Fatih Mangır, “**Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi**”, Maliye Dergisi, Sayı:153 Temmuz-Aralık 2007, ss:123-141

<sup>26</sup> Selin Zaman, **a.g.e.** s:7

<sup>27</sup> Hasan Ayaydın, Pınar Hayaloğlu ve Nuri Baltacı, “**Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi**”, International Journal of Social Science, Cilt:6 Sayı:4 April 2013 ss:125-142

<sup>28</sup> Alosó Gomez Albert, **Integration Mexican Stock Markets.** ss:1-56

<sup>29</sup> <https://www.vocabulary.com/dictionary/liberalization> e.t.17.04.2016

kabul etme anlamına gelir. Eğer ki bir devlet liberalleşiyorsa bu durum, devletin ekonomi üzerindeki müdahalelerinin azaltılması veya tamamen kaldırılmasını ve böylece serbest piyasa mekanizmasının temin edilmesini ifade eder.<sup>30</sup> Liberalleşme birlikte artan finansal entegrasyon ise sermayenin serbest dolaşımı ve finansal hizmetlerin serbestleşmesi gibi iki önemli özelliği barındırır.<sup>31</sup>

20.yy son çeyreğinde yaşanan ekonomik bütünleşme sürecinde öncelikle ekonomik, teknolojik ve politik gelişmeler yaşanmış, sonrasında ülke ekonomilerinde finansal liberalizasyon uygulamaları başlamış ve ülkeler uluslararası sermaye akımları üzerindeki kısıtlamalarını azaltmıştır. Bu durum sermaye piyasalarının küreselleşmesini hızlandırarak, küresel çapta, yatırımcıların hisse senedi piyasalarına olan ilgisinin artmasına vesile olmuştur.<sup>32</sup>

İkinci dünya savaşından sonra Bretton Woods anlaşması ile küresel finans sistemde bozulan dengelerin yeniden inşa edilmesi amaçlanmıştır. Bretton Woods anlaşmasında yer alan ülkeler, döviz kurlarını sabitlemeyi veya en azından önceden belirlemiş nominal kurun % 1 üzerinde veya altında tutmayı taahhüt etmişti. Bretton Woods anlaşmasının 1971 yılında geçersiz hale gelmesiyle birlikte dünya ekonomisi ani bir değişim sürecine girmiştir. Bu değişim sürecinde finans piyasaları, döviz kuru ve faiz oranı gibi çeşitli finansal risklerle karşı karşıya kalmıştır. Bu durum finans piyasalarında “risk yönetimi” kavramının önemini anlaşılmasına vesile olmuştur. Bu süreçle birlikte finansal riskten kaçınmak veya riski azaltmak amacıyla yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Bu araçlar zamanla “türev finansal varlıklar” olarak adlandırılmıştır ve bunlara örnek olarak; futures, forward, opsiyonlar ve swaplar verilebilir.

---

<sup>30</sup> Erhan Arda, **Ekonomi Sözlüğü**, Alfa Yayınları:1080, 2002, s:558

<sup>31</sup> Ahmet Ay ve Fatih Mangır, **a.g.e.**, ss:123-141

<sup>32</sup> Levent Çıtlak ve Onur Gözbaşı, “**İMKB ile Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Bütünleşmenin Temel Endeks ve ana Sektör Endeksleri Temelinde Analizi**”, Dokuz Eylül Ün. İİBF Dergisi Cilt:22 Sayı:2 Yıl:2007 ss:249-271



Finansal türev varlıklar; değerleri, hisse senetleri, tahviller, yabancı para, faiz ve emtia gibi varlıklara bağlı olan finansal varlıklardır. Söz konusu türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalar da Türev piyasalar olarak adlandırılmaktadır.<sup>33</sup>

Finansal liberalizasyon sürecinde en yoğun işlem hacmine sahip olan pazarlardan biri de türev piyasalarıdır. *Tablo 1*'de 2004-2014 yılların arasında tezgah üstü türev piyasasının miktarı verilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı gibi söz konusu yıllar itibarıyla türev piyasasında yüksek oranlı bir büyüme trendi oluşmuştur.

**Tablo 1: Tezgah Üstü Piyasada İşlem Gören Türev Varlıkların Miktarı (Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives) /Risk Kategorileri ve Ürünler (2004-2014)**

Dolaşımdaki Türev Ürün Tutarı (milyar dolar)	Dec.04	Dec.05	Dec.06	Dec.07	Dec.08	Dec.09	Dec.10	Dec.11	Dec.12	Dec.13	Dec.14
<b>Toplam Kontrat</b>	<b>258628.4</b>	<b>299260.9</b>	<b>418131.4</b>	<b>585932.3</b>	<b>598147.5</b>	<b>603899.8</b>	<b>601046.4</b>	<b>647810.8</b>	<b>635684.8</b>	<b>710632.5</b>	<b>630149.7</b>
<b>Döviz Kontratları</b>	<b>29288.3</b>	<b>31360.38</b>	<b>40270.9</b>	<b>56238.25</b>	<b>50042.26</b>	<b>49181.02</b>	<b>57795.89</b>	<b>63381.39</b>	<b>67358.4</b>	<b>70552.6</b>	<b>75878.82</b>
Forwards and forex swapları	14950.5	15872.86	19882.38	29143.71	24493.59	23129.19	28433.27	30525.72	31718.02	33218.5	37075.51
Para swapları	8222.767	8503.919	10791.61	14346.68	14940.77	16509.01	19271.07	22791.03	25420.03	25447.88	24203.51
Opsiyonlar	6115.049	6983.615	9596.922	12747.87	10607.91	9542.828	10091.55	10064.66	10220.36	11886.23	14599.82
<b>Faiz kontratları</b>	<b>190501.9</b>	<b>211970.5</b>	<b>291581.5</b>	<b>393138.1</b>	<b>432657.1</b>	<b>449874.7</b>	<b>465259.6</b>	<b>504117.5</b>	<b>492604.6</b>	<b>584799.2</b>	<b>505453.9</b>
Forward faiz anlaşmaları	12788.66	14268.68	18667.89	26598.76	41561.29	51779.17	51587.03	50595.84	71960.2	78809.73	80835.73
Faiz oranı swapları	150631.3	169106.2	229693.1	309588.3	341127.6	349288	364377.2	402610.6	372293	456725.4	381027.6
Opsiyonlar	27081.95	28595.6	43220.52	56951.06	49968.24	48807.61	49295.45	50911.05	48351.38	49264.09	43590.61
<b>Hissenedine bağlı kontratlar</b>	<b>4384.969</b>	<b>5793.211</b>	<b>7487.958</b>	<b>8469.328</b>	<b>6471.092</b>	<b>5937.488</b>	<b>5634.927</b>	<b>5982.346</b>	<b>6251.373</b>	<b>6560.408</b>	<b>7940.963</b>
Forward ve swaplar	755.749	1176.531	1767.482	2233.005	1626.832	1652.006	1828.265	1738.401	2044.5	2276.549	2495.273
Opsiyonlar	3629.225	4616.685	5720.482	6236.328	4844.253	4285.479	3806.66	4243.951	4206.877	4283.871	5445.695
<b>Emtia kontratları</b>	<b>1444.565</b>	<b>5434.498</b>	<b>7115.01</b>	<b>8455.496</b>	<b>4427.084</b>	<b>2944.018</b>	<b>2921.99</b>	<b>3091</b>	<b>2587.12</b>	<b>2204.125</b>	<b>1868.373</b>
Altın	370.355	334.351	639.888	594.752	394.906	423.184	396.564	521.241	485.789	341.214	299.943
Diğer emtialar	1074.21	5100.147	6475.122	7860.744	4032.178	2520.834	2525.426	2569.759	2101.331	1862.911	1568.43
Forward ve swaplar	558.451	1909.086	2812.52	5084.938	2471.302	1674.907	1781.2	1745.375	1362.74	1259.517	1053.326
Opsiyonlar	515.76	3191.061	3662.607	2775.803	1560.879	845.923	744.21	824.384	738.594	603.393	515.102
<b>Kredi temerrüt swapları (CDS)</b>	<b>6395.744</b>	<b>13908.29</b>	<b>28650.27</b>	<b>58243.72</b>	<b>41882.67</b>	<b>32692.68</b>	<b>29897.58</b>	<b>28626.16</b>	<b>25068.45</b>	<b>21019.82</b>	<b>16398.9</b>
Tek varlığa dayalı enst.	5116.765	10432.04	17879.28	32486.27	25739.93	21917.05	18144.58	16865.18	14308.94	11324.07	9040.865
Çok varlığa dayalı enst.	1278.979	3476.247	10770.99	25757.45	16142.75	10775.63	11753	11760.97	10759.51	9695.752	7358.034
CDS Endeks ürünleri	...	...	...	...	...	...	7476.428	10506.25	9656.437	8746.209	6747.27
<b>Ayrıştırılmamış varlıklar</b>	<b>26612.9</b>	<b>30793.98</b>	<b>43025.78</b>	<b>61387.43</b>	<b>62667.2</b>	<b>63269.87</b>	<b>39536.36</b>	<b>42612.49</b>	<b>41814.85</b>	<b>25496.31</b>	<b>22608.72</b>
<b>Gross market values</b>											
	<b>Dec.04</b>	<b>Dec.05</b>	<b>Dec.06</b>	<b>Dec.07</b>	<b>Dec.08</b>	<b>Dec.09</b>	<b>Dec.10</b>	<b>Dec.11</b>	<b>Dec.12</b>	<b>Dec.13</b>	<b>Dec.14</b>

<sup>33</sup> Nurgül Chambers, "Türev Piyasalar", 3.Basım Beta Basım, İstanbul 2007 s:1

<b>Toplam Kontrat</b>	<b>9407.434</b>	<b>9799.728</b>	<b>9790.78</b>	<b>15802.5</b>	<b>35280.72</b>	<b>21541.63</b>	<b>21298.06</b>	<b>27296.71</b>	<b>24953.35</b>	<b>18825.39</b>	<b>20880.33</b>
<b>Döviz Kontratları</b>	<b>1546.302</b>	<b>996.933</b>	<b>1265.746</b>	<b>1806.943</b>	<b>4083.882</b>	<b>2069.726</b>	<b>2482.474</b>	<b>2592.275</b>	<b>2313.008</b>	<b>2284.115</b>	<b>2943.716</b>
Forward ve forex swapları	643.235	406.027	468.582	674.534	1830.162	683.223	885.581	922.668	805.578	824.398	1204.656
Para swapları	745.009	452.817	600.956	817.187	1633.068	1042.626	1234.76	1324.451	1258.603	1186.305	1350.504
Opsiyonlar	158.064	138.095	196.216	315.23	620.653	343.883	362.14	345.166	248.834	273.417	388.559
<b>Faiz kontratları</b>	<b>5416.957</b>	<b>5397.159</b>	<b>4825.849</b>	<b>7176.526</b>	<b>20086.86</b>	<b>14019.73</b>	<b>14746.12</b>	<b>20000.89</b>	<b>19038.32</b>	<b>14199.93</b>	<b>15608.18</b>
Forward faiz anlaşmaları	22.285	22.143	32.105	41.059	165.47	80.291	206.029	67.468	47.709	107.812	144.987
Faiz oranı swapları	4903.024	4777.773	4162.983	6182.605	18157.54	12575.65	13138.67	18045.77	17285	12918.51	13946.46
Opsiyonlar	491.645	597.244	630.767	952.861	1763.854	1363.788	1401.413	1887.649	1705.614	1173.605	1516.729
<b>Hissenedine bağlı kontratlar</b>	<b>498.326</b>	<b>581.923</b>	<b>852.784</b>	<b>1141.901</b>	<b>1111.77</b>	<b>708.132</b>	<b>647.747</b>	<b>673.223</b>	<b>599.77</b>	<b>700.001</b>	<b>614.733</b>
Forward ve swaplar	76.072	111.782	166.38	238.729	335.23	176.473	167.275	155.524	156.645	202.411	177.624
Opsiyonlar	422.255	470.141	686.403	903.171	776.542	531.659	480.466	517.7	443.126	497.591	437.106
<b>Emtia kontratları</b>	<b>170.41</b>	<b>870.698</b>	<b>667.487</b>	<b>1898.413</b>	<b>955.166</b>	<b>545.136</b>	<b>526.203</b>	<b>466.489</b>	<b>346.684</b>	<b>263.783</b>	<b>317.49</b>
Altın	31.855	51.03	56.215	69.573	64.69	48.081	47.28	63.115	42.395	47.268	32.341
Diğer emtialar	138.555	819.668	611.272	1828.84	890.476	497.055	478.923	403.374	304.289	216.515	285.149
<b>Kredi temerrüt swapları (CDS)</b>	<b>133.483</b>	<b>242.589</b>	<b>470.0495</b>	<b>2019.87</b>	<b>5116.235</b>	<b>1801.28</b>	<b>1352.423</b>	<b>1586.113</b>	<b>847.63</b>	<b>653.425</b>	<b>593.026</b>
Tek varlığa dayalı enst.	111.6945	171.125	277.86	1158.178	3262.726	1242.781	885.806	958.218	526.88	369.192	365.726
Çok varlığa dayalı enst.	21.7885	71.464	192.1895	861.6925	1853.509	558.499	466.617	627.895	320.75	284.233	227.3
Ayrıştırılmamış varlıklar	1641.956	1710.426	1708.864	1758.844	3926.803	2397.619	1543.098	1977.714	1807.932	724.1425	803.1883
Dip notlar											
Brüt Kredi Genişliği	2075.213	1900.213	2036.195	3255.512	5005.211	3520.668	3479.98	3938.474	3611.53	3032.749	3358.23

**Kaynak:** Bank for International Settlements (BIS) <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>  
e.t:01.08.2015

Finansal bütünleşmenin hız kazanmasında özel sermaye fonlarının etkisi büyüktür. Bu fonlar özellikle gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Bütünleşme sürecinin en büyük destekçisi olan unsur, uluslararası sermaye hareketlerine imkan sağlayarak yabancı yatırımcının yerli araçlara, yerli yatırımcının da yabancı araçlara ulaşmasına izin veren politikalarıdır. Finansal bütünleşme sayesinde yasal zorunluluklar azalmış, işlem maliyetleri düşmüş, teknolojik ve finansal yeniliklerin gelişimi hız kazanmıştır. Ancak diğer taraftan da artan bütünleşme nedeniyle özellikle uluslararası portföy çeşitlendirmesi yoluyla getiri sağlama ve risk yönetimi gibi stratejiler zayıflamıştır.<sup>34</sup> Çünkü uluslararası portföy çeşitlendirmesini risk getiri yönetimi açısından tek bir pazara yatırım yapılmasından daha etkili olduğu kabul görülmektedir. Uluslararası çeşitlendirmenin altında yatan önemli strateji, uluslararası hisse senetlerinin,

<sup>34</sup> Levent Çıtlak ve Onur Gözbaşı, a.g.e. ss:249-271

benzer pazarlardan ziyade birlikte hareket etme seviyesi düşük pazarlara yönelim göstermesidir.<sup>35</sup>

Dünya finans sisteminde (para ve sermaye piyasalarında), uluslararası finansal ilişkilerin yoğunlaşması, bilişim-iletişim teknolojisindeki yenilikler ve risk yönetiminin giderek önem kazanması gibi nedenlerle, çok hızlı gelişmeler yaşanmaktadır. Finansal sistemler bir taraftan bütünleşirken bir taraftan büyümeye devam etmektedir. Süreç içerisinde finansal kurumlar, ulusal veya uluslararası rekabette sürekli yeni yeni teknikler ve ürünler geliştirmeye mecbur kalmaktadır. Bu esnada finansal araçların sayısında da artış gözlemlenmektedir. Entegre bir finansal sistemde rekabet edebilmek için finansal yenilikler elde etmek gerekir. Bu yenilikler türev ürünler ve bunların işlem göreceği borsalar aracılığıyla finansal derinliğin artışına katkıda bulunur.<sup>36</sup> Özellikle uluslararası bankacılıkta yaşanan yoğun rekabet ve türev piyasalarda artan teknikler yeni ürünlerin yaratımını hızlandırmaktadır. Hızla hareket eden ve gelişen finansal piyasalardaki gelişmeler, finansal piyasaların bütünleşmesine hız kazandırırken bu piyasaların değişkenliği de arttırmaktadır. Bu gelişme ve değişkenlikleri zamanında ve doğru bilgiler ışığında izleyebilmek gerekmektedir ve bu nedenle yeni teknolojilerin geliştirilmesi için büyük yatırımlar yapılmaktadır.

Ünlü yönetim bilimci Peter F. Duraker'in ifade ettiği gibi günümüzde sadece finansal sektörlerde değil bütün sektörlerde temel güç "bilgi" ye ulaşma ve onu etkin bir şekilde kullanmaya dayanmıştır. Bilgi, artık en temel ekonomik kaynaktır.<sup>37</sup> İçinde bulunduğumuz çağdaki gelişmeler göz önüne alındığında Duraker'in öngörüsünün haklılık payı gitgide artmaktadır. Bugün finans

---

<sup>35</sup> Thoumas Flavin ve Ekaterini Panopoulou, "International Portpholio Diversification and Market Linkages in the Presence of Regime-Switching Volatility" Institutue for International Integration Studies (IIIS) Discussion Paper No:167 June 2006 ss:1-35

<https://www.tcd.ie/iiis/documents/discussion/pdfs/iiisd167.pdf> e.t:02/08/2015

<sup>36</sup> Şahin Bulut ve Abdullah Özdemir, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve "Dow Jones Industrial" Arasındaki İlişki:Eşbütünleşme Analizi", Celal Bayar Ü. İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi Cilt:19 Sayı:1 Yıl:2012

<sup>37</sup> Peter F. Drucker, "Kapitalist Ötesi Toplum" İnkılap Kitabevi,1998, s:18

sektöründe sağlanan teknolojik alt yapılar finans alanındaki teorisyen ve uygulamacıların yeni finansal araçlar üretmesine katkı sağlamaktadır.<sup>38</sup>

Menkul kıymet piyasaları, finans piyasaları içerisinde en hızlı bütünleşen piyasalar olmuştur. Bunun sonucu olarak da ekonomide ortaya çıkan büyük çaplı krizlerden ve kriz dönemlerindeki ani fon hareketlerinden (sıcak para ) en fazla etkilenen kurumlardan birisi de ülke borsaları olmaktadır. Sermaye akımlarının önündeki kontrollerin kalkması, finansal serbestleşme politikaları, iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler finansal entegrasyonun hızlanmasına katkı sağlarken ortaya çıkabilecek krizlerinde sermaye piyasaları arasında hızla bulaşmasına neden olmaktadır.<sup>39</sup> Bir örnek verecek olursak: Meksika 1994’te bir finansal kriz yaşamış bu krizin etkileri tüm Latin Amerika ekonomilerinde hissedilmiştir.<sup>40</sup> Söz konusu krizde Meksika pesosunun değer kaybı ve devalüasyon hemen akabinde Arjantin ve Brezilya ekonomilerinde spekülasyon etkileri üretmiş ve “Tekila Krizi” olarak bilinen kriz sürecini doğurmuştur.<sup>41</sup>

### **1.1.1. Finansal Entegrasyonun Finans Sistemi Açısından Sağlayacağı Yararlar**

Finansal entegrasyonun finans sistemine sağlayacağı faydalar şunlardır diyebiliriz:<sup>42</sup>

- Rekabeti artırıcı etki yapar: Rekabetin artması, yatırım olanaklarının ve likiditenin artmasına zemin hazırlar. Sektördeki hizmet kalitesini artırır. Daha geniş yatırım fırsatları, kalite artışı ve düşük fiyatlar, bulunduğu ekonomide ticaretin gelişmesini sağlayacaktır. Finansal piyasaların gelişimi finansal ürün çeşitliliğini artıracaktır. Menkul kıymet ihraçları

<sup>38</sup> Ali Ceylan, “**Finansal Teknikler**” 3.Baskı Ekin Kitabevi, Bursa, 1998 s:167

<sup>39</sup> Umut Evlimoğlu ve Funda Çundur, “**İMKB ile Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Karşılıklı Bağlantıların Küresel Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin İncelenmesi**” ,Uludağ Ü. İİBF Dergisi Cilt:XXXI Sayı:1 2012 ss:31-58

<sup>40</sup> Chen, Gong-meng, Firth, Michael ve Rui, Oliver Meng (2002), “**Stock Market Linkages: Evidence from Latin America**”, Journal of Banking & Finance, 26: 1113–1141.

<sup>41</sup> Delice, Güven (2003), “**Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif**”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, 20. 57-81.

<sup>42</sup> Selin Zaman, **a.g.e.** s:8

ihraççı kurumlar açısından daha verimli sonuçlanacaktır. Bu gelişmeler yatırımcının da lehine bir durum oluşturacaktır.

- Şeffaflığı artırıcı etki yapar: Şeffaflığın artması, fon akımlarının artmasına, etkin uluslararası portföy çeşitlendirilmesine imkan sağlar.
- Riskin paylaşımını ve riskin daha etkin bir şekilde yönetilmesine ortam sağlar.<sup>43</sup>
- Finansal piyasada hizmet sunan bankaların, aracı kurumların ve finansal hizmetlerin yurt dışına açılmasına ve küresel bir boyut kazanmasını sağlar. Böylece ekonomideki bu birimlerin uluslararası sermaye kaynaklarına ulaşım imkanı artar.
- Entegrasyonun finansal disiplin ve uluslararası piyasalarla adapte olma gayretleri, piyasanın ruhuna sirayet etmekte ve sermaye stoklarının birikimi, faiz oranı hareketleri, tasarruf ve yatırım faaliyetlerinin uyumlaştırmaktadır.
- Entegrasyonla birlikte artan hareket özellikle banka ve diğer sermaye kurumlarının yeni şubelerin açılmasına ve istihdamın artmasına vesile olmaktadır.
- Serbestleşen ortamda yerli yatırımcı yabancı finansal araçlara yatırım yapabilirken, yabancı yatırımcı da yerli finansal araçlara yatırım yapabilmektedir.
- Politika yapıcılar açısından finansal entegrasyon ortamı daha disiplinli ve gerçekçi ekonomi politikalarını ve istikrar yönlü adımları teşvik edicidir.<sup>44</sup>

### **1.1.2. Finansal Entegrasyonun Finans Sistemi Açısından Taşıdığı Riskler**

Finansal entegrasyonun finansal piyasalar açısından taşıdığı riskleri şöyle sıralayabiliriz:

---

<sup>43</sup> Selin Zaman, a.g.e. s:8

<sup>44</sup> Selin Zaman, a.g.e. s:10

- Entegrasyonla birlikte riskler çeşitlenmiş, büyümüş ve kolay yayılır hale gelmiştir. Bu nedenle bir piyasada yaşanan belirsizlik ve kriz hali entegre olmuş diğer piyasalara daha hızlı bir şekilde sirayet etmektedir.
- Entegrasyon, ekonomilerde yapısal değişimlere neden olmaktadır. Bu nedenle entegrasyon süreci iyi takip edilmeli ve olası bir tehdit karşısında zamanında önlem alınmalıdır <sup>45</sup>
- Uluslararası sermaye piyasalarındaki rekabet artışı özellikle türev piyasalarda çok kısa bir sürede yeni türev ürünlerin çıkmasını teşvik etmektedir. Ancak bu yeni finansal ürünler yazıldıkları dayanak varlıkların reel piyasalardaki koşullarından kopmakta ve kendi başlarına yeni bir işlem piyasası oluşturmaktadır. Bu durum ise söz konusu finansal varlıkların yapay (suni) bir değer taşımasına ve zamanla artan işlem hacmiyle birlikte pazarlarında finansal balonların oluşmasına neden olmaktadır. <sup>46</sup>

### 1.1.3. Finansal Entegrasyonun Yatırım Stratejilerine Etkisi

Entegrasyon, dünya kaynaklarının etkin kullanımına yardımcı olur, sistematik riskin etkisinin yurtdışı yatırımlarla dağıtılmasına fırsat sağlar, yurt içi ve yurtdışı piyasadaki borçlanma alternatiflerini artırır. Entegrasyon sürecinde hisse senedi piyasalarındaki benzeşmeler ve ayrışmalar :<sup>47</sup>

- Ekonomiler arası ticaret hacimleri,
- Aynı ekonomik ve siyasi birliğe üye olup olmama,
- Aynı coğrafi bölgede olup olmama,
- Ekonomi endüstrilerinin uzmanlık alanları ve düzeyleri,
- Büyüme oranları ve ekonomik istikrar,

<sup>45</sup> Bengü Vuran, "İMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri İle İlişkisinin Eşbütünlük Analizi İle Belirlenmesi", İstanbul Ü. İşletme Fakültesi Dergisi 39,1(2010)154-168

<sup>46</sup> 2008 Krizinden sonra yapılan analizlerde görüldüğü gibi sadece sermaye piyasalarında işlem gören menkul varlıklarda değil aynı zamanda şirketlerin de aktiflerinde yer alan gerçekte değeri olmayan varlıkların (toksik varlıklar) şirket bilançolarında şişkinliğe ve fiktif karlara neden olmuştur. (Kaynak: Ahmet Vecdi Can, "Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi (Accounting Of The Crisis And The Crisis Of The Accounting)", Mali Çözüm Dergisi Sayı 97-2010, ss:21-48)

<sup>47</sup> Tuncay Çelik ve Derviş Boztosun, "Türkiye Borsası İle Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisi", Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:36, Ağustos-Aralık 2010 ss:57-71

- Nüfus artış oranları,
- Para ve maliye politikaları,
- Liberalizasyon seviyeleri,
- Politik istikrar,
- Ekonomik hedefler gibi faktörlere bağlı olarak değişim gösterebilirler.

Portföy yönetimi açısından ise piyasaların bütünleşmesi değil ayrışması idealdir. Hisse sendi getirileri arasında düşük korelasyon olan farklı piyasaların varlığı, yatırımcılara uluslararası çeşitlendirme yapma imkanı sunarak yatırımcılara risklerini minimize etme fırsatı sunmaktadır.<sup>48</sup> Entegrasyon etkisini artırdıkça finansal piyasaların benzeşmesi de artacak ve bu artış korelasyon katsayılarını pozitif yapacaktır. Piyasalar arasındaki pozitif korelasyon ise aynı anda iki piyasada pozisyon almanın risk azaltma açısından faydasız hatta riski artırıcı bir eylem olmasına neden olacaktır.

Uluslararası portföy yatırımları hem spekülatif kazanç sağlarken hem de risk yönetimi için fırsatlar sunabilir. Ancak uluslararası finansal entegrasyon arttıkça uluslararası portföy getirileri azalacaktır.<sup>49</sup> Bu durumun nedenlerinden birisi iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin, ekonomi aktörlerinin ortaya çıkan yeni durumlar karşısında çok kısa sürede reaksiyon göstererek uyum sağlama sürelerini kısaltmış olmasıdır. Bilginin hızla yayılması ait olduğu finansal varlığın fiyatına çok kısa sürede yansımaktadır. Hem bilgi akışının hızlı olması hem de bu bilgiye ulaşan yatırımcı sayısının artması, piyasalar arasındaki fiyat marjlarını daraltmıştır ve özellikle arbitraj gibi kazanç tekniklerinin getirisini düşürmüştür.

Finansal entegrasyon düzeyinin artması, getiri oranlarının fon maliyetlerine yaklaşmasına neden olmuştur. Finansal bütünleşme ile arbitraj fırsatı kaybolmaktadır. Yani sermaye akımı mükemmelleştikçe, sermaye getirisi

---

<sup>48</sup> Tuncay Çeli ve Derviş Boztosun, a.g.e. ss:57-71

<sup>49</sup> Onur Gözbaşı, "İMKB ile Gelişmek Olan Ülke Hisse Senedi Piyasalarının Etkileşimi: Eşbütünleşme ve Nedensellik Yaklaşımı", Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:35 Ocak-Temmuz 2010 ss:98-118

bütünleşen ekonomilerde aynı olur.<sup>50</sup> Mükemmel entegrasyonun olmadığı piyasalarda yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yoluyla getirilerini artırabilmektedir. Özellikle risk yapıları farklı varlıkların yoğun olduğu portföylerde çeşitlendirme başlıca stratejilerdendir. Ancak entegrasyon piyasalar arasındaki benzeşme esnasında risk unsurlarının da benzeşmesine neden olur. Bu durumda çeşitlendirmenin pek bir etkisi kalmayacaktır. Güçlü entegrasyon varlığı ülkeler arasındaki yayılma etkisini de artırmaktadır.<sup>51</sup>

Borsalar arasındaki bütünleşme ve bağımlılık kriz dönemlerinde artmaktadır.<sup>52</sup> Asya finansal krizi sırasında Arjantin, Brezilya, Şili ve Meksika ile Hong Kong Pazar indeksleri arasındaki korelasyonun iki katına çıktığını belirtmektedir. Literatürde, Kuper ve Lestano (2007) yaptıkları çalışmada Tayland ve Endonezya'yı izlemişler ve bu iki ülke finansal pazarları arasında kesin bir bağımlılık tespit etmişler ancak bu bağımlılığın kriz dönemlerinde azaldığını da ortaya koymuşlar.<sup>53</sup>

Bu çalışmada ele alınan ülke borsalarına ilişkin bazı temel verilere de grafikler yardımıyla yer verilmektedir. Günümüzde borsa ve ekonomi arasındaki ilişkinin varlığın ve boyutu hakkında çok sayıda akademik inceleme yapılmıştır. Finans literatüründe ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşime yönelik farklı görüşler de mevcuttur. Son dönemlerdeki çoğu çalışmada finansal piyasaların ekonominin gelişimine katkı sağladığı çeşitli kantitatif analizler eşliğinde belirtilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde borsa kapitalizasyonunun ve borsa devir hızının<sup>54</sup> ekonomik büyümeye katkı sağladığı akademik çalışmalarda ifade edilmektedir.<sup>55</sup>

---

<sup>50</sup> Şeref Bozoklu ve İpek M. Saydam, "BRIC Ülkeleri ve Türkiye Arasındaki Sermaye Piyasaları Entegrasyonunun Parametrik ve Parametrik Olmayan Eşbütünleşme Analizi", Maliye Dergisi Sayı:159 Temmuz-Aralık 2010 ss:416-431

<sup>51</sup> Şeref Bozoklu ve İpek M. Saydam, a.g.e. s:416-431

<sup>52</sup> Chen, Gong-meng, Firth, Michael ve Rui, Oliver Meng , a.g.e.. ss: 1113-1141

<sup>53</sup> Kuper, Gerard H. ve Lestano, Lestano, "Dynamic Conditional Correlation Analysis of Financial Market Interdependence: An Application to Thailand and Indonesia", Journal of Asian Economics, 18(4) 2007 ss: 670-684.

<sup>54</sup> Borsa Devir Hızı (Turnover Ratio) işlem görme oranıdır.

$$Borsa Devir Hızı = \frac{İşlem Hacmi}{Piyasa Kapitalizasyonu}$$



Gelişmiş ve etkin bir finansal sistem, bulunduğu ekonomide kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmasına katkıda bulunarak hem kaynak verimliliğini artırır hem de ekonomideki tasarruf oranını artırıcı bir etki yaparak ekonomik gelişmeye yardımcı olmaktadır.<sup>56</sup> Finansal sistem ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan iki farklı görüş olduğu aktarılmaktadır: birincisi finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi belirlediği “arz-öncüllü hipotez”, diğeri ise ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi belirlediği “talep-izleyici hipotez”dir.<sup>57</sup>

Akkay bir çalışmasında, finansal gelişme ve ekonomik büyümeyle ilgili kuramsal bir çerçeve çizerek, finansal gelişme-ekonomik büyüme literatürünü incelemiştir. Akkay’ın çalışmasında sunduğu literatürdeki bazı çalışmalara birkaç örnek verecek olursak:<sup>58</sup>

- ✓ Bagehot (1873) yaptığı çalışmada, merkez bankalarının likidite krizi dönemlerinde son borç verme mercii olma fonksiyonlarının etkinliğini irdelemiştir.
- ✓ Fisher (1933), ekonomik bunalımların nedenlerini araştırmış ve bu bunalımların temelinde olduğunu iddia ettiği iki bileşimin: birinin aşırı borçluluk diğeri de deflasyon olduğunu belirtmiştir.
- ✓ Schumpeter (1934), iyi işleyen bir bankacılık sisteminin yeni üretim teknolojileri için gerekli fonların teminini kolaylaştıran ve bu nedenle ekonomik büyümeye katkı sağlayan bir unsur olduğunu belirtmektedir.

---

(Kaynak: Emrah Özbay, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Şirketlerin Yıllar İtibariyle Şeffaflık Düzeyleri İle Likiditeleri Arasındaki İlişki (1195-2005)” (yayımlanmamış YL Tezi) İstanbul Teknik Ün. SBE 2007, s:31)

<sup>55</sup> Abdulkadir Kaya, “Menkul Kıymet Piyasaları Ekonomik Büyümenin Bir Dinamiği Midir? Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Panel Veri Analizi”, Atatürk Ün. İİBF Dergisi Cilt:28 Sayı:4 2014 ss:285-306

<sup>56</sup> Belkıs Seval, Serra E. Sarioğlu ve Ebru Demirci, “Finansal Piyasaların Gelişiminin Ekonomik Büyümeye Etkisi Var mıdır? Türkiye Örneği (1987-2006)”, Selçuk Ün. 14. Ulusal Finans Sempozyumu Kasım 2010 <http://serpam.org/wp-content/uploads/SevalEren-SarioğluDemirci2010.pdf> e.t: 31.08.2015

<sup>57</sup> Belkıs Seval, Serra E. Sarioğlu ve Ebru Demirci, a.g.e. <http://serpam.org/wp-content/uploads/SevalEren-SarioğluDemirci2010.pdf> e.t: 31.08.2015

<sup>58</sup> Reşat Can Akkay, “Teoride ve Uygulamada Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, Derin Yayınları:067 İstanbul 2012 ss:11-28

- ✓ Gurney ve Shaw (1955), finans piyasalarında aracı rol üstlenen finansal kurumların artması, finansal ürün ve hizmetlerin çeşitlenmesi tasarruf- yatırım sürecine olumlu etki yapacak ve böylece ekonominin büyümesine dolaylı bir katkı sağlayabileceğini belirtmişlerdir.
- ✓ Hicks (1969), kaynakların sermaye mallarına doğru aktarılabilmesi ve tasarruf sahiplerine likit finansal varlıkların sunulmasını önemini vurgulamıştır. Böylece sanayileşme sürecinde büyük ölçekli yatırımlar ve teknolojik yatırımlar gibi kalıcı yatırımların yapılabilmesine zemin hazırlanacaktır. Finansal piyasaların faydası işlemleri azaltması, risk yönetimi, fonların etkin dağılımını saylamak gibi niteliklerdir.
- ✓ Goldsmith (1969), üretim etkinliğini sağlayacak teknolojik gelişmelerin, iyi işleyen bir bankacılık sistemi tarafından fonlanabileceğini ve böylece ekonomiye katkı sağlanmış olacağını ileri sürer.

Literatürde finansal sistem ile ekonomik büyüme arasında doğrudan ya da dolay bir ilişki olduğunu ileri süren çok sayıda çalışma bulunmaktadır.

## 1.2.Finansal Entegrasyon Sürecinde Portföy Yönetimi

Finansal entegrasyon süreci içerisinde portföy yönetiminde izlenen stratejiler daha dinamik ve karmaşık hesaplamalara dayalı modellemeler yardımıyla şekillenmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde portföy teorilerine, portföy performansını ölçmek için geliştirilmiş ölçüm tekniklerine ve uluslararası portföy yatırımı kavramlarına değinilecektir.

### 1.2.1. Portföy Teorileri

#### 1.2.1.1. Geleneksel Portföy Teorisi

Geleneksel portföy teorisi, 1950’li yıllara kadar hem teoride hem de uygulamada geniş bir kullanım alanı bulmuş ancak bilimsel bir dayanağının olmaması nedeniyle de yoğun eleştiriler almış bir yatırım teorisidir.<sup>59</sup> Bu teoride amaç, yatırımcının faydasını maksimum yapmaktır. Bu portföy yaklaşımında portföy getirisi, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin temettü ve belli bir dönemdeki değer artışlarıdır.<sup>60</sup> Bu nedenle söz konusu portföydeki varlıkların gelecekteki değerlerini tahmin etmek çok önemlidir.

Geleneksel teoriye göre, portföydeki menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmezler ve bu durumda portföyün riski tek bir menkul kıymetin riskinden daha küçük olacaktır. Bu nedenle riski dağıtmak için portföydeki menkul kıymet sayısını artırmak gereklidir. Bu yaklaşıma “bütün yumurtaları aynı sepete koymama” stratejisi denilebilir.<sup>61</sup>

Geleneksel portföy kuramının belli aşamaları vardır.<sup>62</sup>

1. Yatırımcıya ait bilgilerin toplanması: Yatırımcının portföye katacağı fonun, ilerleyen zamanda, yatırımcı tarafından baskıya maruz kalmaması gerekir. Yatırımcının temel ihtiyaçlarını

<sup>59</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, “**Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**”, 3.Baskı;Ekin Kitabevi Bursa 1998, s:139

<sup>60</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, “**Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**”,s:123

<sup>61</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, “**Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**”,s:123

<sup>62</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, “**Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**”,s:124-134

karşılabilme oranı ve yatırıma ayıracağı fonların düzeyi ile bu şekilde ayırdığı fonların tekrar başka amaçlar için çözülmesi olasılığı araştırılmalıdır. Yatırımcının portföye aktardığı fona muhtaç olmaması, gelir düzeyinin, tüketim eğiliminin, tasarruf eğiliminin, hukuki durumunun, geleceğe ilişkin beklentilerinin ve risk algısının önceden belirlenmesi gereklidir.

2. Portföy amacının saptanması; temel amaç kabul edilebilir en yüksek risk seviyesinde, portföyünden en yüksek getiriye elde etmektir.
3. Yatırım politikaları oluşturularak, yatırım sürecinde izlenecek yol belirlenir.
4. Portföyde yer alacak varlıkların seçimi; geleneksel yaklaşıma göre, yatırım yapılırken daha çok sayıda varlık eklenir ve farklı endüstrilere ait hisseler yer verilir, eğer portföyde tahvil varsa aynı vadeye sahip tahvillerin ağırlığı azaltılır.

Geleneksel portföy yönetimi yaklaşımı yalın çeşitlendirme ilkesine dayanmaktadır. Yalın çeşitlendirmeye göre, portföye ne kadar çok menkul kıymet eklenirse o kadar etkin bir çeşitlendirme yapılmış ve risk azaltılmış olur. Çeşitlendirmede ise bazı stratejiler izlenebilir.<sup>63</sup>

1. Farklı endüstrilere ait menkul kıymetler eklenebilir,
2. Farklı işletmelere ait hisse senetleri eklenebilir,
3. Farklı bölge ve ülkelerdeki işletmelerin hisse senetleri eklenebilir,
4. Hisse senedi, tahvil vb. araçlar eklenebilir,
5. Yatırım ortaklığı, yatırım fonu vb. fonlara ait varlıklar eklenebilir,
6. Çeşitli ürün üreten işletmelerin hisse senetleri eklenebilir,
7. Geçmiş fiyatları aynı yönde hareket etmeyen işletmelerin hisse senetleri eklenebilir.

---

<sup>63</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi", s:137

### 1.2.1.2. Modern Portföy Yönetimi

Modern Portföy Teorisi, portföydeki menkul kıymet sayısını artırarak yapılacak bir çeşitlendirilmenin portföyün riski azalmayacağını, çünkü, portföydeki menkul kıymetlerin getirilerinin aynı ya da ters yönde hareket edebileceğini söyler.<sup>64</sup>

Modern Teorinin kurucusu olarak bilinen Harry Markowitz, 1952'deki çalışmasında, portföyde bulunan menkul kıymetlerin, belirli risk düzeyinde gerçekleştirilmesi mümkün olan maksimum getiri oranının nasıl elde edilebileceğini araştırmıştır.<sup>65</sup> Markowitz çalışmalarında, portföy riskinin, portföydeki varlıkların risklerinden daha az olabileceğini ve belirli koşullarda portföyün sistematik olmayan riskini sıfırlanabileceğini belirtmiştir. Ayrıca ileri sürdüğü üstünlük ilkesine göre de yatırımcıların aynı risk düzeyinde maksimum getirili ve aynı getiri düzeyinde ise minimum riskli portföylere öncelik vermektedirler. Markowitz'e göre menkul kıymet seçiminde etkin sınır söz konusudur. Etkin sınır ise kuadratik programlama yolu ile elde edilir. Markowitz'in geliştirdiği karmaşık hesaplamalardan sonra, öğrencisi Sharp 1963 yılında daha basit hesaplama tekniği olan Tekli İndeks modelini geliştirmiştir.<sup>66</sup> İlerleyen zamanda portföy yönetiminde yapılan çalışmalar neticesinde Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) ve sonrasında Arbitraj Fiyatlama Modeli (ARM) gibi teknikler uygulama alanı bulmuşlardır.

Modern teoride portföy analizinin iki boyutu vardır. İlki, yatırımcının analizi ikincisi ise portföyde yer alan varlıkların analizidir. Yatırımcının risk algısı ve getiri beklentisi yapılacak yatırımın kısıtlarını oluşturmaktadır. Portföyde yer alacak menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişki ise bir diğer analiz konusudur. Markowitz'e göre riski azaltması getirileri arasında pozitif ilişki bulunmayan menkullerin portföyde yer almasıyla sağlanabilir.<sup>67</sup>

<sup>64</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:143

<sup>65</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:143

<sup>66</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:143

<sup>67</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:147

Modern portföy teorisinin yatırımcılara yönelik temel yaklaşımı yatırımcıların; aynı risk düzeyinde daha fazla getiriye, aynı getiri düzeyinde daha az riskli alternatiflere yöneleceğidir.<sup>68</sup>

Markowitz'in modern portföy kuramı beş temel başlık altında toplanabilmektedir:<sup>69</sup>

1. Yatırımcılar rasyonel düşünürler ve faydalarını maksimum yapmak temel amaçlarıdır.
2. Yatırımcılar, yatırım kararlarını getiri-risk ölçütlerine bakarak alırlar.
3. Yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha fazla getiriye tercih ederler.
4. Yatırımcılar özdeş zaman ufkuna sahiplerdir.
5. Sermaye piyasası oldukça etkendir. Piyasa her zaman dengededir. Bütün yatırımcılar aynı maliyet ve eş zamanda bilgiye erişebilmektedir.

#### **1.2.1.2.1. Markowitz Ortalama Varyans Modeli**

Ortalama varyans modelinin kullanımı beklenen getiri ve varyans olmak üzere iki temel değişkene dayanır. Beklenen getiri karlılığı ve varyans ise yatırımın riskini ifade eder. Örneğin: Yatırım A ile Yatırım B arasında tercih yaparken, öncelikle bu yatırımların getiri ve varyanslarının tespit edilmesi gereklidir. Eğer sonuçta A yatırımının B yatırımından daha üstün olduğunu ileri sürmek istersek (Markowitz üstünlük ilkesi) önceden yaptığımız analizin bize şu koşulları sağlamış olması gerekir:

$$E(R_A) \geq E(R_B) *$$

\*A yatırımının beklenen getirisi B yatırımının beklenen getirisinden büyük veya ona eşit olması gerekir.

$$\sigma_A^2 \leq \sigma_B^2 **$$

<sup>68</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi", s:148

<sup>69</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi", s:148

\*\* A yatırımının varyansının B yatırımının varyansından küçük olması veya ona eşit olması gerekir.

Markowitz modelinde çeşitlendirme analitiktir ve menkul kıymetler arasındaki korelasyonlara göre yapılır.

Markowitz portföy teorisine bir kantitatif örnek vererek konuyu daha anlaşılır bir hale getirelim. İki menkul kıymetten ( A ve B) oluşan bir portföy oluşturmak isteyelim. Burada kullanacağımız bazı notasyonlar vardır. Bu notasyonlar:<sup>70</sup>

$R_A$  ve  $R_B$  = *Tesadüfî olarak seçilmiş iki menkul kıymet olan A ve B menkul kıymetlerine ilişkin getiriler,*

$E(R_A)$  = *A menkul kıymetinin beklenen (ortalama) getirisi*

$E(R_B)$  = *B menkul kıymetinin beklenen (ortalama) getirisi*

$Var(R_A) = \sigma_A$  = *menkul kıymetinin standart sapması*<sup>71</sup>

$Var(R_B) = \sigma_B$  = *menkul kıymetinin standart sapması*

$W_A$  = *A menkul kıymetinin portföy içindeki ağırlığını*

$COV(R_A, R_B) = \sigma_{AB}$  = *A ve B menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki kovaryansı*

$\sigma^2$  = *Portföyün standart sapmasını ifade etmektedir.*

$n$  = *portföydeki menkul kıymet sayısı*

Portföyün getiri hesabı şu şekilde formüle edilebilir:<sup>72</sup>

<sup>70</sup> Bu notasyonlar genellikle temsil ettikleri faktörün İngilizcedeki kelime karşılığının baş harfiyle gösterilmektedir. Örneğin R (return) getiriyi, E (expected return) beklenen getiriyi, W (weight) bir varlığın portföy içindeki ağırlığını vb... ima etmekte kullanılabilir.

<sup>71</sup> "σ" standart sapmayı gösterir ancak bazı kaynaklardaki hesaplamalarda formüllerdeki notasyonlar başka simgelerle de gösterilebilmektedir, varyans standart sapmanın karesidir ve literatürde genellikle "σ<sup>2</sup>" olarak gösterilir.

$$E(R_{portföy}) = W_A E(R)_A + W_B E(R)_B , n: 2$$

Portföyün risk hesabı ise şu şekilde formüle edilebilir:

$$\sigma_{portföy} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_{AB}} , n = 2 \quad \text{veya}$$

$$\sigma_{portföy} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}} , n = 2$$

Portföyün getirisi, portföydeki menkul kıymetlerin her birinin portföydeki getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Portföyün riski ise portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirilerinin varyansları ile bu getiriler arasındaki kovaryansın ilişkisine göre değişmektedir. Portföydeki menkul kıymetler arasındaki ilişki ise korelasyon katsayısıyla ifade edilir.

Korelasyon katsayısı +1 ile -1 arasında değişen bir katsayıdır. Eğer A ve B menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki ilişki +1 ise bu  $\rho_{AB} = 1$  olarak ifade edilir. Bu ifade bu menkul kıymetlerin getirilerinin tamamen aynı yönde hareket ettiği anlamına gelir. Bu durumda bu iki menkul kıymetin portföy çeşitlendirmesi stratejisine bir katkısı olmayacağı ifade edilebilir.<sup>73</sup>

Korelasyon katsayısının 0 (sıfır) olması durumunda yani  $\rho_{AB} = 0$  ise, A ve B menkul kıymetlerinin getirileri arasında herhangi bir ilişki yoktur denir ve çeşitlendirme için bu iki menkul kıymetin risk azaltıcı etkilerini olacağına kanaat getirilir. Korelasyon katsayısının 0 olduğu durumda portföy getirisi şu şekilde formüle edilebilir:<sup>74</sup>

$$\sigma_{portföy} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2} , n = 2$$

Korelasyon katsayısının -1 olduğu bir durumda yani  $\rho_{AB} = -1$  ise, söz konusu iki menkul kıymetin getirileri arasındaki ilişki negatiftir. Bu bir ters

<sup>72</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:157

<sup>73</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:158

<sup>74</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:159



ilişkinin varlığını belirtir. Yani biri artarken diğeri azalır. Ters ilişkinin varlığı -1'e yaklaştıkça çeşitlendirmeye portföyün riski en aza indirilebilecektir.<sup>75</sup>

N sayıda riskli menkul kıymetin olduğu bir ortamda yatırımcılar için çok sayıda farklı portföy bileşimi oluşturmak mümkündür. Bu bileşimlerinden oluşturulacak bir kümeye yatırım fırsatları kümesi denmektedir. Ortalama-varyans risk ölçütüne göre bir yatırımcı bu kümenin yalnızca üst sınırıyla ilgilenir. İşte bu üst sınıra etkin sınır denir. Bir yatırımcının bu etkin sınır üzerinde hangi portföyü seçeceği ise o yatırımcının risk-getiri tavrıyla ilgilidir.

### **1.2.1.2.2. Modern Portföy Teorisinde Uygulamaya Yönelik Geliştirilmiş Modeller**

Modern portföy teorisini uygulayan bir yatırımcılar seçimlerinde ortalama – varyans hesaplarına dayanarak, etkin sınır üzerinde yer alan portföylere yönelir. Ancak optimal portföy oluşturmak için bazı bilgilerin bilinmesi gereklidir. Bunun için portföye alınacak menkullerin getirilerinin, varyanslarının, ikili eşleştirmelerde menkullerin kovaryanslarının ve de korelasyon katsayılarının hesaplanması gereklidir.

#### **1.2.2.2.1.1. İndeks Modelleri**

Portföye dahil olan menkullerin sayıları arttıkça hesaplamalarda artmaktadır. Örneğin “n” varlıklı bir portföyde  $n(n-1)/2$  tane korelasyon hesaplaması yapmak gerekir. Bu duruma kolaylık getirmek için indeks modelleri geliştirilmiştir. Tekli ve çoklu indeks modelleri olmak üzere iki farklı indeks modelinden bahsedebiliriz.

Tekli indeks modelinde her bir menkul kıymetin getirisinin, piyasa ortalama getirisi ile olan beta katsayıları kullanılmaktadır. Sharpe göre, bütün menkul kıymetler ile piyasa arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur ve bu ilişki basit doğrusal regresyon modeliyle ifade edilebilir. Sharpe, menkul kıymetin getirisinin, makro ekonomik dinamikler ile menkulün ait olduğu işletmenin içinde

<sup>75</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”,s:160

bulunduğu durumdan etkileneceğini öne sürmektedir. Tek bir menkul kıymetin getirisi ile bir endeks arasındaki ilişki şu şekilde formüle edilebilir:

$$R_j = a_j + \beta_j I + \varepsilon_j$$

$R_j$  =  $j$  hisse senedinin beklenen getirisi

$a_j$  = sabit sayı

$\beta_j$  =  $j$  hisse senedinin piyasa getirisi ile olan ilişkisini gösteren katsayı

$I$  = piyasa indeksinin getirisi

$\varepsilon_j$  = hata terimi

$\beta$  katsayısı menkul kıymetin piyasa (endeks) getirisine olan duyarlılığının ölçütüdür.  $\beta$  'nın formülü ise şu şekildedir:

$$\beta_{\text{pazar}} = \sum_{j=1}^n A_j \beta_j$$

$\varepsilon_j$  tesadüfi hata değişkeni ise her bir hisse senedinin sistematik olmayan getirisini göstermektedir.  $\varepsilon_j$  ile  $I$  arasındaki ilişki ise,<sup>76</sup>

$$E(\varepsilon_j) = 0, j = 1, 2, 3, \dots, n$$

$$\text{cov}(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0, j, i = 1, 2, \dots, n$$

$$\text{cov}(\varepsilon_i, I) = 0, j = 1, 2, \dots, n$$

Sharpe modelinde, menkul kıymetlerin sistematik olmayan riskini, regresyon doğrusundaki  $\varepsilon_i$  tesadüfi hata değişkeninin varyansı ile ölçülür. Portföyün sistematik olmayan riskini ise portföyde yer alan hisse senetlerinin varyanslarının ağırlıklı ortalaması ile ölçülür. Sistematik riskler ise, menkul kıymetler için  $\beta_j$  'nin karesi ile pazar indeksi varyansının çarpımıdır. Portföyün

<sup>76</sup> Erhan Özdemir ve Müfit İ. Giresunlu, "Sharpe Tek İndeks Modeli İle Portföy Seçimi", İstanbul Üniv. Yönetim Dergisi Yıl:6 Sayı:21 Haziran 1995 ss:55-60

sistemik riski ise portföyde yer alan hisse senetlerinin  $\beta$ 'lerinin ağırlıklı ortalamaları ile pazar indeksinin varyansının çarpımıdır.<sup>77</sup>

Çoklu indeks modeli ise bağımlı değişken olarak; menkul kıymetin getirisini, bağımsız değişken olarak da ; piyasa indeksinin veya daha fazla sayıda endüstriyel indeksin getirilerini alarak oluşturulur. Örneğin, sanayi dalı indeksi, faizler, enflasyon vb. değişkenler olabilir ve bu değişkenlerin bir birinden bağımsız olmasına önem gösterilir.<sup>78</sup>

#### **1.2.2.2.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM-Capital Assets Price Model)**

Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Modeli (CAPM), herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile o menkul kıymete ait risk derecesi arasındaki ilişkiyi gösterir ve genellikle de doğrusal bir ilişkinin varlığından söz eder.<sup>79</sup>

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli portföy yönetiminin performansının değerlendirilmesinde ve bir firmanın sermaye maliyetinin tahmininde hala en yaygın uygulama modelidir.<sup>80</sup>

CAPM'de modern portföy teorisinden farklı yanı risksiz menkul kıymetlerin de yatırıma dahil edilebilmesidir.<sup>81</sup>

$$E(R_i) = \text{menkul kıymetin beklenen getirisi}$$

$$E(R_m) = \text{Pazarın beklenen getirisi}$$

$$R_f = \text{risksiz faiz oranı}$$

$$\beta_{im} = \text{finansal varlığın piyasaya olan duyarlılığını gösteren katsayı}$$

<sup>77</sup> Erhan Özdemir ve Müfit İ. Giresunlu, a.g.e. ,ss:55-60

<sup>78</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, "Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi",s:179

<sup>79</sup> Serkan Şahin, "İMKB'de Yükselen Piyasa ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi" K.Maraş Sütçü İmam Üniv. SBE. (yayımlanmamış YL Tezi) 2006 s.47

<sup>80</sup> Eugene F. Fama ve Kenneth R. French, "The Capital Assets Pricing Model: Theory and Evidence", Journal of Economic Perspectives Cilt: 18 Sayı: 3 Summer 2004 ss:25-46

<sup>81</sup> Kutluk Kağan Sümer ve Aycan Hepsağ, "Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması: Parametrik Olmayan Yaklaşım",Bankacılar Dergisi Sayı:62 2007 ss:3-24 [https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma\\_ve\\_Raporlar/finansalvarlik.pdf](https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/finansalvarlik.pdf) e.t. 20.08.2015

$$\beta_{im} = \frac{Kov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

CAPM formülü:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(R_m - R_f)$$

### 1.2.2.2.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFT– Arbitrage Prices Model)

Stephen A. Ross tarafından 1970’li yıllarda geliştirilip formüle edilen hem tek dönemli hem de çok dönemli örnekleme uygulanabilir olan ve ekonomik temele dayalı bir modeldir.<sup>82</sup> Bu model, Sharpe, Linter ve Treynor tarafından tanımlanan ortalama varyans sermaye varlıkları fiyatlama modeline bir alternatif olarak önerilmiştir.<sup>83</sup>

Ross, menkul kıymet getirilerini belirleyen süreç veri iken, arbitraj imkanı olmadığı koşullara dayanarak faktör modelleri ile beklenen getiri ve risk arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmıştır.<sup>84</sup> Bu açıklama yaklaşımı Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT) olarak adlandırılmaktadır.

AFT modeli, geri ödememe riski, faiz oranı riski, piyasa riski, satın alma gücü riski, yönetim riski ve değerlendirme riski gibi unsurları göz önünde tutar. AFT modelinde bazı varsayımlar bulunmaktadır. Bu varsayımlar.<sup>85</sup>

1. Sermaye piyasaları tam rekabet halindedir,
2. Yatırımcılar belirlilik koşulları altında her zaman daha fazla getiriye daha az getiriye tercih ederler,

<sup>82</sup> Nevin Yörük, “Arbitraj Fiyatlama Modelinde Risk Unsurları”, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Sayı:1 Cilt:14 Haziran 2000 ss:87-99

<sup>83</sup> Stephen A. Ross, “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing” Journal Of Economic Theory 13, (1976) ss: 341-360

<sup>84</sup> Kerem Özdemir (bölüm yazarı), “Arbitraj Fiyatlama Modeli” (içinde) SPL, “Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri”, ss:179-191

[http://serpam.org/wp-content/uploads/Temel\\_Finans\\_Matematigi.pdf](http://serpam.org/wp-content/uploads/Temel_Finans_Matematigi.pdf) e.t. 30.08.2015

<sup>85</sup> Nevin Yörük, “Arbitraj Fiyatlama Modelinde Risk Unsurları”, ss:87-99

3. Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik süreç (k) faktör modeliyle gösterilebilir.

AFT'nin formülasyonu şu şekilde yapılabilir:<sup>86</sup>

$R_i$ = i varlığının getirisi

$E(R_i)$ = i varlığının beklenen getirisi

$B_{ij}$ =i faktörlerinin beta değeri

$$R_i = E(R_i) + \sum_{j=1}^n \beta_{ij} f_j + \varepsilon_i$$

ve

$$E(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i f_i) = 0$$

#### 1.2.2.2.4. Fama-French 3 Faktör Modeli

Fama ve French tarafından geliştirilen (1996) “Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modeli”, CAPM modeline “portföy büyüklüğü faktörü ve piyasa değeri/defter değeri oranı faktörünün eklenmesiyle oluşturulmuştur.”<sup>87</sup>

Üç faktör fiyatlandırma modelinin temel formülü şu şekilde ifade edilebilir:<sup>88</sup>

$E(R_i)$ =beklenen getiri

$R_f$ =risksiz faiz oranı

$R_m$ =pazarın getirisi

SMB=piyasa değeri büyük hisse senetlerinden oluşan portföy ile piyasa değeri küçük hisse senetlerinden oluşan portföyün arasındaki getiri farkı

EHM=PD/DD oranı büyük hisse senetlerinden oluşan portföy ile PD/DD oranı küçük hisse senetlerinden oluşan portföyün arasındaki getiri farkı

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im}(E(R_m) - R_f) + \beta_{is}E(SMB) + \beta_{ih}E(EHM)$$

<sup>86</sup> Serkan Şahin, a.g.e. s.78

<sup>87</sup> Fazıl Gökgez, “Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Uygulanabilirliği”, Ankara Üniv. SBF Dergisi Sayı:63-2 ss:44-64  
<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/934/11643.pdf> e.t.19.08.2015

<sup>88</sup> Ender Coşkun ve Önel Çınar, “Üç Faktör Varlık Fiyatlandırma Modelinin Geçerliliği:Borsa İstanbul'da Bir İnceleme”, Atatürk Üniv. İkt.İdr.Bilm.Fak. Dergisi, Cilt:28 Sayı:4 2014 ss:235-250

## 1.2.2. Portföy Performansını Değerleme Ölçütleri

Performans değerlemesinde iki yaklaşım vardır. Birincisi portföyün getirisi, diğer portföylerin riske göre düzeltilmiş getirileri ile ya da en iyi gösterge olarak kabul edilebilecek bir referans portföyün getirisi ile karşılaştırmak olabilir (benchmark karşılaştırması). İkinci yaklaşım ise portföyde yer alan varlıkların doğru zamanda alınıp doğru zamanda satıldıklarının tespit edilmesidir. Bu yaklaşıma ise piyasa zamanlaması (marketing timing) denir.<sup>89</sup>

### 1.2.2.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, toplam riski esas alan bir ölçüm tekniğidir.<sup>90</sup> Ortalama-varyans yaklaşımı temelli bir değerlendirme ölçütüdür. Sharpe oranı bir fonun getiri fazlasının toplam risk veya standart sapmaya oranıdır. Yani menkul kıymetin her birim risk karşılığında kazandığı fazla getiriyi belirtir. Daha yüksek değerli Sharpe Oranı, daha başarılı bir portföy yönetimine işaret eder.<sup>91</sup>

$S_p = \text{Sharpe Oranı}$

$r_p = \text{portföy getirisi}$

$r_f = \text{risksiz faiz oranı}$

$\sigma_p = \text{portföyün standart sapması}$

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

### 1.2.2.2. M<sup>2</sup> Performans Ölçütü

M<sup>2</sup> performans ölçütünde, portföyün riski ile pazar riski eşleştirilerek, bu eşitlenen risk seviyesinde portföyün getirisi ölçülmektedir.<sup>92</sup> Böylece portföyün

<sup>89</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, "Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi", 3. Baskı: Ekin Kitabevi Bursa 2006 s:553

<sup>90</sup> Turhan Korkmaz ve Hasan Uygurtürk, "Türkiye'deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri" Kocaeli Üniv. SBE Dergisi (15) 2008 /1 ss:114-147

<sup>91</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, "Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi", s:555

<sup>92</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, "Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi", s:557

getirinin yorumlanmasında bir karşılaştırma ölçütü (benchmark) kullanarak daha kolay bir değerlendirme imkanı sağlar.

$r_{p^*}$  = düzeltilmiş portföy getirisi

$r_m$  =piyasa getirisi

$$M^2 = r_f + \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \sigma_m = r_f + (\text{Sharpe Oranı} * \sigma_m)$$

### 1.2.2.3. Treynor Endeksi

Hesaplama sistematik riski ( $\beta$ ) kullanır. Toplam riski temsil eden standart sapmanın yerine sistematik riski temsil eden  $\beta$  (beta) katsayısını kullanarak portföyün riskini ölçer. Yüksek Treynor endeksi, yüksek performansı temsil eder.<sup>93</sup>

$r_p$  = portföyün getirisi

$r_f$  = risksiz faiz oranı

$\beta_p$  = portföyün betası

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

### 1.2.2.4. T<sup>2</sup> Performans Ölçütü

Treynor oranını, yüzdelik getiriye çeviren bu yöntemde, portföye risksiz getiri değeri eklenerek risk düzeltilmesi yapılır.<sup>94</sup>

$T^2$  = Treynor Endeksi - ( $R_m - R_f$ )

$R_m$  = karşılaştırma ölçütünün ortalama getirisidir.

<sup>93</sup> Turhan Korkmaz ve Hasan Uygurtürk, a.g.e. ss:114-147

<sup>94</sup> Turhan Korkmaz ve Hasan Uygurtürk, a.g.e. ss:114-147

### 1.2.2.5. Jensen Ölçütü

Gerçekleşen riske göre bir portföyün beklenen getirisini hesaplayarak o dönemdeki gerçekleşen getirisi ile karşılaştırma amacıyla yapılır. İyi bir portföy yönetiminin aynı risk düzeyinde normal risk priminden daha yüksek getiriye ulaşabilmesi mümkün kabul edilmektedir. Portföyün sistematik riskini hesaplariken bu olasılık mümkün kılınmaktadır. Ancak böyle bir tahmin imkanın, formül içerisinde yer bulabilmesi için formülde bir sabit sayıya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sabit sayı ise Jensen alfası olarak adlandırılır. Jensen alfası, bir portföyün getirisi ile gerçekleşen risk seviyesinde CAPM modelinin o portföy için tahmin ettiği getiriye kıyaslamaktadır. Alfa değerinin yüksek ve pozitif olması, portföyün performansının da yüksek olduğunu gösterir.

$r_p$  = portföy getirisi

$r_f$  = risksiz faiz oranı

$\beta_p$  = portföy betası

$\alpha$  = alfa

$u_p$  = hata payı

$$r_p - r_f = \alpha + \beta_p(r_m - r_f) + u_p$$

### 1.2.2.6. Sortino Oranı

Sharpe oranının geliştirilmiş halidir. Bu oran, yukarı ve aşağı yönlü hareketlerin neden olduğu oynaklığı ayırt eder. Yukarı yönlü hareketler arzu edilen bir durum olduğu için hesaplama katılmaz. Sortino oranı şu şekilde formüle edilebilir:<sup>95</sup>

<sup>95</sup> Mehmet Arslan ve Siddık Arslan, "Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve MANOVA Yöntemine Göre A,B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi", İşletme



$R_{\text{portföy}}$ =portföyün ortalama getirisi

MKEG=minimum kabul edilebilir getiri oranı (risksiz faiz oranı)

$\sigma_{\text{MKEG}}$ =MKEG düzeyinin altında kalan portföy getirilerinin standart sapması

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{R_p - \text{MKEG}}{\sigma_{\text{MKEG}}}$$

### 1.2.3. Uluslararası Portföy Yönetimi

Hisse senedi piyasaları, ülkelerinin ekonomilerinin içinde bulunduğu mevcut veya öngörülen durumu kısmen de olsa yansıttıkları için çok sık bir şekilde birbirine bağlı olarak hareket etmezler. Bu yüzden farklı piyasalardaki hisse senetlerinin birbiriyle yüksek bir ilişki içinde olması beklenmez.<sup>96</sup> Ancak ülkeler arasındaki ticaretteki entegrasyon oranının artışı, söz konusu ülkeler arasındaki korelasyonun da artmasının nedenlerinden biri olmaktadır.<sup>97</sup>

Uluslararası sermaye piyasalarında yapılan yatırımlar sayesinde portföy çeşitlemesinden istenilen faydanın sağlanabilmesi mümkündür. Yani uluslararası çeşitlendirme yoluyla beklenen getiriden feragat etmeden portföyün riski azaltılabilir. Burada önemli olan husus yatırım yapılacak ülke sermaye piyasalarının getirilerinin birbiriyle olan ilişkilerinin zayıf olmasıdır. Farklı ülke sermaye piyasalarının getirileri arasındaki ilişkinin zayıflığı veya güçlülüğü bu piyasaların korelasyon katsayılarıyla ölçülmektedir. Getirileri arasında düşük korelasyon ilişkisi olan (düşük korelasyon katsayısı) sermaye piyasalarının birbirinden bağımsız olduğu kabul edilir.<sup>98</sup>

---

Araştırmaları Dergisi,2/2 (2010) ss:3-20 <http://isarder.org/tr/2010cilt2no2/a11.pdf> e.t.  
30.08.2015

<sup>96</sup> Jeff Madura, "Uluslararası Finansal Yönetim – I", (çeviri edit.)Hatice Doğukanlı, Nobel Akademik Yayıncılık No:420, Ankara 2012 s:87

<sup>97</sup> Jeff Madura, a.g.e. s:88

<sup>98</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, "Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi", s:563

Uluslararası portföy yönetimi açısından, farklı ülkelerin sermaye pazarlarındaki farklılıklara etki eden bazı temel faktörler vardır. Bu faktörlere birkaç örnek vermek gerekirse:<sup>99</sup>

- Ülkelerin birbirileriyle olan ticaret hacimleri,
- Ülkelerin buldukları coğrafi bölgeler,
- Ülkelerin hangi endüstrilerde uzmanlaştıkları,
- Ülkelerin ekonomilerindeki büyüme oranları,
- Ülkelerin nüfus artış oranları,
- Ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları,
- Ülkelerin ekonomilerinin sahip olduğu liberalizasyon seviyesi,
- Ülkelerin politik istikrarı,
- Ülke hisse senedi endeksleri arasındaki ilişki genel olarak korelasyon analizi yardımıyla belirlenebilmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde başta portföy yönetimi konusunu ele alırken yatırım süreci içerisinde yatırımcının amacının büyük bir önem taşıdığı belirtilmiştir. Uluslararası menkul kıymet yatırımlarının da ardında birçok farklı amaç olabilir, ancak genel olarak daha yüksek getiri veya risk yönetimi gibi belli başlı birkaç amaç söz konusudur. Bunlara ek olarak dikkat çekici olan birkaç tane amaca da örnek vermek gerekirse bu amaçlardan birisi, bir yatırımdan beklenen iç getiri oranıdır. Çünkü iç getiri oranı ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir. Kar payı iskonto modelleri kullanan yatırımcılar için bu önemli bir yatırım stratejisi sunabilir. Yatırımcının bulunduğu ülkedeki risksiz faiz oranının yatırım yapmak istediği ülkedeki orandan düşük olması o ülkenin sermaye pazarının o yatırımcı için cazip bir hal almasını sağlayabilir. Aksine o ülke yatırımcıları için ise kendi ülkelerindeki risksiz faiz oranının yüksek olması iç getiri oranlarının da yüksek olmasına ve kendi ülke piyasalarındaki hisse senetleri getirilerinin yetersiz kalmasına neden olmaktadır. Bir diğer husus ise döviz kuru riskidir. Ancak buradaki husus yabancı bir yatırımcının farklı bir ülke pazarına yatırım yapmak istemesi durumunda döviz kuru riskine maruz kalabileceğini ima eden bir

---

<sup>99</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, “Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, s:563

durumdur. Yatırım için kendi ülke parası ile yatırım yapacağı ülke parasını değiştiren yatırımcı o ülkedeki portföyünü boşaltıp çıkış yapacağı zaman elde ettiği kazancı tekrar kendi ülke parasına çevirmek istediği zaman o günkü kur oranına göre baştaki yatırımının getirisini hesaplayabilecektir. Özellikle dolar gibi küresel para birimleri karşısında yerel paradaki değer kayıplarının bu para birimini kullanan ülke yatırımcıları için büyük risk unsuru olduğu ileri sürülebilir ve diğer yandan ülke para birimi değer kaybeden yatırımcının ise parası değer kazanan ülkede yatırım yapmışsa daha yüksek bir kazanç sağladığı söylenebilir. Bir diğer husus ise vergi faktörüdür. Özellikle menkul kıymet kazançlarının vergi oranının yüksek olduğu ülkelere, vergi oranlarının daha düşük olduğu ülkelere doğru bir yatırım hareketi söz konusu olabilir.<sup>100</sup>

Ülkeler arası portföy çeşitlendirmesinde yatırımcıların ülke piyasaları arasındaki korelasyon seviyelerini göz önünde tutarak portföy çeşitlendirmesine gitmesi özellikle portföy riskini azaltmada önemli bir stratejidir. **Tablo 2**'de örnek olarak verilen bir simetrik korelasyon matrisi gösterilmektedir. Bu tabloya bakacak olursak, aralarında çok yüksek bir korelasyon derecesi bulunan birkaç ülkeye örnek verebiliriz: Fransa-İtalya arasında % 90'lık çok yüksek bir ilişki, Almanya-Fransa % 86, Fransa-İspanya arasında % 86, İtalya-İspanya % 87, Fransa-İsveç arasında % 81 ve aynı ülke borsaları olan India SPCNX500-India BSE100 arasında % 90 ve USA DJIA-USA NYSE arasında % 95'lik çok yüksek bir ilişki görülmektedir. AB ülkeleri arasında yüksek bir ilişki olması çok beklenmedik bir durum değildir ancak özellikle Fransa'nın diğer AB ülkelerine nazaran diğer AB borsalarına daha bütünleşik olduğu bu katsayılar baz alınarak söylenebilir.

Düşük korelasyon katsayısına sahip bazı ülkelere örnek verecek olursak; Çin-Türkiye % 4.6, Çin-Brezilya % 4.1, Çin-USA DJIA % 0,9, Japonya-USA DJIA % 4.6 arasında ise gayet düşük bir ilişki görülmektedir ve bu ülkeler portföy çeşitlendirilmesinde aynı portföy içerisinde yer almalarının portföy riskini azaltmada bir fonksiyonu olacağı ileri sürülebilir.

---

<sup>100</sup> Jeff Madura, a.g.e. ss:90-91





## 2.BRICS VE MIST ÜLKELERİ VE ÜLKE BORSALARI

2001 yılından başta ABD olmak üzere diğer bazı büyük ekonomilerde görülen genişleyici para politikalarının da etkisiyle dünya ekonomisinde büyük bir genişleme ve büyüme süreci yaşanmıştır. Genişlemeci para politikaları neticesinde dünya piyasalarında ABD Dolarının likiditesinin artmış ve bu durum dünya ticaretin hızlanmasını desteklemiştir.<sup>101</sup> Gelişmekte olan ülke ekonomileri de dünya piyasalarındaki likidite bolluğundan istifade etmiş ve yüksek oranlı büyüme kaydetmişlerdir.

**Tablo 3**'de BRICS ve MIST ülkelerinin GSYH<sup>102</sup> değişim oranları yer almaktadır. GSYH (Gayri Safi Yurt İçi Hasıla), bir ülke sınırları içerisinde belirli bir dönemde (genellikle bir yıl içinde) üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları ile değeridir.<sup>103</sup> Bu üretim ülke sınırları içerisinde yapılmış olması önemlidir, üretimin yerli veya yabancı sermayedarlar tarafından yapıp yapılmadığının önemi yoktur. GSYH ile GSMH arasında genellikle çok küçük farklar bulunur ve gelişmiş ülkeler ulusal ekonomik faaliyetlerin ölçülmesinde GSYH'yı kullanmaktadırlar.<sup>104</sup> Bir ülkenin GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla)'sını bulmak için, GSYH'dan yabancı sermayedarların üretimdeki payları çıkarılır ve ülke yerleşiklerinin yurt dışında yaptığı üretimler eklenir yurt içinde yabancıların ürettikleri toplam değerle, yurt içinde yerleşik olanların yurtdışında yaptığı üretim değeri arasındaki fark ise yurt dışından elde edilen net üretim faktörü geliridir.<sup>105</sup>

$$GSMH = GSYH + Yurt dışından Elde Edilen Net Üretim Faktörü Gelirleri$$

<sup>101</sup> Can Fuat Gürlesel, "Yeni Ekonomik Dönem ve Gayrimenkul Sektörü İçin Öngörüler", GYODER (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği) Gayri Menkul Araştırma Raporu:8 Temmuz 2009 s:6

<sup>102</sup> Bu tez çalışmasında ilerleyen bölümlerde de olmak üzere ülkelerin GSYH (Gayri Safi Yurt İçi Hasılları) rakamları kullanılmıştır.

<sup>103</sup> Elif Çepni, "Ekonomik Göstergeler ve İstatistikler Rehberi", 4.Baskı, Seçkin Kitabevi Ankara 2010 s.47-48

<sup>104</sup> Elif Çepni, a.g.e. s.47-48

<sup>105</sup> Elif Çepni, a.g.e. s.47-48

**Tablo 3: BRICS ve MIST Ülkeleri GSYH Değişim Oranları %**

Ülkeler	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brezilya	1,15	5,71	3,16	3,96	6,10	5,17	-0,33	7,53	2,73	1,03	2,49
Rusya Federasyonu	7,30	7,18	6,38	8,15	8,54	5,25	-7,82	4,50	4,26	3,44	1,32
Hindistan	7,86	7,92	9,28	9,26	9,80	3,89	8,48	10,26	6,64	4,74	5,02
Çin	10,03	10,09	11,31	12,68	14,16	9,63	9,21	10,45	9,30	7,65	7,67
Güney Afrika	2,95	4,55	5,28	5,60	5,55	3,62	-1,53	3,14	3,60	2,47	1,89
Meksika	1,42	4,30	3,03	5,00	3,15	1,40	-4,70	5,11	4,04	3,98	1,07
Endonezya	4,78	5,03	5,69	5,50	6,35	6,01	4,63	6,22	6,49	6,26	5,78
Güney Kore	2,93	4,90	3,92	5,18	5,46	2,83	0,71	6,50	3,68	2,29	2,97
Türkiye	5,27	9,36	8,40	6,89	4,67	0,66	-4,83	9,16	8,77	2,13	4,12

Kaynak: Dünya Bankası <http://data.worldbank.org/> e.t:06.04.2015

**Tablo 4'**de görüldüğü gibi gelişmekte olan BIRCS ve MIST ülke grupları arasında en yüksek büyüme ortalamaları BRIC ülkelerinde görülmüştür (**Tablo 4'**de en üstten aşağıya doğru ilk dört ülke). Elbette Çin ve Hindistan gibi yüksek bir nüfus potansiyeline sahip ve yüz ölçümleri geniş ülkeler uluslararası ticarete rekabet gücü yüksek avantajlara sahiplerdir. Uluslararası Enerji Ajansı'nın raporuna göre 2013 yılında dünyadaki petrol üretiminde % 12,8 Rusya (2. Sırada) iken Çin % 5,1'lik (4.sırada) paya sahiptir. Yine aynı raporda doğal gaz üretiminde Rusya % 19,3 (2. Sırada) ve Çin % 3,3'lik (6. Sırada) paya sahiplerdir.<sup>106</sup> Brezilya da enerji kaynaklarına sahip büyük bir köklü bir ekonomidir. G. Afrika ise Afrika kıtasında büyük bir ekonomik güç olmuştur.

**Tablo 4: BRICS ve MIST Ülkeleri GSYH Ortalama Büyüme Oranları (2003-2013)**

Ortala Büyüme Oranı (2003-2013)	%
Brezilya (Brazil)	3,52
Rusya Federasyonu (Rusia F.)	4,41
Hindistan (India)	7,56
Çin (China)	10,20
Güney Afrika (South Africa)	3,37
Meksika (Mexico)	2,53
Endonezya (Indonesia)	5,70
Güney Kore (South Korea)	3,76
Türkiye (Turkey)	4,96

Kaynak: Dünya Bankası <http://data.worldbank.org/> e.t:06.04.2015

<sup>106</sup> International Energy Agency, "2014 Key World Energy Statistics", 2014 ss:11-13

2008 Küresel Finans Krizi sonrası dönemlerde dünya ekonomisinde görülen dengesizliklerle ve zayıflama etkisini hala göstermektedir. İçinde bulunduğumuz dönemde yaşanan sorunların en büyük nedeni, dünya genelinde yaşanan ekonomik zayıflıklar ve belirsizliklerdir.<sup>107</sup> Bu dönemde; başta ABD olmak üzere, İngiltere, Avrupa Birliğine üye ülkeler, Asya bölgesinde Japonya gibi büyük ekonomilerde gözlemlenen zayıf büyüme, ekonomik durgunluk veya negatif büyüme, ekonomilerde kendini gösteren güvensizlik gibi sorunlar devam etmektedir. Kimi zaman uygulanan para politikalarıyla (özellikle ABD ve AB bölgesinde gözlemlenen ve ekonomiyi canlandırmayı amaçlayan genişlemeci para politikaları örnek olarak verilebilir) kimi zaman ticari işbirlikleriyle veya düzenlenen uluslararası forumlarla dünya genelinde görülen ekonomik türbülanslara çare aranmaktadır.

Gelişmekte olan ekonomiler dünya ekonomisinin itici gücüdür. Enerjik, üretken, gelişen bir ekonomik yapıya sahiptirler. Hem gelişmiş ülke pazarlarının hem de gelişmekte olan diğer ülke pazarlarının temel kaynağı olmuşlardır. Gelişme sürecinin gereksinimi olan fon taleplerin yüksek olması, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha karlı yatırım kazançları sunmasına zemin hazırlamıştır. Bu durum, 2008 Küresel Krizinden önce dünya piyasalarında görülen yüksek likit akışının yönünün gelişmekte olan ülke ekonomileri olmasında önemli bir rol oynamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin özellikle sahip oldukları yüksek ve üretken nüfus sayesinde gelecekte en büyük ekonomiler sıralamasında üst sırayı almaları beklenmektedir. Bu ülkelerde zaman içerisinde kişi başı gelirdede artış beklenmektedir. 2022 yılında Çin'de 80 milyon, Brezilya ve Rusya'da 15'er milyon, Hindistan, Meksika ve Türkiye'de 10'ar milyon hanenin geliri 35.000

---

<sup>107</sup> Bu tez çalışmasının hazırlandığı 2015 senesi içerisinde; dünya genelinde ekonomik dalgalanmalar, gelişmiş ülkelerde görülen zayıf büyüme ve düşük enflasyon, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerindeki düşüşler, dünya coğrafyası üzerinde özellikle enerji kaynakları etrafında yaşanan jeopolitik kaoslar ve başta petrol olmak üzere dünya ticaretinde önemli yeri olan emtia fiyatlarında görülen sert fiyat değişimleri vb. faktörlerin dünya ekonomisi ve ülke ekonomileri üzerindeki baskısı devam etmektedir.



doları aşacağı tahmin edilmektedir.<sup>108</sup> Ancak belirtmek gerekir ki gelişmekte olan ülkelerde ekonomilerin istikbalini etkileyecek en önemli sorunlardan birisi gelir dağılımındaki adaletin sağlanması ve ülke refahının toplumun geniş kesimine yayılabilmesidir.

Gelişmekte olan ülkelere dair yapılan bu çalışmada, söz konusu ülkelerin mevcut durumları hakkında temel birkaç hususa da değinmekte fayda vardır. Bu hususlardan birisi de ele alınan ülkelerin mevcut kredibilite durumlarıdır. Özellikle gelişmekte olan ekonomiler için fon bulmak çok önemli bir konudur. Bulunacak fonların ise maliyetinin en uygun oranda olması çok önemlidir. Gelişmekte olan ülkeler yüksek performans göstermeye gayret ettikçe ekonomilerinde daha fazla fon ihtiyacı doğmaktadır. Ancak borçlanmanın artışı beraberinde borçlanma maliyetlerinin de baskılanmasına neden olmaktadır. Bu açıdan uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları kredi notları<sup>109</sup>, ülkelere yatırım yapacak yatırımcılar ve kredi mercileri tarafından önemli bir referans olarak kabul edilmektedir. Örneğin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla ülkeye “yatırım yapılabilir” tavsiyesini vermeleri söz konusu ülkeye daha düşük maliyetli fon girişleri sağlayabilmektedir. Aksi bir durumda yani “yatırım yapılabilir” şartını sağlanamaması ülkeye fon girişlerini engelleyebilmektedir.<sup>110</sup>

BRICS ve MIST ülkelerinin dünya finans piyasalarında genel kabul gören<sup>111</sup> üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca hesaplanan kredi puanları **Tablo 4'**de<sup>112</sup> gösterilmiştir.

<sup>108</sup> EY (2014), **Rapid-Growth Markets**, <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/EY-rapid-growth-markets-forecast-february-2014-report-highlights>, Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

<sup>109</sup> **Kredi derecelendirme notu:** Bir ülkenin veya şirketin borçlarını ve borçlardan doğan faiz gibi yükümlülüklerini geri ödeyebilme yetkinliklerini belirlemek için söz konusu ülke veya şirketin mali ve finansal yapılarının ve bu yapılarca etki edebilecek temel etkenlerin analiz edilmesi neticesinde verilen bir referans puan veya kod'dur.

<sup>110</sup> Mahmut Yardımcıoğlu ve Kenan Bora, “**Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri**”, Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniv. İİBF Dergisi, Cilt:3 Sayı:1 Yıl:2013, ss.111-118

<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/ksuiibf/article/view/5000039290/5000038163> e.t. 13.08.2015

<sup>111</sup> Mesut Demir, “**Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye**”, (yayımlanmamış YL Tezi) Adnan Menderes Üniv. SBE. 2014 s.29

Tablo 5: BRICS ve MIST Ülkeleri Kredi Derecelendirme Puanları (2015)

Ülke	S&P		Moody's		Fitch	
Brezilya (B)	BBB-	negatif	Baa2	negatif	BBB	negatif
Rusya (R)	BB+	negatif	Ba1	negatif	BBB-	negatif
Hindistan (I)	BBB-	durağan	Baa3	pozitif	BBB-	durağan
Çin (C)	AA-	durağan	Aa3	durağan	A+	durağan
Güney Afrika (S)	BBB-	durağan	Baa2	durağan	BBB	negatif
Meksika (M)	BBB+	durağan	A3	durağan	BBB+	durağan
Endonezya (I)	BB+	pozitif	Baa3	durağan	BBB-	durağan
Güney Kore (S)	A+	pozitif	Aa3	pozitif	AA-	durağan
Türkiye (T)	BB+	negatif	Baa3	negatif	BBB-	durağan

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> e.t:12.08.2015

Burada puanlama yapan derecelendirme kuruluşlarının puan tablosu<sup>113</sup> aşağıdaki üç farklı derecelendirme kuruluşunun *Şekil 1*, *Şekil 2* ve *Şekil 3*'de gösterilen skor değerlendirme dilimlerine bakarak şu şekilde yorumlayabiliriz:

S&P'ye göre, Çin ve Güney Kore ekonomileri A' puanı sınıfındaki ülkelerdir. Bu ülkelerin borç ödeme güçleri yüksektir. Güney Kore'nin görünümünün pozitif olması çok yüksek bir kredibilite pozisyonu sağlamaktadır. Çin ise durağan görünüme sahiptir ancak yine de mevcut skoru da gayet güçlü bir pozisyonudur. Brezilya, Hindistan, Güney Afrika ve Meksika borç ödeme kapasiteleri olan ülkelerdir. Ancak ekonomideki belirsizlikler bu borç ödeme kabiliyetine olumsuz etki edebilecek durumdadır. Brezilya ve Hindistan'ın görünümünün negatif olması kredi puanlarının alt dilime baskılanmasına işaret etmektedir. Güney Afrika ise durağan görünümündedir. Meksika'nın görünümünün pozitif olması aynı sınıftaki ülkelere göre daha güçlü bir kredibilite fırsatı doğurabilir. Rusya, Endonezya ve Türkiye ise diğer ülkelere nazaran daha büyük bir risk puanı sınıfındadırlar. Bu ülke ekonomilerinde belirsizlikler vardır. Bu belirsizlik ortamı ülkelerin borç ödeme gücünü sekteye uğratabilir (S&P puan tablosu için bkz. *Şekil 1*).

<sup>112</sup> Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Stand&Poors (S&P), Moody's, Fitch.

<sup>113</sup> Erdinç Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye", Akademik Bakış Dergisi Sayı:25 Temmuz-Ağustos 2011 ss:1-24 <http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423868139.pdf> e.t. 12.08.2015

Şekil 1: S&P Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

AAA	• Ülke, borcunun ana parası ve faizini ödemede çok yüksek bir geri ödeme kapasitesine sahiptir.
AA	• Ülke, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.
A	• Ülke, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak ekonomik koşullardaki değişimlere üst derecelere kıyasla daha duyarlıdır.
BBB	• Ülke, borcunu ödemesinde yeterli kapasiteye sahiptir ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelerden çok fazla çabuk ve fazla etkilenir.
BB	• Ülke, ekonomisinde belirsizlikler vardır ve bu belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilecek karakteristiktir.
B	• Ülke, yüksek oranda risk vardır ancak şu anda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek düzeyde gözükmemektedir.
CCC	• Ülke büyük ihtimalle borç ödemelerini gerçekleştiremeyecektir.
CC	• Bu ülkenin ekonomik tablosu çok kötü durumda ve borcunu geri ödeyememesi kesindir.
C	• Ülke iflasın eşiğindedir.
D	• Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemeden ödeyebilmesi imkansızdır.

Moody's'a göre, Çin, Meksika ve Güney Kore borç ödeme kapasiteleri yüksek ülkelerdir. Ancak puanlamadaki 1,2,3 kodları (1 yüksek, 2 orta, 3 düşük) söz konusu puanın kendi içindeki derecesini göstermektedir. Bunu göz önüne alacak olursak Meksika'nın A3 notunun da risk bölgesine yakın olduğunu söyleyebiliriz. Brezilya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye ise geri ödeme kapasiteleri uygun (ne yüksek ne zayıf) olan ancak yatırım için spekülasyon kabul edilen puana sahiplerdir. Rusya ise bir üst sıradaki ülkelere nazaran daha riskli bir puana sahiptir. Ülkedeki belirsizlik ortamı Rusya'nın geri ödememe riskini artırmıştır (Moody's puan tablosu için bkz. **Şekil 2**).

Şekil 2: Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

Aaa	• Ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı ile karşılaşmayacağı kabul edilir. Verilebilecek en yüksek kredi notudur.
Aa1	• Bu gruptaki ülkeler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesini gösterirler.
Aa2	• Ülke ödeme gücü yüksetir, ancak görünüm durağandır.
Aa3	• Ülke kredibilitesi yüksektir ancak bu seviyede artık kredibiliteye yönelik ufak riskler izlenmelidir.
A1	• Ülke, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak ekonomik koşullardaki değişimlere üst derecelere kıyasla daha duyarlıdır. Yatırım yapılabilir seviyedir.
A2	• Ülke, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak görünüm durağandır.
A3	• Ülke, yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak eğilim negatiftir.
Baa1	• Ülke anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirliği ne son derece zayıf, ne de son derece güçlüdür. Ancak anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahiptirler. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon karaktere sahiptirler.
Baa2	• Ülke anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahiptirler. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon karaktere sahiptirler. Görünüm ise durağandır.
Baa3	• Ülke anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahiptirler. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon karaktere sahiptirler. Ancak eğilim negatiftir.
Ba1	• Bu gruptaki ülkeler spekülasyon unsurlarına sahiptirler ve gelecekleri hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlik genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir.
Ba2	• Yatırımlar için durağan bir pozisyondadır.
Ba3	• Spekülasyon bir derecedir. Eğilimin negatif olması risk unsurunu artırmaktadır.
B1	• Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genellikle azdır. Bu ülkelerde borç ödeme kapasitesi zayıf karakterlidir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür. Gelecekte risk çok fazladır.
B2	• Risk ifade etmektedir ancak görünüm durağan olarak ifade edilmektedir.
B3	• Spekülasyon nitelik taşımakta ve negatif görünümüdür.
Caa	• Ülke anapara ve faiz ödeme yeteneği son derece düşük olarak kabul edilir. Geri ödememe riski çok yüksektir.
Ca	• Ülke özelliği spekülasyon karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara ve faizleri geri ödememezler.
C	• Ülke ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum riski ifade ederler.

**Kaynak:** (aktaran) Mesut Demir, a.g.e. s.29

**Fitch'e göre,** Çin ve Güney Kore'nin borçlarını ödeme gücü yüksektir. Diğer gelişmekte olan ülkeler ise benzer puanlara sahiptirler. Bu ülkelerin borç ödeme güçleri olmakla beraber olası belirsizliklerde bu borç ödeme güçleri sarsılma riski de hafife alınmayacak bir seviyededir. Bu ülkelerde spekülasyon bir ortam oluşmaktadır.

Şekil 3: Fitch Ülke Kredi Derecelendirme Skor Tablosu

AAA	• En yüksek kredi derecesidir. Geri ödememe ancak olasılığı çok düşük istisnai durumlarda olabilir.
AA	• Çok yüksek kredi kalitesi ve çok düşük kredi riski beklentisini gösterir.
A	• Yüksek kredi kalitesi ve düşük kredi riski beklentisini gösterir.
BBB	• İyi kredi kalitesi ve şimdiki durumda düşük kredi riski beklentisi olduğunu gösterir. Finansal taahhütlerin zamanında ödenmesi kapasitesi yeterlidir. Bu en düşük yatırım notu kategorisidir.
BB	• Spekülatif ve zamanla ters ekonomik değişimin sonucu olarak kredi riskinin gelişim olasılığının var olduğunu gösterir.
B	• Önemli ölçüde spekülatif: "B" notu önemli kredi riskinin mevcut olduğunu fakat sınırlı bir emniyet marjının kaldığını gösterir.
CCC	• Yüksek ödememe riski: Ödememe gerçek bir olasılıktır.
CC	• Yüksek ödememe riski: Ödememe gerçek bir olasılıktır.
C	• Yüksek ödememe riski: Ödememe gerçek bir olasılıktır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, özellikle uluslararası yatırımcılar için önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu puanlar hesaplanırken genel olarak:

- Ülkelerin, üretkenlik gücü ve gelir sağlama potansiyelleri ( *GSYH* ve *GSMH*'ları, *ihracat hacimleri*, *ihracat hacminin mal gruplarına göre ağırlıklandırılması* vb.),
- Ülkelerin likidite durumu (*döviz rezervleri*, *altın rezervleri*, *enflasyon* vb.)
- Ülkelerin borç karneleri (*borç stokları*, *ülkelerin cari açıklarının GSYH veya GSMH'ya oranı*, *ülkenin ihracatının dış borç stokuna oranı*, *anapara ve faiz ödemelerinin oranları* vb.),
- Ülkenin ekonomisine dair diğer kriterler (*sistemik risk tahminleri* gibi, *ekonomik özgürlük endeksi*, *gelir dağılımı istatistikleri* vb.) mukayeseler göz önüne alınmaktadır.

Ancak belirtmek gerekir ki özellikle 2008 Küresel Krizinden sonra, derecelendirme kuruluşları çok yoğun eleştirilere maruz kalmışlardır. A sınıfı gibi yüksek puan verilen küresel şirketlerin ve bankaların batışı veya krizden büyük yara almaları söz konusu derecelendirme şirketleri için büyük imaj kaybına ve hatta güvenilirliklerinin sarsılmasına neden olmuştur. Buna ek olarak bazı ülkelerin ekonomik potansiyellerindeki gelişmelere karşı bazı derecelendirme kuruluşları gereken dikkati göstermemekle ve hatta kasıtlı puanlama yapmakla da suçlanabilmektedir.



## 2.1.BRICS Ülkeleri

BRIC ülkeleri: Brezilya (B), Rusya (R), Hindistan (I), Çin (C) ve Güney Afrika (S)'dir. BRICS ifadesi saydığımız beş ülkenin İngiliz dilindeki isimlerinin baş harfleri bir araya getirilerek oluşturulmuş ve dünya ekonomi literatüründe önceleri BRIC ve sonradan ise BRICS olarak yer almıştır. Önceleri dört gelişmekte olan ülke BRIC olarak tanımlanırken Güney Afrika (S) bu gruba sonradan dahil edilmiştir. Bu çalışmada da BRICS ülkeleri olarak beş ülke tanımlanmıştır. Bu bölümde BRICS ülkeleri hakkında temel bilgiler verilmeye çalışılmıştır. Başlangıçta her ülkenin genel bir tanımını yaparak; beşeri ve coğrafi özelliklere ilişkin çok temel bilgiler özet olarak verilmeye çalışılmıştır. Böylece ülke ekonomisinin karakteri üzerinde tesiri olması muhtemel tarihsel, sosyal ve siyasal hadiseler hakkında bir ön bilgi edinme fırsatı doğmuştur. Çünkü ekonomilerin şekillenmesinde sadece iktisadi ve fiziki varlıkların mevcudiyeti değil aynı zamanda bulunduğu toplumun tarihi, kültürü ve manevi dünyasının da etkisi vardır. Bu çalışmada ülkelerin ekonomilerine dair verilen bilgiler biraz daha geniş tutmaktadır ve yer yer ülke ekonomi tarihinden yer yer ülke ekonomi için çok elzem sayılacak hadiselerden bahsedilmiştir. Borsaların ekonominin önemli bir parçası olmuş olması hasebiyle ülke ekonomisindeki gelişim ve değişimlerin ülke borsasının gelişim ve değişimine sirayet edeceği ve bu yüzden borsalar hakkında yapılan bir çalışmada o borsanın bulunduğu ekonomideki genel çerçeve hakkında da bilgi sahibi olunması gerektiği düşünülmüştür.

### 2.1.1.Brezilya (Brasil)

Brezilya, coğrafi olarak Portekizli denizci Pedro Alvares Cabral tarafından 1500 yılında keşfedilmiştir. Zaman içinde Hollanda ve Fransa tarafından işgal edilmesine rağmen, ülke 300 yıla aşkın bir süre Portekiz'in kolonisi olarak kalmıştır. Cumhuriyetin ilan edildiği 1889 yılına kadar ülke Portekiz kraliyet ailesi tarafından yönetilen ülke 7 Eylül 1822 yılında bağımsızlığını ilan etmiş ve bağımsızlıktan hemen sonra Dom Pedro Ülkenin ilk imparatoru olmuştur, 1889 da monarşinin yerini Başkanlık Sistemiyle Yönetilen Cumhuriyet almıştır. 1964'te ise askeri bir darbe sonucu 1985 yılında ülke demokrasiye geçmiştir.<sup>114</sup>

Brezilya, federal cumhuriyettir (Republica Federativa do Brasil). Başkanlık sistemi ile yönetilen ülkede, 26 eyalet ve 1 federal başkent bulunmaktadır ve her eyalet kendi federal meclisine ve iç yönetimine sahiptir. Seçimle işbaşına gelen Ulusal Kongre, Senato ve Temsilciler Meclisi olmak üzere iki kamaradan oluşmaktadır.

Brezilya Güney Amerika kıtasında en geniş yüzölçümüne sahip ülkedir ve ve nüfus açısından da dünyada beşinci sıradadır.<sup>115</sup> Dünya Bankası verilerine göre Brezilya'nın nüfusu 200.4 milyondur (2013)<sup>116</sup> ve nüfus çeşitli etnik gruplardan oluşmaktadır. Ülkenin resmi dili Portekizcedir (İş dünyasında yoğun olarak İspanyolca ve İngilizce Konuşulmaktadır). Yüz ölçümü 8,5 milyon km<sup>2</sup>'dir. Başkenti Brasilia ve para birimi Brezilya Reali'dir (BRL).<sup>117</sup>

Ülke, sahip olduğu zengin doğal kaynaklar bakımından, ürettiği tarım ürünleri (kahve, şeker, portakal, kakao, tütün) açısından, canlı hayvan yetiştiriciliği ve hayvansal ürünler (et, tavuk eti) bakımından, orman ürünleri

<sup>114</sup> Meltem Türkoğlu(hzl), "Brezilya Ülke Profili" , İstanbul Ticaret Odası,1998-34,s.9-11

<sup>115</sup> Sevinç Akbulak, " BRICS Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan,Çin) İle Güney Kore Ekonomilerine Ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler Ve Kısa Değerlendirmeler", Sermaye Piyasası Kurumu,2008, s.1

<sup>116</sup> <http://datatopics.worldbank.org/consumption/country/Brazil> e.t:22.03.2015

<sup>117</sup> Konya Ticaret Odası,"Brezilya Ülke Raporu",Etüd- Araştırma Servisi, Ekim 2008,s.2

<http://www.kto.org.tr/dosya/rapor/brezilya.pdf>.15.12.2010

<sup>117</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu,İş Yapma Rehberi, İstanbul,2009,s.53

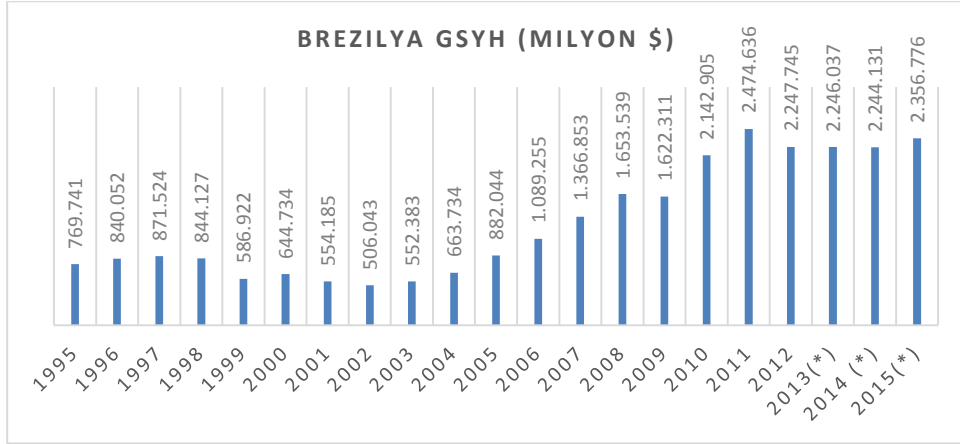


sektöründeki konumundan (kağıt, kağıt hamuru) , mineral ve metal üretim - işleme (demir çelik ve alüminyum)alanındaki potansiyeli sayesinde uluslararası ticarete karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir<sup>118</sup> .

Güney Amerika yüzölçümünün ve ekonomisinin neredeyse yarısını oluşturan Brezilya dünyanın en büyük endüstriyel merkezlerindedir. Tarımsal çeşitlilik bakımından zengin olan ve birçok endüstriyel sektörde de dünyanın en önemli şirketlerinin üretim üssü haline gelen Brezilya, Amerikalı Heritage Vakfı'nın Dünya'nın en özgür ekonomileri endeksi'nde 118. sırada<sup>119</sup> bulunmaktadır, Dünya Ekonomik Forumu'nun 2007-2008 Küresel Rekabet Endeksinde (Global Competitiveness Report) yer alan BRICS ülkeleri arasında ise 57. sırada yer alır.<sup>120</sup> Brezilya'da en önemli sorunlarda birisi, sosyal sınıflar arasındaki gelir, eğitim ve yaşam kalitesindeki derin farklar olması ve bu durumun yol açtığı şiddet/asayiş sorunlarıdır. UNDP raporuna göre Brezilya, dünyada gelir dağılımının en eşitsiz olduğu ülkeler sıralamasında 7.'dir.<sup>121</sup>

**Grafik 1**'de Brezilya'nın 2003 tarihinden 2011 yılları arasındaki GSYH'sında gerçekleşen rakamsal büyüme gösterilmiştir.

**Grafik 1: Brezilya GSYH (milyon \$)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

<http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pd=PERD02> e.t:05.04.2015

<sup>118</sup> Sevinç Akbulak, a.g.e. 2008,s.1

<sup>119</sup> <http://www.heritage.org/index/ranking> e.t:17.02.2015

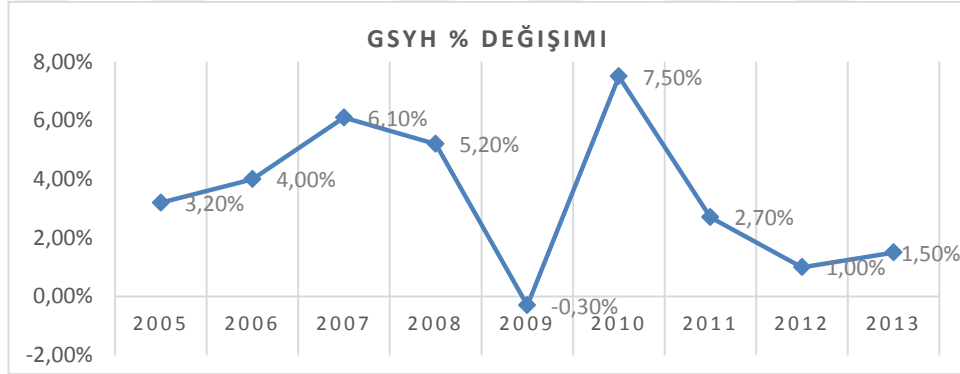
<sup>120</sup> <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015> e.t: 17.02.2015

<sup>121</sup> <http://www.mfa.gov.tr/brezilya-ekonomisi.tr.mfa> e.t:19.04.2015

Ülkede, 2011 den sonra ise GSYH’da gerileme olmuş ve ekonomi büyüme oranları gelişmekte olan bir ülkeye göre oldukça zayıf kalmıştır. Bu durum, ülkenin uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notunun düşülmesine de neden olmuştur.

BRIC kısaltmasını ortaya atan ekonomist O’Neill Brezilya ve Rusya’nın hızlı yükselişinin düşmesinin ardında emtia fiyatlarındaki düşüş, Rusya bölgesinde yaşanan siyasal karmaşa ve özellikle Brezilya ekonomisinde baş gösteren yolsuzluk vakalarının etkili olduğunu öne sürmüştür.<sup>122</sup>

**Grafik 2 Brezilya GSYH Değişim Oranları %**



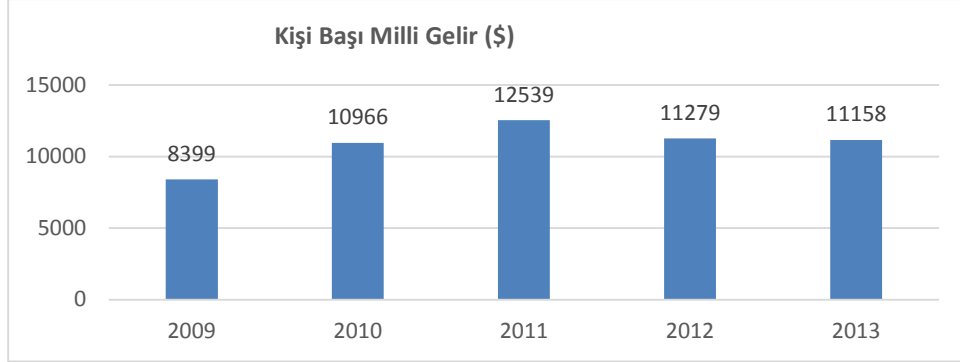
**Kaynak:** Dünya Bankası

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/BR?display=graph> e.t:26.04.2015

**Grafik 2’**de ülke GSYH’sının değişim oranları görülmektedir. 2010 senesinden sonra GSYH’da düşük büyüme dönemi yaşanmaktadır. **Grafik 3’**de ise ülkede kişi başı milli gelirin yıllar itibariyle gerçekleşen değerini görmekteyiz. Tabloya göre ülke GSYH’sı 2011 yılında \$ 12539 iken 2013 yılında bu rakam \$ 11158 olmuştur.

<sup>122</sup> [http://www.bigpara.com/haberler/ekonomi-haberleri/rusya-ve-brezilya-bric-ten-cikabilir\\_ID973259](http://www.bigpara.com/haberler/ekonomi-haberleri/rusya-ve-brezilya-bric-ten-cikabilir_ID973259) e.t:19.04.2015

**Grafik 3: Brezilya Kişi Başına Düşen Milli Gelir**



**Kaynak:** <http://www.focus-economics.com/country-indicator/brazil/gdp-per-capita-USD> e.t:23.03.2015

1960-1970’li yıllarda dünyadaki ikinci büyük kalkınma hızını yakalamış olan Brezilya’nın, 2000’li yılların başlarında, diğer gelişmekte olan ülkelerden Rusya, Hindistan ve Çin ile birlikte 2050’li yıllarda küresel ekonominin en önemli aktörlerinden biri olacağı beklenmekteydi. Ancak dünyanın en zengin doğal kaynaklarından birine sahip olmasına karşın Brezilya’nın yaşadığı mali krizler, 2004-2006 yıllarında ortalama büyüme hızını % 3,2 civarında gerçekleşmesi, Çin ve Hindistan ile karşılaştırıldığında daha geride kalmasına neden olmuştur<sup>123</sup>.

Ülkenin dış ticaretine bakıldığında, Birleşmiş Milletler tarafından hazırlanan dünya istatistik raporunda Brezilyanın ihracat yaptığı ilk üç ülke: Çin % 17, ABD % 11.1 ve Arjantin % 7.4 ‘tür. İthalatta ise ilk üç sırayı alan ülkeler: Çin % 15.3, ABD % 14.6 ve Arjantin % 7.4’tür.<sup>124</sup>

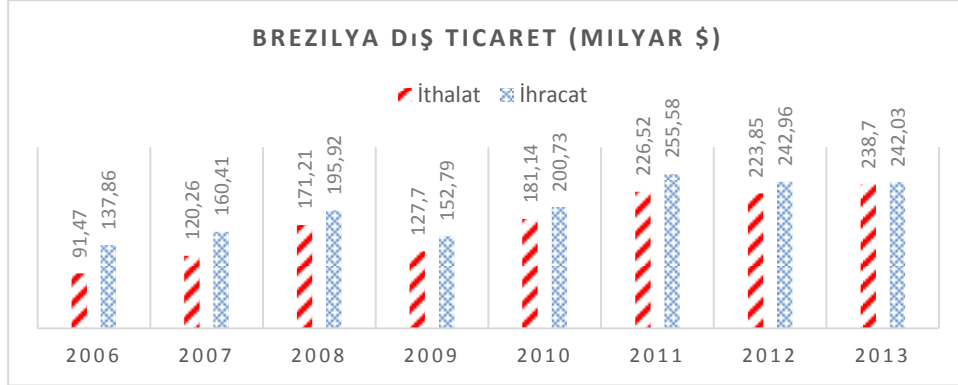
**Grafik 4’**de görüldüğü gibi 2006-2008 dönemi arasında dış ticaret rakamlarında artış olmuştur. 2009-2010 arası yaşanan düşüşte küresel finans krizinin etkisi olmuştur.<sup>125</sup> 2011 yılındaki dış ticaret rakamları 2012 yılında düşüş göstermiştir ve özellikle ihracatın 2012 ve 2013 yıllarında art arda düştüğü grafikten gözlenmektedir.

<sup>123</sup> Esin Şen, Aypar Sönmez Ve Cengiz Karabayır, “**Brezilya Yerinde Pazar Araştırması**”, Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Geliştirme Etüd Merkezi.Ocak,2008 s.11

<sup>124</sup> United Nations, “**World Statics Pocketbook**” 2014 Edition,Economic & Sosical Affairs, p:42 (<http://unstats.un.org/unsd/pocketbook/WSPB2014.pdf> e.t:22.03.2015)

<sup>125</sup> İTKİB (İstanbul Tekstil ve Konfeksiyon İhracatçı Birlikleri), “**Tekstil Pazarı Olarak Brezilya Temel Ekonomik Göstergeler Genel ve Sektörel Bilgiler**”, Ağustos 2012 s:17

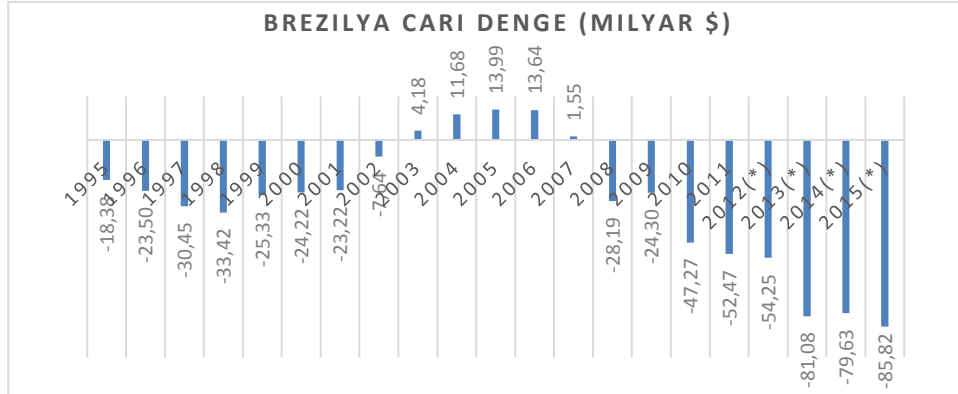
Grafik 4: Brezilya Dış Ticaret (milyar \$)



*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

**Grafik 5**'te Brezilya'nın cari dengesindeki değişimin yıllar itibariyle aldığı değerleri görülmektedir. Buna göre ülke ekonomisinde 1998'den itibaren cari açığın azalmaya başladığını hatta 2003-2007 döneminde cari fazla verildiği ancak 2008 den itibaren sert bir kırılma görüldüğü söyleyebiliriz. 2008 den sonra cari açık büyümeye devam etmiştir.

Grafik 5: Brezilya Cari Denge (milyar \$)



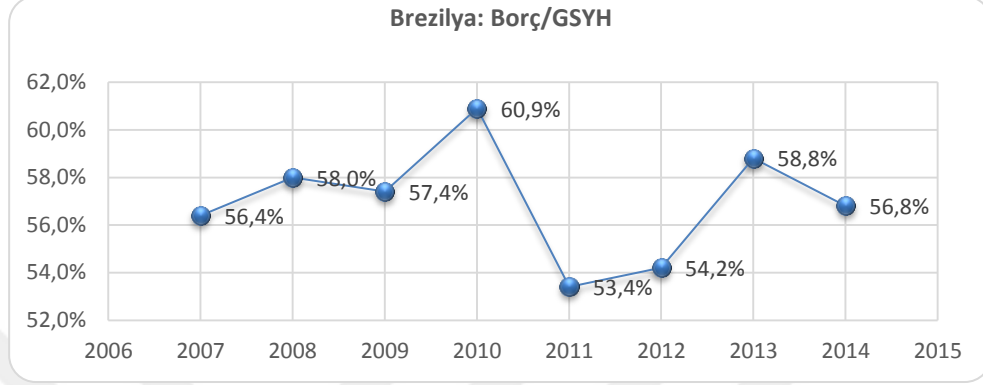
*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

Brezilya'nın 2014 yılında kredi notunun düşürülmesine neden olan risk unsurların başında düşük oranlı büyüme, artan Borç/GSYH oranı olarak ve siyasal sistemdeki artan belirsizlikler gösterilmiştir.<sup>126</sup> Ancak diğer yandan

<sup>126</sup> <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1529353-s-p-brezilyanin-notunu-kirdi>  
e.t:23.03.2015

ülkenin yüksek dolar rezervinin de bir bakıma olası bir finansal kriz karşısında tampon vazifesi görebileceği de belirtilmektedir.<sup>127</sup>

Grafik 6: Brezilya Borç/GSYH Oranı



Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/>

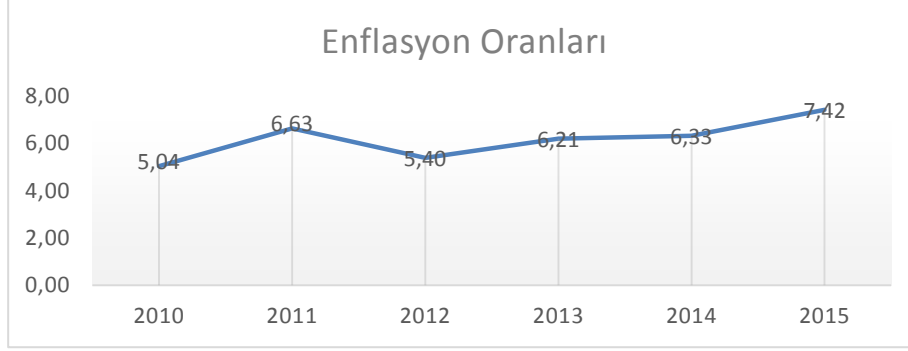
Borç/GSYH oranı, çoğunlukla kamu borcunun GSYH ya oranını olarak verilir. Borç stokunun ve GSYH'nın rakamsal büyüklüklerinden çok bu miktarların birbirine oranı önemli bir göstergedir. Bu göstergenin işaret ettiği noktalardan birisi borç artışının GSYH'dan daha hızlı veya yavaş artıyor olmasına bağlı olarak aşağı veya yukarı yönelmesidir. Eğer GSYH, kamu borcundan daha hızlı artıyorsa bu durum ekonominin büyümesiyle beraber devletin vergi vb. gelirlerindeki artışa işaret edebilir. Böylece gelirini artıran devletlerin borçlarının ödemelerini sürdürebilme nitelikleri artmış olur.<sup>128</sup> **Grafik 6**'da görülen noktasal değişimin rakamları az önce verdiğimiz bakış açısıyla ele alınacak olursa, Brezilyanın 2007 den 2010'a kadar ki süreçte ortalama olarak kamu borcu artış hızının GSYH dan yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum ülke ekonomisi için risk artışına işaret etmektedir.

**Grafik 7**'da ülkenin enflasyon oranları grafik olarak verilmiştir. Görüldüğü üzere enflasyon tek haneli rakamlarda olup oransal olarak aşırı bir değişim görülmemektedir. Ekonomideki durgunluğun işareti 2011-2012 yılları arasındaki düşüşle de gözükmemektedir.

<sup>127</sup> <http://www.dunya.com/dunya/uluslararasi-kuruluslar/brezilyanin-gorunumu-negatife-dustu-238487h.htm> e.t:23.03.2015

<sup>128</sup> Paul Krugman ve Robin Wells, **a.g.e.** s:118

Grafik 7: Brezilya Enflasyon Oranları



Brezilya ekonomisi büyük ve gelişmekte olan bir ekonomidir. Uzun yıllardan beridir ülke ekonomik istikrarı gerçekleştirmek için çeşitli ekonomi politikaları uygulamaya çalışmaktadır. Ancak ülke sosyo-ekonomik birçok yapısal sorunla da mücadele etmektedir. Daha önceden belirttiğimiz gibi ülkede gelir dağılımdaki adaletsizlikten tasarruf oranı yetersizliğine kadar birçok temel sorun ülke ekonomisi için kritik duraksamalara neden olabilmektedir. Ülke gelişimini devam ettirebilmek için dış fonlara ihtiyaç duymaktadır. Ancak ülke ekonomisinin sağlıklı gelişimi için gerekli olan fonlama kalitesinin iyi olması önemli bir husustur. Yani ülkenin ekonomik yapısı göz önüne alındığında Brezilyanın portföy yatırımları gibi kısa vadeli sermaye akımlarından ziyade doğrudan yatırımlar gibi uzun vadeli ve ekonomide reel sektörü de kalkındırarak sermaye yatırımlarına ihtiyacı vardır. Bu durum bütün gelişmekte olan ülke ekonomileri için genel bir durumdur. **Tablo 6**'da Brezilya'nın 1994-2013 dönemleri arası aldığı doğrudan yabancı yatırım tutarları verilmiştir. Dünya Bankası veri bankasından aldığımız rakamlarla oluşturduğumuz bu tabloda Brezilya ekonomisine dışardan gelen doğrudan yatırımlar hem ülkenin içinde bulunduğu BRICS blokunun DYY tutarlarıyla hem de Dünya genelindeki DYY tutarlarıyla oranlanmış ve yüzdesel değeri tabloda verilmiştir. Bu şekilde diğer gelişmekte olan ülkeler içinde aynı tablo oluşturulmuştur. Ülkenin aldığı doğrudan yabancı kaynak miktarlarında yıllar itibariyle önemli dalgalanmalar yaşadığını ve ülke ekonomisinin kırılgan dönemlerinde bu yatırımların büyük bir azalış gösterdiğini tablo yardımıyla ifade edilebilir.

**Tablo 6: Brezilya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

Yıl	Brezilya (milyon \$)	BRICS (milyon \$)	BRICS DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	3,072.00	38,896.68	7.90%	241,862.11	1.27%
1995	4,859.00	46,165.25	10.53%	319,889.62	1.52%
1996	11,200.00	57,201.45	19.58%	363,597.44	3.08%
1997	19,650.00	76,139.52	25.81%	461,142.25	4.26%
1998	31,913.00	81,610.25	39.10%	679,469.70	4.70%
1999	28,576.00	74,310.35	38.45%	961,767.75	2.97%
2000	32,779.24	78,445.82	41.79%	1,319,210.53	2.48%
2001	22,457.35	82,188.93	27.32%	726,335.50	3.09%
2002	16,590.20	76,465.16	21.70%	632,024.77	2.62%
2003	10,143.52	72,664.38	13.96%	568,563.99	1.78%
2004	18,165.69	102,190.83	17.78%	716,659.69	2.53%
2005	15,459.98	155,969.77	9.91%	1,358,708.16	1.14%
2006	19,378.09	210,897.82	9.19%	2,105,579.20	0.92%
2007	44,579.49	301,657.55	14.78%	3,017,718.60	1.48%
2008	50,716.40	365,588.14	13.87%	2,392,629.95	2.12%
2009	31,480.93	278,340.70	11.31%	1,330,304.35	2.37%
2010	53,344.63	400,589.12	13.32%	1,921,545.21	2.78%
2011	71,538.66	498,851.94	14.34%	2,214,546.24	3.23%
2012	76,110.66	450,945.52	16.88%	1,836,747.93	4.14%
2013	80,843.00	534,296.19	15.13%	2,207,354.65	3.66%

*Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)*

### 2.1.1.1. Brezilya Sermaye Piyasası

Brezilya'nın sermaye piyasasının gelişimi 19. yüzyıl sonlarına dayanmaktadır. Zaman içerisinde meslek örgütlerin de sistemde yerini alırken düzenleyici kuruluşlar da 1960'larda kurulmuştur.<sup>129</sup>

Brezilya hükümeti 1964-1967 yıllarında finansal piyasalarını tekrar düzenleme kararı almıştır. Bu düzenleme sürecinde, oluşturulması planlanan yeni sisteme model olarak ABD'deki sistem alınmıştır.<sup>130</sup> Her ne kadar hayata geçirilen sistem, planlanandan uzak kalmış olsa da ülkenin geç sanayileşme sürecine önderlik edebilecek ve kaynak tahsisini sağlayabilecek nitelikte olduğu

<sup>129</sup> Gökben Altaş(hzl), Sermaye Piyasasında Gündem, "Brezilya Sermaye Piyasası", Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, sayı.70,2008,s.,21

<sup>130</sup> Jeniffer Herman, "Financial Structure and Financing Models: The Braziln Experience Over the 194-1997 Period", Institute of Economics Federal University of Rio de Janeiro, s:1 ([http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/financial\\_structure\\_and\\_financing.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/financial_structure_and_financing.pdf) e.t:23.03.2015)

belirtilmektedir.<sup>131</sup> Ancak 1980'lerde hükümet rezervleri keskin şekilde azalmış ve Latin Amerika'da baş gösteren dış borç kriziyle beraber uluslararası fonlar çıkış yapmıştır. Bu kriz Brezilya'nın finansal piyasalara ilişkin uygulamak istediği planın sekteye uğramasının başlıca nedenlerinden biridir.<sup>132</sup>

1999 yaşanan krizde ise Brezilya'da uygulanan sabit döviz kuru etkili olmuştur. O dönemde Brezilya'nın uyguladığı para politikası ABD'nin para politikasına bağımlılığı artıran bir zemin hazırlamış ve iki ülke arasındaki enflasyon farkı ve Brezilyada uygulanan enflasyonist para politikaları neticesinde Brezilya Reali üzerinde oluşan baskıyı artmıştır. İki ekonomi arasında ortaya çıkan bu durum, görece olarak dolar-real arasında dolar lehine bir talep oluşturmuştur (real, dolar karşısında görece olarak değer kazanmıştır).<sup>133</sup>

IMF uzmanlarının bir çalışmasında öne sürülen bir ifadeye göre, ekonomideki tasarruflar ve etkili şekilde dağıtılmış yatırımlar, ülke piyasalarının derinleşmesine ve özellikle gelişmekte olan ülkeler için ülkeye gelen büyük miktarda yabancı sermayenin etkili bir şekilde ekonomiye entegre edilebilmesine imkan vermektedir. Ancak Brezilya sermaye piyasalarında Brezilya tasarruf ve yatırım seviyesinin GSYH oranı bakımından uluslararası standartların altında kalmaktadır.<sup>134</sup>

Brezilya Sermaye Piyasasının yapısal özelliklerine bakılacak olursa, *Şekil 4'*de görüldüğü üzere ülkede bir Ulusal Para Konseyi bulunmakta ve bu konsey çatı görevi görmektedir. Bu konseye bağlı başlıca ekonomik yapılar: Merkez Bankası, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, Özel Sigortacılık Yönetim Kurumu bulunmaktadır. Diğer sermaye piyasası aktörleri olan bankalar, aracı kuruluşlar, çeşitli denetim kurumları ve sigortacılık sistemi daha önce saydığımız üst yapıya bağlıdır.

---

<sup>131</sup> Jeniffer Herman, **a.g.e.** s:1

<sup>132</sup> Jeniffer Herman, **a.g.e.** s:1

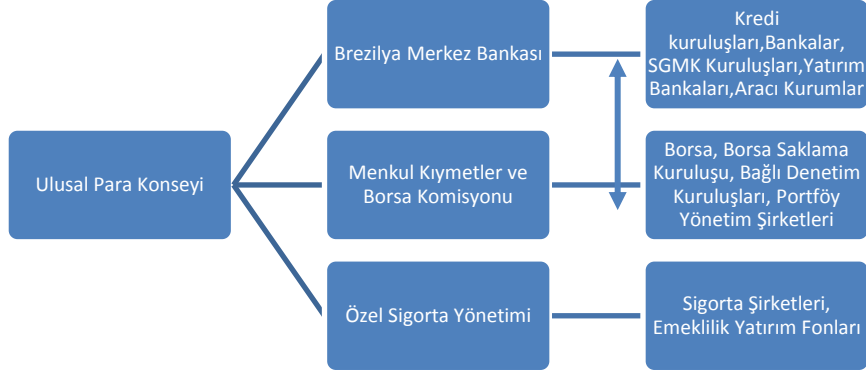
<sup>133</sup> William C. Gruben ve Sherry Kiser, "**Brazil: The First Financial Crisis of 1999**", FED Dallas Southwest Economy Issue 2 March/April 1999 s:13-14

<http://www.dallasfed.org/assets/documents/research/swe/1999/swe9902c.pdf> 02.05.2015

<sup>134</sup> Joonkyu Park, "**Brazil's Capital Markets: Current Status and Issues Further Development**", IMF Working Paper, WP/12/224 s:3



Şekil 4: Brezilya Sermaye Piyasası Yapısı

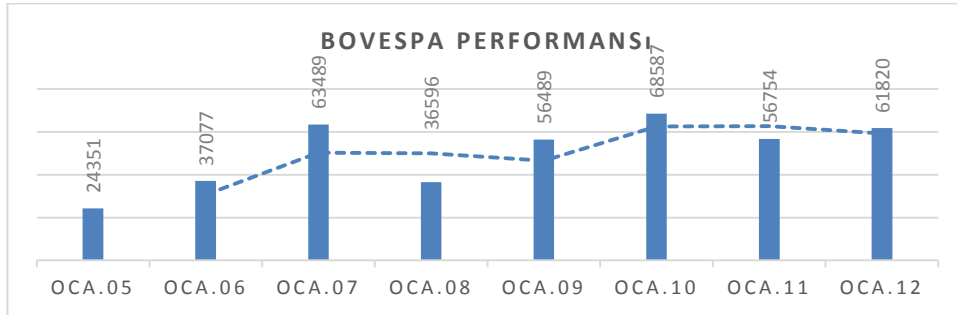


*Kaynak : Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kurumları Birliği*

Brezilya'nın ilk borsası, 1845 yılında Rio de Janeiro'da kurulmuştur. Sao Paulo Menkul Kıymet Borsası (Sao Paulo Stock Exchange - BVSP) ise 1890 yılında ve türev ürünlerin işlem gördüğü Brezilya Türev Borsası da 1986 yılında kurulmuştur. Zaman içerisinde bazı borsalar birleştirilmiştir. Zaman içerisinde meydana gelen değişimler neticesinde 2002 yılında ülkede biri menkul kıymet (BVSP) ve biri türev (BM&F) olmak üzere iki borsa mevcut iken 2007 yılında iki borsa da şirketleşmiş ve BVSP'ye kote olmuştur.<sup>135</sup>

**Grafik 8**'de Brezilya Borsası BOVESPA'nın 2005-2012 yılları arasındaki yıllık endeks değeri görülmektedir. Yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izleyen borsa performansı değerlerindeki bu değişimler ülke ekonomisinin de içinde bulunduğu durumların bir yansıması olduğu söylenebilir.

Grafik 8: BOVESPA Performansı 2005-2012



*Kaynak: Brezilya Borsası (BOVESPA)*

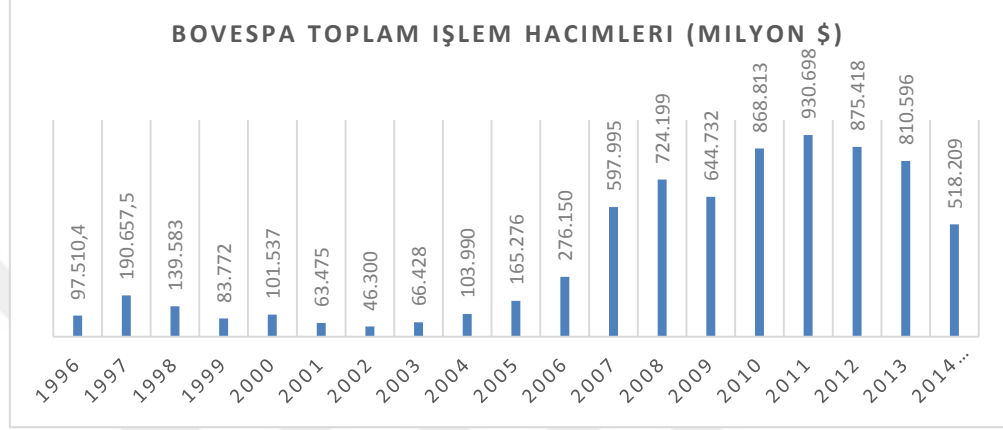
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Lamina-Brasil.pdf> e.t:29.03.2015

**Grafik 9**'da BOVESPA'nın işlem hacimleri yıllar itibariyle gösterilmiştir.

<sup>135</sup> Gökben Altaş(hzl), "Brezilya Sermaye Piyasası", s.22

İşlem hacmi, piyasada işlem gören her bir hisse senedinin miktarı ile o hisse senedinin fiyatının çarpılmasıyla bulunan bir sayısal değerdir.<sup>136</sup> İşlem hacimlerine bakıldığında 2006 yılından sonra işlem hacimlerinde yüksek bir seyir izlenmiş olduğu görülmektedir.

Grafik 9: BOVESPA Toplam İşlem Hacimleri (milyon \$)

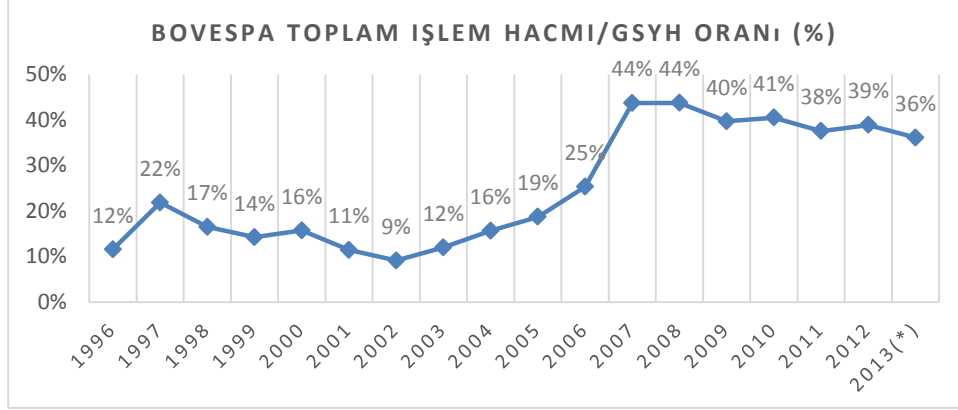


*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)*

**Grafik 10**'da görüldüğü üzere ülke borsasının ülkenin GSYH'na oranı 2002'den 2007 yılına kadar olan süreçte artış göstermiştir. Bu durum bu dönemlerdeki global likiditedeki genişleme sayesinde gelişmekte olan ülkelere doğru bir fon akışı olduğunu gösterir niteliktedir. Bu dönemler özellikle portföy yatırımlarının daha karlı piyasalara yöneldiği ve bu akımların en çok da gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleştiği dönemlerdir. Netice itibariyle Brezilya borsası da portföy yatırımlarının etkisiyle GSYH'sına oranla daha hızlı bir artış göstermiştir.

<sup>136</sup> İMKB, "Cevaplarla Borsa ve Sermaye Piyasası", 2010 s:28  
<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20borsa%20ve%20sermaye%20piyasasi.pdf> e.t:19.04.2015

Grafik 10: BOVESPA Toplam İşlem Hacmi/GSYH Oranı (%)



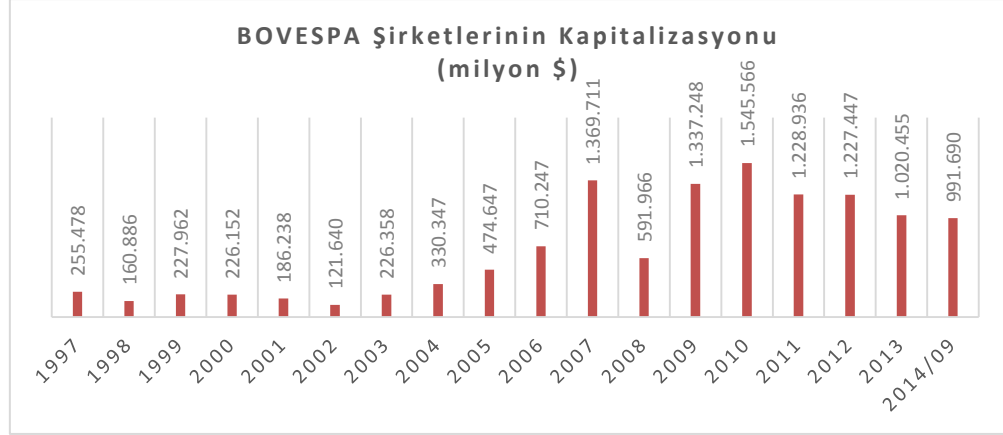
*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

BOVESPA’da işlem gören şirketlerin borsa kapitalizasyonları hakkında bilgi veren **Grafik 11**’e bakmadan önce borsa ve şirket kapitalizasyonu kavramının kısa bir tanımını yapacak olursak: En dar anlamda yani bir şirketin borsa kapitalizasyonu, (market/piyasa kapitalizasyonu), borsada işlem gören o şirketin çıkarılmış hisse senetlerinin piyasa değerlerinin toplamını ifade etmektedir.<sup>137</sup> Kapitalizasyon kavramını borsadaki tüm şirketleri kapsayacak şekilde tanımlayacak olursak: Piyasa kapitalizasyonu, hisse senedi piyasasında, hisse senetleri işlem gören firmaların çıkarılmış nominal sermayelerinin hisse senedi fiyatları bazında piyasa değerini belirtir.<sup>138</sup> Grafik 12’de 2002’den 2007 yılına kadar BOVESPA’daki şirket kapitalizasyonlarında çok büyük bir artış görülmektedir. Borsaya kote olan şirket sayısındaki artışlar, ülkeye gelen DYY ve portföy yatırımları, şirket karlılıklarındaki artışlar gibi gerek hisse senetlerinde değer artışı gerekse yeni hisse senedi arzları gibi çeşitli faktörlerin kapitalizasyonu artırıcı etkileri olabilmektedir.

<sup>137</sup> <http://economictimes.indiatimes.com/definition/market-capitalization> e.t:28.04.2015

<sup>138</sup> Hasan Ayaydın, Pınar Hayaloğlu ve Nuri Baltacı, **a.g.e.** ss:125-142

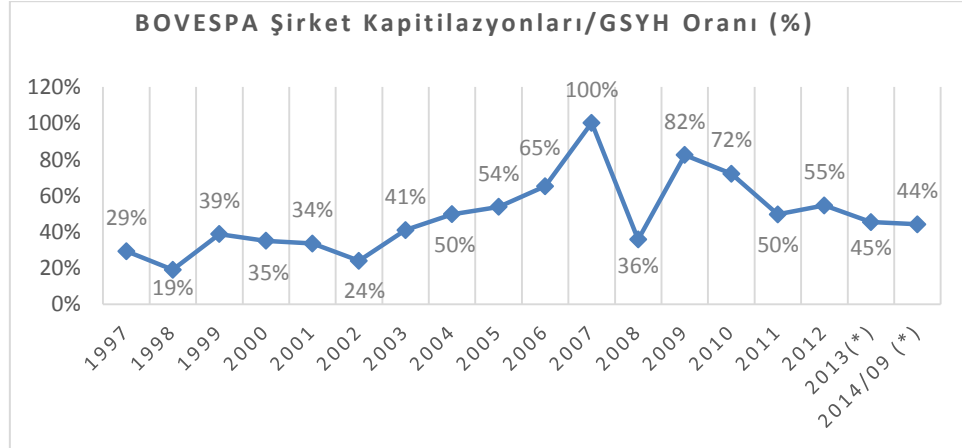
**Grafik 11: BOVESPA'da İşlem Gören Şirketlerin Kapitalizasyonları (milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Borsa kapitalizasyonunun GSYH'ya oranı, o borsanın o ülke ekonomisi içerisindeki yeri ve önemini gösterdiği genel kabul gören bir orandır.<sup>139</sup> Bu oranın yüksek olması olumludur. 2012-2013 döneminde dünyadaki borsaların GSYH'larına oranının toplamı % 95'tir.<sup>140</sup> Bu oran göz önüne alındığında Brezilya borsasında 2007'den sonra önemli bir düşüş olduğu görülmektedir (bkz. **Grafik 12**).

**Grafik 12 BOVESPA Şirket Kapitalizasyonlarının GSYH'ya Oranı (%)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

2008'de Brezilya Emtia ve Vadeli İşlem Borsası (BM&F) ve Sao Paulo

<sup>139</sup> TSKPAKB, "e-birlik Aylık Bülteni", Sayı:4 Aralık 2002 s:1-16

[http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylık_Yayinlar_2002_ebirlik_200212.pdf)

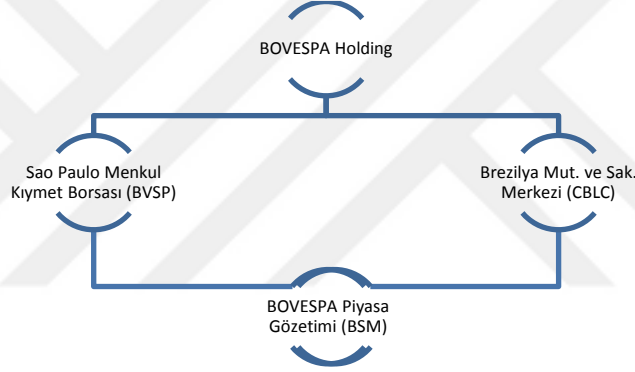
[c6475cdb7ee7/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylık\\_Yayinlar\\_2002\\_ebirlik\\_200212.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylık_Yayinlar_2002_ebirlik_200212.pdf) e.t:07.08.2015

<sup>140</sup> SERPAM, "Türkiye Sermaye Piyasası 2013 Yılı Raporu", İstanbul Ü. Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi, Temmuz 2014 s:6

Menkul Kıymetler Borsası (BVSP) birleşme kararı almıştır ve bu birleşme ile BM&F BOVESPA Menkul Kıymet, Ticaret ve Vadeli İşlem Borsası kurulmuştur.<sup>141</sup> BOVESPA, 2007 senesinde halka arzda olmuş ve bu arzda borsanın piyasa değeri \$ 9.179 milyar olmuş ve bu rakamla borsa, dünyada halka açık 23 borsası arasında piyasa değeri bakımından beşinci sırada yer almıştır.

BOVESPA'da gerçekleşen yapılanma sonrasında BOVESPA Holding BVSP 'nin ve CBLC' nin % 100 hissedarı, BVSP ile CBLC ise BSM 'nin % 50 'şer hissedarı olmuştur.<sup>142</sup>

**Şekil 5: BOVESPA Ortaklık Yapısı**



*Kaynak : Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kurumları Birliği*

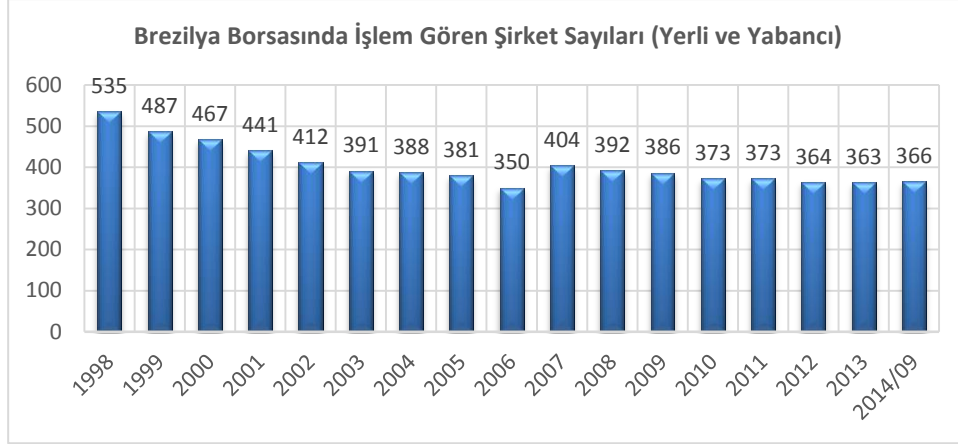
Brezilya borsasında işlem yapan şirket sayılarını gösteren **Grafik 13**'e bakıldığında, 2000'li yıllar öncesi dönemden 2006 yılına kadar şirket sayısında azalma olduğu görülmektedir. Bir ekonomide, halka açık ve menkul kıymet borsalarına kote olan şirket sayısının artması, kıymetli madenlerin alım-satım işlemlerinin organize bir borsa bünyesinde gerçekleştirilmesi ve türev piyasa işlemlerinin organize bir borsa üzerinden yapılması ülke ekonomisinde kayıt dışılığın azalmasına olumlu katkılar sağlamaktadır.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> Gökben Altaş(hzl), "Brezilya Sermaye Piyasası" ,s.23

<sup>142</sup> Gökben Altaş(hzl), "Brezilya Sermaye Piyasası" ,s.23

<sup>143</sup> Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Sermaye Piyasası Meclisi, "Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu", TOBB Yayın Sıra No:2008/68, Mart 2008 s:9

**Grafik 13: Brezilya Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları (Yerli ve Yabancı)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Şirketlerin borsaya kote olması yani şirketlerin paylarının borsada işlem görmeye başlaması ile birlikte, şirketler yabancı ülkelerde de kolayca sermaye piyasası araçları ihraç edebilir ve başka ülkelerin sermaye pazarlarında sermaye piyasası araçlarını kote ettirip işlem görmesini sağlayabilirler. Böylece, yurtdışı piyasalara daha kolay ve etkili bir şekilde erişebilmiş olurlar. Ayrıca hisse senetleri bir borsada kote olan şirketler, yabancı ortak bulma veya ortak girişim kurabilmesi gibi fırsatlara daha çabuk erişebilirler.<sup>144</sup>

BOVESPA’da işlem yapan fonların sayılarına bakmazdan evvel yatırım fonlarının kavramsal boyutu hakkında kısa bir bilgi vermek gerekebilir. Yatırım fonları portföy havuzları oluşturup bunları yöneten yapılardır. Portföy kavramı, bir kişinin ya da kuruluşun sahip olduğu varlıkların tümünü ifade eder. Yatırım fonları portföy işletmek amacıyla kurulur ve tüzel kişiliği yoktur. Türkiye Sermaye Piyasası Kurumu’nun tanımına göre: Yatırım fonları, yatırımcılardan topladıkları paralar karşılığında, hisse senedi, tahvil vb. finansal varlıklardan ve değerli madenlerden oluşan portföyleri yöneten kuruluşlardır.<sup>145</sup> İMKB’ye göre, “...yatırım fonu, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, hisse

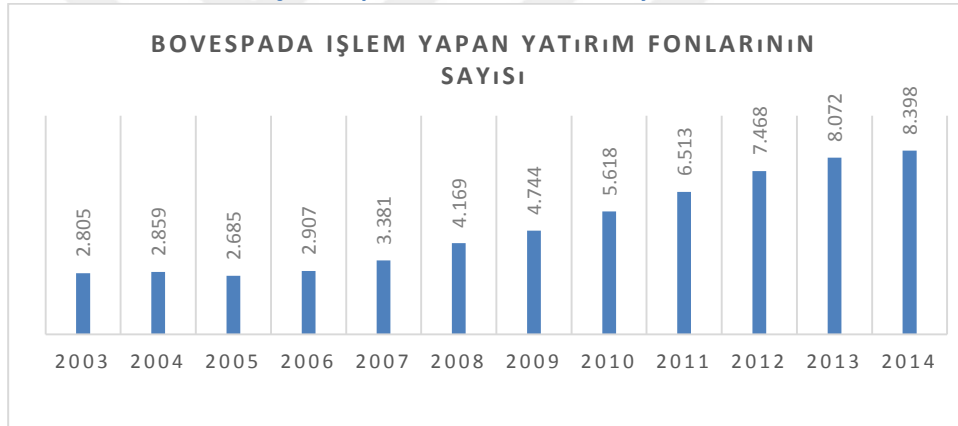
<sup>144</sup> Borsa İstanbul (BİST), “Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme”, [http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka\\_arz\\_ve\\_borsada\\_islem\\_gorme.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf) e.t:26.04.2015

<sup>145</sup> SPK, “Yatırım Fonları”, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3 Ankara Haziran 2010 s:4 <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf> e.t:02.08.2015

senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri, kıymetli madenler, diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo ve türev sözleşmelerden oluşturulabilecek portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır...”.<sup>146</sup> Bu sistemde her bir yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını alarak portföye ortak olur.<sup>147</sup> Yatırım fonlarının net aktif değeri ise Amerikan Tahvil ve Hisse Senedi Komisyonu’nun (SEC) ifadesine göre; bir yatırım şirketin varlıkları ile o şirketin yükümlülükleri arasındaki farktır.<sup>148</sup>

**Grafik 14**’te görüldüğü üzere, BOVESPA’da işlem yapan yatırım fonlarında yıllar itibariyle artış görülmüştür. Bu durum ilgili borsada işlem hacminin artması sağlar ve piyasanın derinleşmesine katkıda bulunur.

**Grafik 14: BOVESPA’da İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

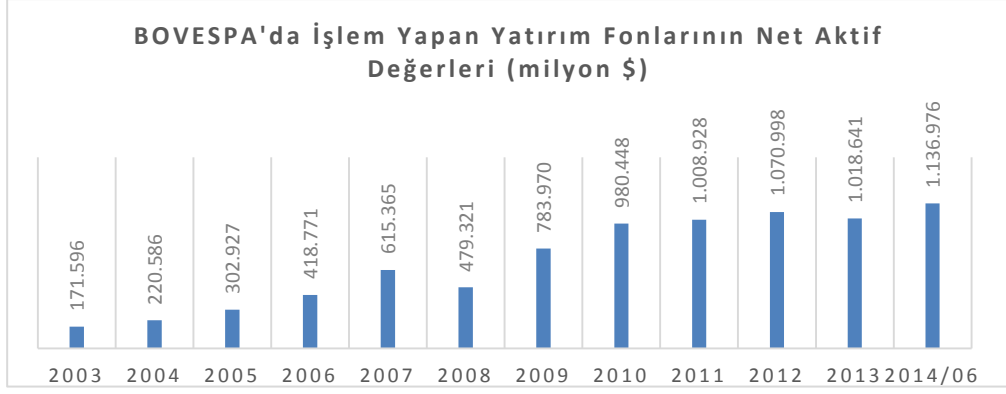
Brezilya borsasında yıllar itibariyle fonların net aktif değerlerinde artış olmasına karşın son dönemlerde bu değerlerdeki değişim yüzdesi düşmüştür. **Grafik 15**’e baktığımızda 2008 Küresel Finans Krizi’nin Brezilya borsasındaki yatırım fonlarının net aktif değeri birikimini erittiği söylenebilir. 2010’dan 2014 ‘e kadarki süreçte ise yatırım fonları net aktif değerinde ortalama olarak artış gözlemlenmiştir.

<sup>146</sup> <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20borsa%20ve%20sermaye%20piyasaki.pdf> e.t:26.04.2015

<sup>147</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> e.t:26.04.2015

<sup>148</sup> SEC (Securities and Exchange Commission), <http://www.sec.gov/answers/nav.htm> e.t:26.04.2015

**Grafik 15: BOVESPA'da İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri (milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014





## 2.1.2.Rusya (Russia)

Rusya, 1991'de Sosyalist Sovyet Cumhuriyetler Birliği (SSCB)'nin dağılmasından sonra kurulmuş federal bir devlettir. Ülke, iki parlamentolu başkanlık sistemiyle yönetilmektedir. Rusya Federasyonu, 21 federe cumhuriyet, ve çeşitli büyüklükte özerk bölgelerden oluşmaktadır. Rusya Federasyonu'na bağlı 21 federe cumhuriyetlerin her biri kendi idari ve yargı sistemlerine sahiptir. Ülkeyi devlet başkanı yönetir.<sup>149</sup> Nüfusu 143,4 (2013)<sup>150</sup> milyon, Resmi dili Rusça, yüzölçümü 17 milyon km<sup>2</sup>, Para birimi Ruble, Başkenti Moskova'dır<sup>151</sup>.

Yüzölçümü ile dünyanın en geniş ülkesi olan, 160 etnik grubun bulunduğu ve yaklaşık 142 milyon (2007) nüfusu ile dünyanın en kalabalık 8. ülkesidir.<sup>152</sup>

Sovyetler Birliğinin dağılmasından sonra, merkezi planlamaya dayalı ekonomi anlayışından küresel piyasalar entegre bir ekonomi anlayışına geçiş yapılmış ve bu doğrultuda 1990'larda enerji ve savunma sanayi dışındaki diğer sektörlerde özelleştirme politikaları uygulanmıştır.<sup>153</sup>

Dünyanın en büyük yüz ölçümüne sahip devlet olan Rusya, zengin yeraltı kaynaklarına da sahiptir. Suudi Arabistan'dan sonra en büyük petrol üreticisi konumundadır. Ülke, piyasa ekonomisini işler hale getirmeye çalışırken buna karşın korumacı politikalar da izlemektedir. 2003'ten sonra petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki artış ülke GSYH'nın artışını desteklemiştir. Rusya ihracatında petrol ve doğalgazın payı % 60 gibi yüksek oranlardadır.<sup>154</sup>

1997 Krizinden sonra ülkede vergi politikalarında yapılan düzenlemeler ve ülkedeki bürokratik zorlukların azaltılması gibi reformlarla serbest piyasa

<sup>149</sup> Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı (OKA), "Rusya Ülke Raporu", ss:1-32  
[http://www.oka.org.tr/Documents/Rusya\\_Ulke\\_Raporu.pdf](http://www.oka.org.tr/Documents/Rusya_Ulke_Raporu.pdf) e.t:26.04.2015

<sup>150</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL> e.t:28.05.2015

<sup>151</sup> Ayşe Oya Benli (hzi), "Rusya Ülke Profili", T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı,,2010,s.3

<sup>152</sup> <http://russiapedia.rt.com/basic-facts-about-russia/population/> e.t:30.03.2015

<sup>153</sup> Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı (OKA), "Rusya Ülke Raporu",ss:1-32

<sup>154</sup> Avrupa İşletmeler Ağı (AİA),"Rusya ülke Raporu", 19 Nisan 2010 s:7

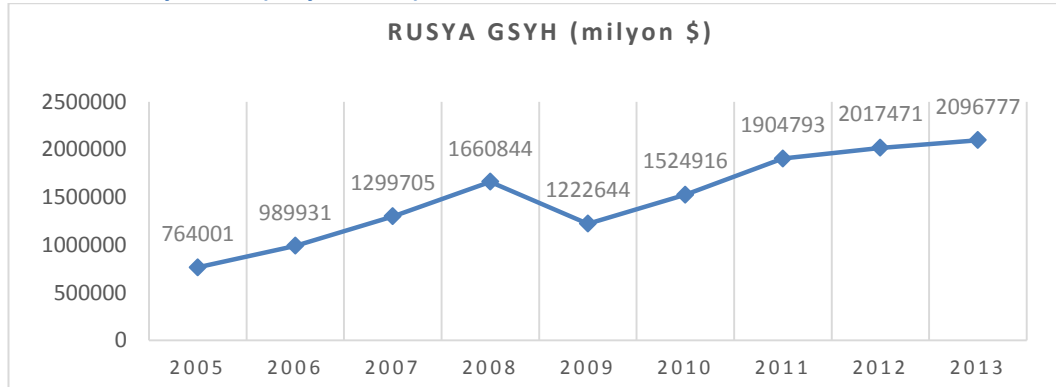
[http://www.aia-istanbul.org/files/bilgibankasi/pazarlar/ulkeler/russia\\_ulkeraporu.pdf](http://www.aia-istanbul.org/files/bilgibankasi/pazarlar/ulkeler/russia_ulkeraporu.pdf)  
e.t:26.04.2015

ekonomisine geçiş süreci desteklenmiştir. Bu çalışmalar neticesinde 2007 yılında ekonomide özel sektörün payı % 70'lere ulaşmıştır.<sup>155</sup>

Rusya ekonomisinin yaşadığı son on yıllık süreçte sergilediği ortalama % 6 oranında büyümedeki en önemli faktör, komünist sistem sonrasında büyük bir artış gösteren ve artmaya devam eden tüketim harcamalarındaki artıştır (2007 itibariyle artış oranı % 9.8). 2008 krizi öncesi dönemde enerji ve doğal kaynaklar sektörlerinde yükselen küresel fiyatlar ülke ekonomisinde ihracatı artırmış ve şirket kârlarını yükseltmiştir. Enerji sektörü dışında en fazla büyüyen sektörlerin başında inşaat sektörü ve perakende ticaret sektörü bulunmaktadır. Ülkeye gelen yabancı yatırım miktarı GSYH'nın % 5'ine ulaşmıştır ve bu yatırımların büyük kısmı ise doğal kaynaklar ve madencilik sektörüne yapılmıştır.<sup>156</sup>

**Grafik 16**'da Rusya'nın 2005-2013 dönemi arasındaki GSYH tutarlarını görmekteyiz. 2005 yılından 2008 yılına kadar artan GSYH'nın 2008-2009 yılları arasında sert bir düşüş yaşadığı görülmektedir. 2009'dan sonra ise tekrar yükselme göstermiştir. Rusya ekonomisinin büyümesinde en büyük paya sahip faktör enerji kaynaklarıdır. Grafik 16'da 2008-2009 dönemlerinde görülen aşağı yönlü kırılmanın en büyük nedenlerinden birisi 2008 krizinde düşen petrol fiyatlarıdır.<sup>157</sup>

**Grafik 16: Rusya GSYH (Milyon Dolar)**



**Kaynak:** Dünya Bankası

(<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx> e.t: 30.03.2015)

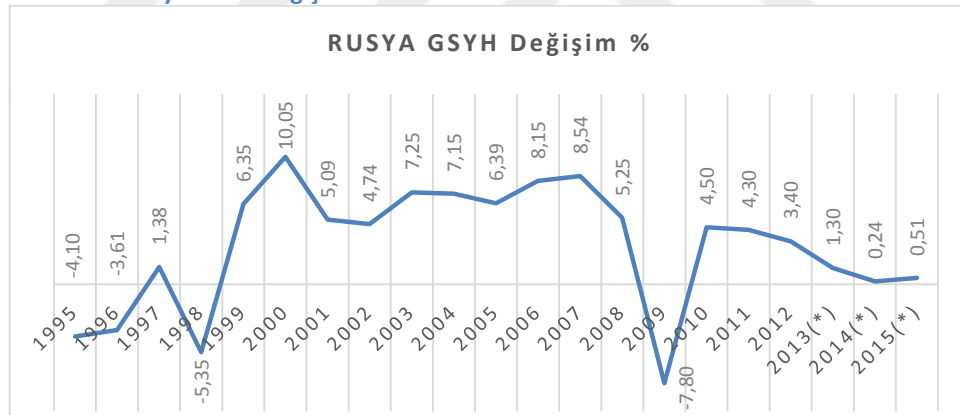
<sup>155</sup> Avrupa İşletmeler Ağı (AiA), a.g.e. s:7

<sup>156</sup> Sevinç Akbulak, a.g.e s.4

<sup>157</sup> Avrupa İşletmeler Ağı (AiA), a.g.e. s:7

Ülke GSYH'daki değişimin yüzdesel ifadesi **Grafik 17**'de gösterilmiştir. Grafikten anlaşılacağı üzere 1996-1999 yılları arasındaki zayıf dönemden sonra 2008 yılına kadar yüksek oranlı büyümeler izlenmiştir. 1998 de Rusya para birimi olan Rublede ciddi oranda bir devalüasyon yapılmıştır (1998-1999 arasında reel efektif kur % 45 düşmüştür). Bu devalüasyon ihracatçı Rus şirketlerinin dış ticaretteki rekabet gücünü artırmıştır. Buna ek olarak iş gücü piyasasındaki ücretlerde ve emekli aylıklarındaki artışların da tesiriyle iç talepte yaşanan artışlar tüketimi artırmış ve hizmet piyasasındaki talebi de artırarak Rus ekonomisinde yaşanan canlanmaya büyük katkı sağlamıştır.<sup>158</sup> 2009-2010 yılları arasında ise % 7,8'lik sert bir düşüş görülmüştür. 2009 yılında devlet harcamalarındaki azalma yaşanmışken diğer taraftan vergi teşvikleri uygulanmıştır.<sup>159</sup> Bu tarihten sonra tekrar pozitif değer alan GSYH değişiminin 2011 den itibaren ciddi düşüşler sergilediği görülmektedir.

**Grafik 17: Rusya GSYH Değişim %**



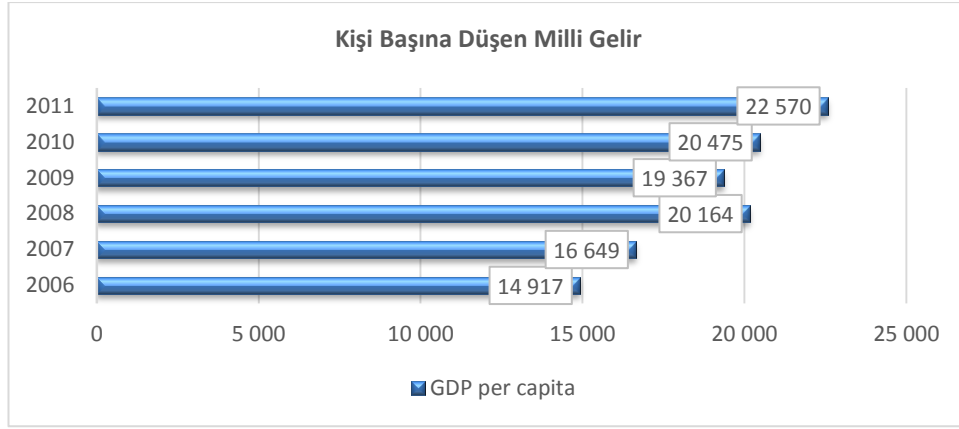
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Ülkede kişi başına düşen GSYH miktarını gösteren **Grafik 18**'e bakıldığında 2006-2011 dönemi arasında, kişi başına GSYH payı artmıştır. 2008 krizinin olumsuz etkisi ise 2009 yılına ait veride görülmektedir.

<sup>158</sup> Avrupa İşletmeler Ağı (AIA), a.g.e. s:7

<sup>159</sup> Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı (OKA), a.g.e

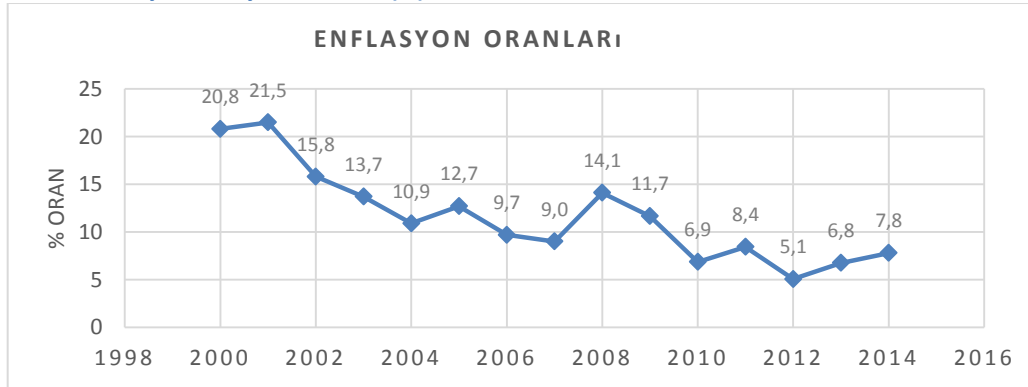
**Grafik 18: Rusya Kişi Başına Düşen GSYH**



**Kaynak:** OECD, ([http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profiles-key-tables-from-oecd\\_20752288](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profiles-key-tables-from-oecd_20752288) e.t:30.03.2015)

2000 yılında kaydedilen çift haneli enflasyonun 2000-2014 yılları arasında gerilediği görülmektedir (bknz. **Grafik19**). Ancak 2015 yılında Rusya'nın enflasyon oranları tekrar çift haneli rakamlara çıkması beklenmektedir. Bu durumun en önemli nedeni ülkede yaşanan ekonomik kaostur. Ekonominin en büyük kaynak aktörü olan petrol fiyatlarında görülen sert düşüşler ve Rusya'nın izlediği dış politikaya yönelik yaptırımlar nedeniyle ülkede ekonomisi olumsuz etkilenmiştir. Rus Rublesi bir yılda % 50 oranında değer kaybetmiştir.<sup>160</sup>

**Grafik 19: Rusya Enflasyon Oranları (%)**



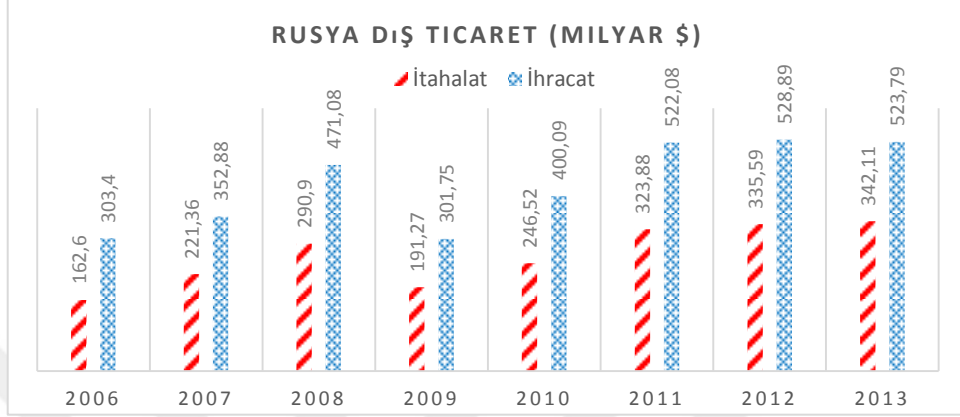
**Kaynak:** OECD, ([http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profiles-key-tables-from-oecd\\_20752288](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profiles-key-tables-from-oecd_20752288) e.t:30.03.2015)

**Grafik 20**'de Rusya'nın 2006-2013 yılları arasındaki dış ticaret rakamları görülmektedir. Grafığe göre Rusya dış ticaret fazlası vermektedir. Bu durumun

<sup>160</sup> [http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/01/150130\\_rusya\\_faiz\\_indirdi](http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/01/150130_rusya_faiz_indirdi) e.t. 05.05.2015

temelindeki en önemli faktörlerden birisi Rus ekonomisinin dünyanın önemli petrol ve enerji ihracatçısı olmasıdır.

**Grafik 20: Rusya Dış Ticaret (milyar \$)**



*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

Rus ekonomisine yapılan doğrudan yabancı kaynak yatırım oranlarına bakılırsa 1995'lerden sonra ülkeye gelen yatırım oranlarında ciddi düşüşler gözlemlenmiştir. 1997 Krizi sonrasında 2003 yılına kadar çok düzenli olmayan oransal değişim 2003-2004 ve 2006 dönemlerinde yüksek artışlar göstermiş ancak son yıllarda ise daha düşük seviyelerde değişimler kaydetmiştir.

**Tablo 7: Rusya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Rusya	BRICS (milyon \$)	BRICS DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	690	38896.68	1.77%	241862.11	0.29%
1995	2065	46165.25	4.47%	319889.61	0.65%
1996	2579	57201.45	4.51%	363597.44	0.71%
1997	4864.64	76139.52	6.39%	461142.25	1.05%
1998	2761.26	81610.25	3.38%	679469.69	0.41%
1999	3309.43	74310.35	4.45%	961767.74	0.34%
2000	2714.23	78445.82	3.46%	1319210.53	0.21%
2001	2748.28	82188.93	3.34%	726335.50	0.38%
2002	3461.13	76465.16	4.53%	632024.77	0.55%
2003	7958.12	72664.38	10.95%	568563.99	1.40%
2004	15444.37	102190.83	15.11%	716659.69	2.16%
2005	15508.06	155969.77	9.94%	1358708.16	1.14%
2006	37594.76	210897.82	17.83%	2105579.2	1.79%
2007	55873.68	301657.55	18.52%	3017718.6	1.85%
2008	74782.90	365588.14	20.46%	2392629.95	3.13%
2009	36583.10	278340.70	13.14%	1330304.35	2.75%
2010	43167.77	400589.12	10.78%	1921545.21	2.25%
2011	55083.63	498851.94	11.04%	2214546.24	2.49%
2012	50587.55	450945.52	11.22%	1836747.93	2.75%
2013	69218.90	534296.19	12.96%	2207354.65	3.14%

*Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)*

### 2.1.2.1.Rusya Sermaye Piyasası

Rusya sermaye piyasalarının oluşumundaki temel adım 1991 yılında Sovyetler Birliğinin dağılmasından sonra temelleri atılan özelleştirme programıdır. Bu program dahilinde 1991 yılından 1995 yılı ortalarına kadar, ülkedeki kamu teşebbüslerin yarısından fazlası (yaklaşık 240.000 teşebbüsün) özelleştirilmiştir.<sup>161</sup>

Ülkede gerçekleşen, özelleştirme projeleri, ekonomide şirketleşme oranını artırmış bu durum da sermaye piyasalarının oluşumunda önemli bir faktör olmuştur. 1992 yılında, Sermaye Piyasası Komisyonu danışmanlık ajansı olarak kurulan komisyon 1995 yılında kurumsal kimlik kazanmıştır. Ülke

<sup>161</sup> Efsun Ayça Değertekin(hzl), “Rusya Sermaye Piyasası”, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği sayı.65.2008.,s.7

sermaye piyasasının üst düzenleyici otoritesi Rusya Federasyonu Finansal Hizmetler Servisidir. Diğer yetkili kurumlar ise Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığıdır. Ayrıca sistemde NAUFOR (aracı kuruluşlar birliği) ve PARTAD (saklama kuruluşları birliği) gibi 6 adet de öz düzenleyici kurum yer almaktadır.<sup>162</sup>

Finansal piyasaları kontrol eden ve düzenleyen Federal Menkul Kıymetler Komitesi (FCSM) 1996 yılında kurulmuştur. Ancak FCSM, 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile bütün görev ve yetkilerini Federal Finansal Piyasalar Kurumuna (Federal Financial Markets Service-FFMS) devretmiştir. Merkezi Moskova'da bulunan kurumun, sigorta, bankacılık hariç finansal piyasaları, borsaları ve emeklilik fonlarını denetleme ve düzenleme yetkisi vardır. FFMS doğrudan Rusya Federasyonu hükümetine bağlıdır.<sup>163</sup>

Finans piyasasında yer alan sigortacılık, kredi kuruluşları ve bankalar ise farklı kurumların gözetiminde yer almaktadır. Sigortacılık, Maliye bakanlığına bağlı bulunan Sigortacılık Denetimi Bölümü tarafından düzenlenmektedir. Kredi kuruluşları ve bankalar ile ilgili düzenlemeler ise Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.

2011 yılında Ruble bazlı işlem yapan MICEX (Moskova Bankalar Arası Döviz Borsası-Moskow Interbank Currency Exchange) ile dolar bazlı işlem yapan RTS (Russian Trading System) birleşerek Moskova Menkul Kıymetler Borsası (MICEX-RTS) kurulmuştur.<sup>164</sup> 2012 yılında isim değişikliği yapılmış ve isim Moskova Menkul Kıymetler Borsası olmuştur (MOEX).<sup>165</sup>

Moskova Menkul Kıymetler Borsasında hisse senetleri özel şirket tahvilleri ve yerel bonolar işlem görmektedir. Hisse senedi ve tahvil piyasası, aralarında milyarlarca dolarlık varlığa sahip büyük şirketlerin bulunduğu ve 500'e yakın ihraççının ve 800 binden fazla yasal kurum ve bireysel yatırımcıların

<sup>162</sup> Sevinç Akbulak, a.g.e s.5

<sup>163</sup> [http://old.ffms.ru/catalog.asp?ob\\_no=3535](http://old.ffms.ru/catalog.asp?ob_no=3535), e.t:11.12.2010

<sup>164</sup> <http://www.haberler.com/rus-borsalari-rti-ve-micex-birlesti-moskova-finans-3201995-haberi/> e.t:01.04.2015

<sup>165</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Moscow\\_Exchange](http://en.wikipedia.org/wiki/Moscow_Exchange) e.t:01.04.2015

faaliyet göstermektedir. 400'e yakın banka ve finans kurumu işlemlere aracılık etmektedir. Menkul kıymet piyasasında hisse senedi işlemleri ağırlıklıdır.

**Tablo 8: MOEX Pay Sahipliği Yapısı**

MOEX Payscale Yapısı	Oy Oranı	
	Pay Miktarı	Oy Yüzdesi %
<b>Paysahibi</b>		
<b>CBR</b>	267 274 237	11,729
<b>Sberbank of Russia</b>	227 682 160	9,992
<b>Vnesheconombank</b>	191 299 389	8,395
<b>EBRD</b>	138 172 902	6,063
<b>Chengdong Investment Corporation</b>	127 989 506	5,616
<b>Russian Direct Investmen Fund (RDIF)</b>	119 887 884	5,260
<b>16.03.2015 den itibaren, % 5 ve üzeri oy hakkı sahiplerini gösterir</b>		

Kaynak: MOEX, <http://moex.com/s1352> e.t:01.04.2015

Rusya borsasında işlem gören finansal varlıklar<sup>166</sup>:

- Hisse senedi ve Rus Tevdi Makbuzu
- Özel Sektör Bonoları
- Devlet Bonoları (Federal Borçlanma Kağıtları, Eurobondlar)
- Ulusal Bonolar (Federal Kesim Dışı Bonolar, Belediye Bonoları)
- Yatırım Fonları Piyasası Enstrümanları ( Bireysel Yatırımcılar, Hisse Senedi Yatırımları)
- İpoteğe Dayalı Varlıklar

Yurtdışı yatırımcıların kullanabileceği enstrümanlar<sup>167</sup>:

- Hisse senedi ve Rus Tevdi Makbuzu
- Bono Piyasası Enstrümanları
- ETF'ler<sup>168</sup>

**Grafik 21**'de Moskova Borsası Endeksi'nin 200-2015 yılları arasında aylık kapanış fiyatlarıyla oluşturulmuş endeks grafiği verilmiştir. 2005-2008 arası Boğa

<sup>166</sup> Moscow Exchange, <http://www.moex.com/s424> e.t:31.03.2015

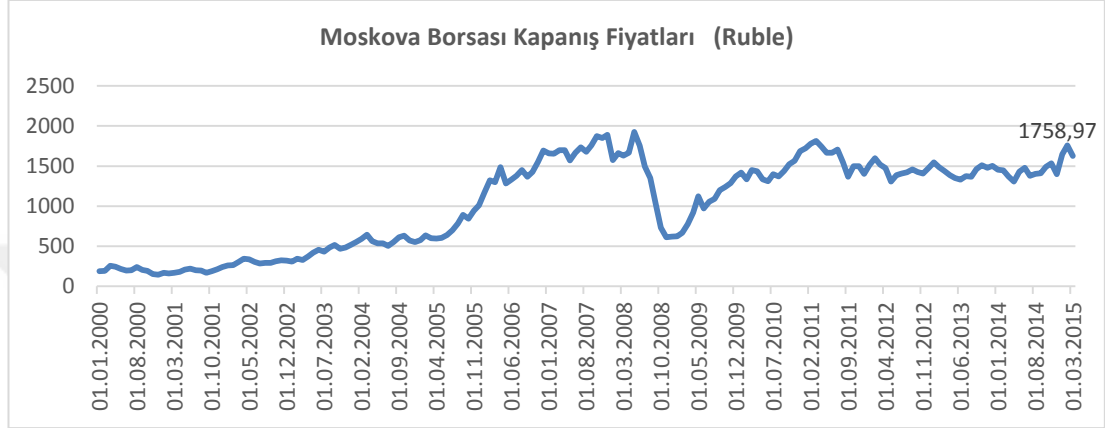
<sup>167</sup> Moscow Exchange, <http://www.moex.com/s424> e.t:31.03.2015

<sup>168</sup> **ETF (Exchange Trade Funds)**, ülkemizde Borsa Yatırım Fonu olarak ifade edilen ve finansal varlıkların çok hızlı geliştiği günümüz finans piyasalarında borsa endeksleri ve çeşitli finansal varlıklar kullanılarak kurulan fonlardır. Risk dağıtımı ve maliyet minimizasyonu stratejileri doğrultusunda kullanılabilirler. Getirileri takip ettikleri endeks değerine paralel olduğu için endeks yönüne göre getiri veya kayıp görebilirler. (Kaynak: Sermet Doğan, Exchange Trade Fund's Nedir? <http://www.gcmforex.com/egitim/makale-etf-nedir> e.t:01.04.2015)



piyasası trendi oluşan endekste 2008 Küresel Finans Krizi'nin patlak verdiği dönemde çok sert bir kırılma görülmüştür. 2009-2011 dönemi arasında tekrar yükselen grafik 2011-2014 yıllarında daha dar bir bant aralığında dalgalanma göstermiştir.

**Grafik 21: Moskova Borsası Endeksi Kapanış Fiyatları (Aylık)**

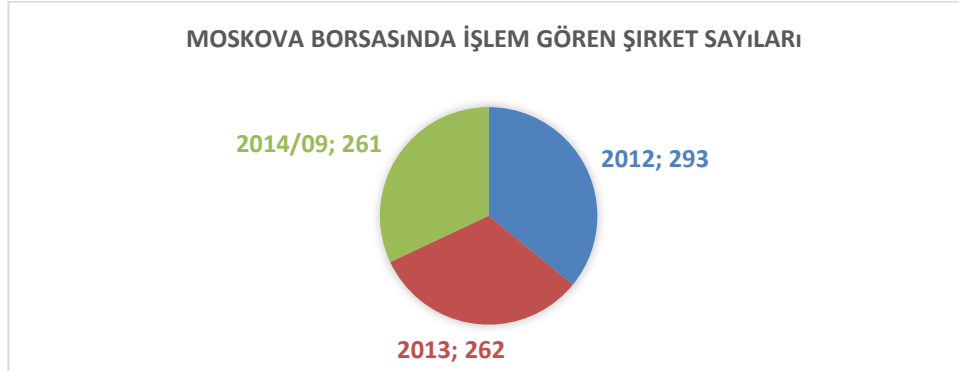


**Kaynak:** Moskova Borsası (MOEX)

<http://www.moex.com/en/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2000-01-01&till=2015-03-01&sort=TRADEDATE&order=desc> e.t.:31.03.2015

Rus Borsasında işlem gören şirket sayıları yıllar itibariyle azalma göstermiştir. **Grafik 22**'de gösterildiği üzere 2012'de 293 olarak belirtilen rakam 2014'ün ilk üç çeyreği sonrası 261 olmuştur.

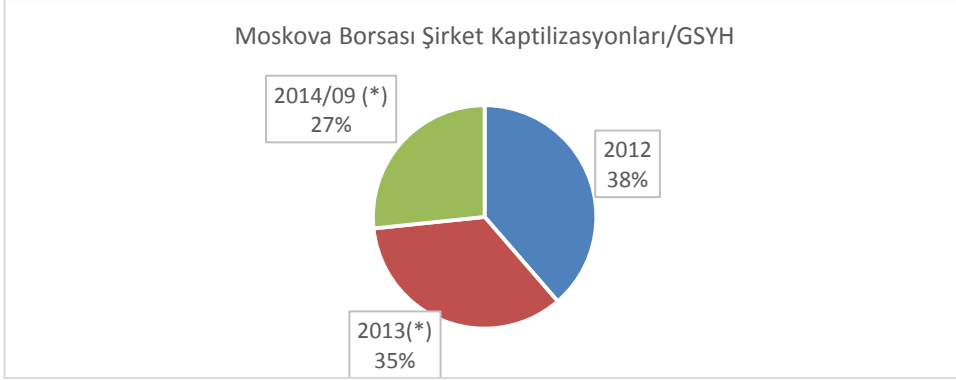
**Grafik 22 Moskova Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Rusya borsasında işlem gören şirket sayılarında yaşanan azalmanın etkisini **Grafik 23** Borsa Kapitalizasyonu / GSYH oranlamasında da görebiliriz. 2012 yılında % 38 olan bu oran 2013'de % 35 ve 2014 yılı son üç çeyreğinde % 27 olmuştur. Bu gerilemiş bir ülke sermaye piyasası için olumsuz bir görünüm olarak değerlendirilebilir.

**Grafik 23: Moskova Borsası Şirket Kapitalizasyonları/GSYH**



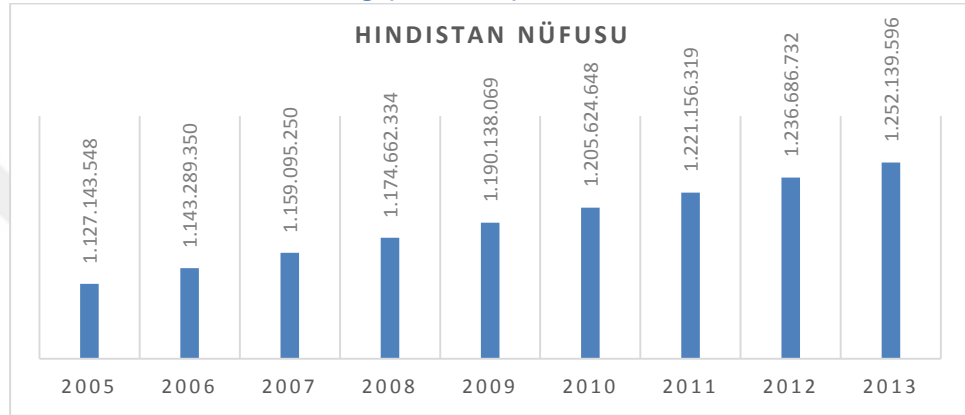
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014



### 2.1.3.Hindistan (India)

Hindistan Cumhuriyeti Güney Asya’da bir milyarı aşkın nüfusa sahip olan ve aynı zamanda dünyanın en hızlı ikinci büyüyen ülkesidir (bknz. **Grafik 24**). 5000 yıllık zengin bir tarihe sahip olan Hindistan, çeşitli kültürlerin bir arada yaşamışlığı ile özgün bir toplumsal ve kültürel yapıya sahiptir.

**Grafik 24: Hindistan Nüfus Grafiği (2005-2013)**



**Kaynak:** Dünya Bankası

<http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL/countries/IN?display=graph> e.t:05.04.2015

Uzun yıllar İngiliz emperyalizmine karşı bağımsızlığını elde etmek için büyük mücadeleler veren Hindistan’ın bağımsızlık hareketlerinin ilk önderi Lokmanya Tilak’tır (1956-1920).<sup>169</sup> 1947 yılında ise Mahatma Gandhi’nin önderliğinde İngiliz sömürgesinden kurtulmuş ve bağımsızlığını ilan etmiştir.<sup>170</sup> 26 Ocak 1950 tarihinde kurucu meclis tarafından hazırlanan Hint anayasasının kabulüyle Hindistan, cumhuriyet idaresini hayata geçirmiş, yazılı bir anayasaya ve serbest seçimlerle oluşan bir parlamentoya sahip laik bir cumhuriyet olan ülke 28 eyalete ayrılmıştır.<sup>171</sup>

Başkenti Yeni Delhi olan ve 3.287.590 km<sup>2</sup>’lik yüz ölçümüne sahip Hindistan, coğrafi genişlik sıralamasında dünyanın yedincisidir.<sup>172</sup> Tropikal muson ikliminin hakim olduğu ülkede en fazla yağış Haziran-Eylül arasında

<sup>169</sup> Hindistan Büyükelçiliği, “**Hindistan’a Bakış**”, Ankara, Kasım-Aralık 2009, s.8-13.

<sup>170</sup> Gökben Altaş, “**Hindistan Sermaye Piyasası**”, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:80, Nisan 2009, s.7.

<sup>171</sup> Gökben Altaş, “**Hindistan Sermaye Piyasası**”, s.7.

<sup>172</sup> T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Anlaşmalar Genel Müdürlüğü, Kasım 2010. <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ANL/AsyaDb/hindistan.doc>

görülmektedir. Ancak yağmur dağılımının farklılığı nedeniyle Hindistan’da birçok bölgesel iklim çeşidine de rastlanmaktadır.<sup>173</sup>

Satın alma paritesine göre ekonomisi dünyada dördüncü sırada olan Hindistan sanayi devriminin hemen öncesinde kadar dünyanın en büyük ikinci ekonomisiydi ve dünya üretiminde % 20 civarında bir paya sahipti.<sup>174</sup> Ancak emperyalizmin topraklarını işgal etmesiyle bağımsızlığını kaybeden Hindistan’ın ekonomisi zayıfladı. 1980’den öncesinde % 1-2’ler seviyesine takılan düşük büyümeli ekonominin düzeltilmesi için 1980’lerden sonra başlayan ekonomik liberalleşme politikaları ile piyasa ekonomisine yumuşak geçişin temelleri atılmış ve 1991 yılından itibaren gündeme gelen daha köklü reformlar sürdürülmüştür.<sup>175</sup> Ekonomide izlenen liberalizasyonun politikalarının temel aldığı pazar ekonomisi modeli sayesinde ekonomisini hızla büyüten ülke dünyanın en hızlı gelişen ikinci ülkesi konumuna gelmiştir. 1996-1998 yılları arasındaki siyasi istikrarsızlık ve 2001’e kadar süren yüksek bütçe açıkları nedeniyle 1996 yılından 2002’e kadar büyüme % 4’ler düzeyinde seyretmiştir. 2000 yılının Aralık ayında beş yıl içinde bütçe açığını % 2’ye indirmeyi öngören bir yasa tasarısı meclise sunulmuş. 2004 yılında iktidarın el değiştirmesine rağmen sürdürülen yapısal reformlar sonucunda, özellikle 2003 yılından itibaren yakalanan yıllık ortalama % 8,5 düzeyinde GSYH artışı sağlanmıştır.

Uluslararası pazarlara ve yatırımlara açılan Hint ekonomisi, büyüyen ekonomik gücü, sahip olduğu dinamik insan gücü ve doğal kaynaklara ilaveten büyük bir bilgi birikimine de sahiptir. Bu potansiyellere sahip olan Hindistan’ın 2020 senesinde dünyanın önde gelen ekonomilerinden biri olacağı düşünülmektedir. Bu iddiaları güçlendiren verilere ve iddialara şunları örnek verebiliriz;<sup>176</sup>

---

<sup>173</sup> Mualla Bilgin ve Elif Çakır(hzl.), “Hindistan Bisküvi ve Şekerleme İhracat Pazar Araştırması”, İTO ,Yayın No:1999-74, s.42

<sup>174</sup> Goldman Sachs, “Indian’s Rising Growth Potential”, January 2007,s.11.  
<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/book/BRIC-Chapter1.pdf>

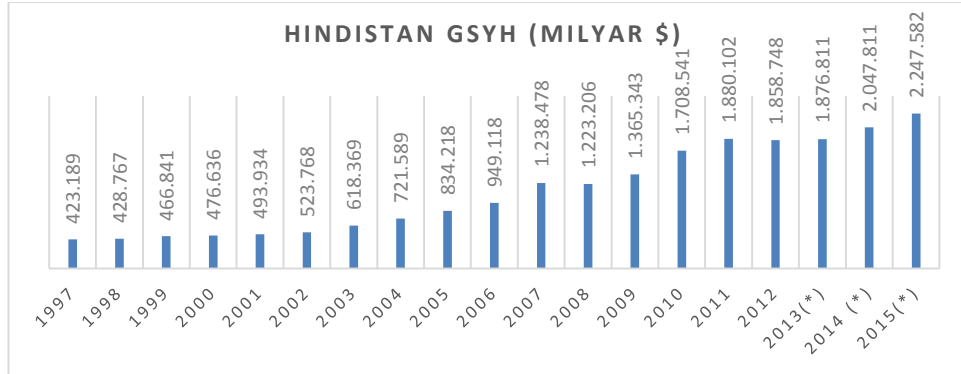
<sup>175</sup> Sumru Öz, 1BRIC Ülkelerinde Ekonomik Gelişmeler: Neden Ayrı Bir Grup?1, TÜSİAD Ekonomik Araştırma Forumu,Politika Notu 10-15 Eylül 2010 ss:1-6

<sup>176</sup> Hindistan Büyükelçiliği, a.g.e. s.14-17

- Hızlı ekonomik büyüme ve Hindistan ekonomisi son 25 yıldan beri büyüme trendini takip etmesi,
- Artan döviz rezervleri ve yabancı yatırımlar,
- İhracattaki % 20'lik artış oranları,
- Ülkede yoksulluk oranı giderek azalması,
- Eğitim seviyesi yüksek genç bir nüfusun varlığı,
- Dünyada, bilişim teknolojileri konusunda önemli bir yere sahip olması,
- Milli gelirinde yüksek oranlı artış beklentisi,
- Kişi başına düşen milli gelir artışı beklentisi: 2020-40 (\$ 5800) , 2041-66 (\$ 16800), 2067-2100 (\$ 37000),
- Gelecek 20 yıl içerisinde emek piyasasındaki büyük artış beklentisi,
- Hızla gelişen iç pazar ve sermaye piyasası ve de 2020'lerden sonra Hint orta sınıfının nüfusun % 50 sini teşkil etmesiyle Hindistan'ın bir tüketim toplumu olma beklentisi.

2008'deki küresel ekonomik krize kadar GSYH'sını % 8 civarında artırmasını bilen Hindistan küresel kriz döneminde yüzde yediye yakın bir büyüme sağlamıştır (bknz. **Grafik 25**).

**Grafik 25: Hindistan GSYH (milyar \$)**



\*Tahmini rakamlar

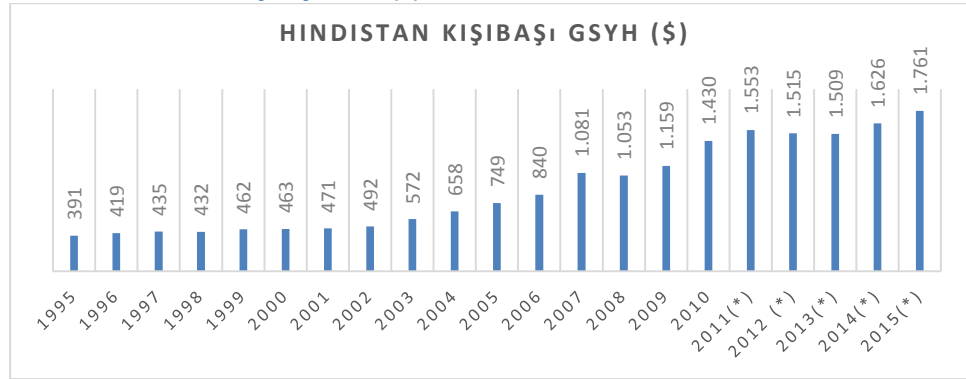
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Hint ekonomisinin rekabet gücü artıran güçlü sektörleri, başta imalat ve hizmet sektörleridir. Ayrıca Hindistan, bankacılık, sigortacılık, teknoloji, telekomünikasyon ve mühendislik gibi hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin çağrı merkezlerini taşıdıkları, finansal muhasebe ve veri tabanı üretimi yaptıkları bir bölge haline gelmiştir.

Hindistan'ın yazılım ve bilgi teknolojilerine dayanan hizmetler sektöründeki başarısının kökenleri 50 yıl öncesine dayanmaktadır. 1950'den itibaren, MIT (Massachusetts Institute of Technology) model alınarak farklı şehirlerde yedi Hindistan Teknoloji Enstitüsü (IIT) kurulmuştur. 2004 yılında toplam 30.000 öğrencinin kayıtlı olduğu bu enstitüler, Hindistan'ın dünya standartlarında yetişmiş teknolojik işgücünün çekirdeğini oluşturmuştur.<sup>177</sup> Özellikle bilişim teknolojilerinde lider konumda olan ülkenin yurtdışına verilen "dış kaynak kullanımı (outsourcing)"<sup>178</sup> hizmetlerinin büyümeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Ülkede kişi başı GSYH oranının son on yıllık süreçte büyük bir artış sağladığını **Grafik 26**'dan görebiliriz.

**Grafik 26: Hindistan Kişibaşı GSYH (\$)**



\*Tahmini rakamlar

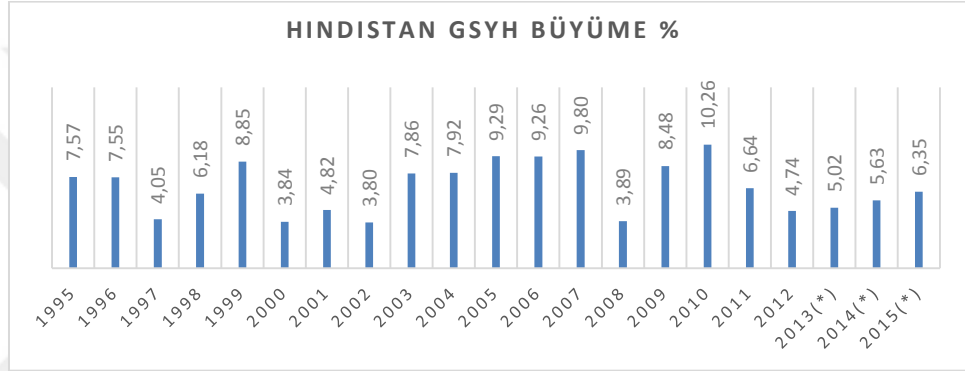
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

<sup>177</sup> Sumru Öz, a.g.e. ss.:1-6

<sup>178</sup> **Dış Kaynak Kullanımı (Outside Resource Using)**, bir işletmenini başka bir işletme için mal ve hizmet sağlama uygulamasını belirtmek için kullanılan ve literatüre 1980'lerde İngiltere'de girmiş bir kavramdır. (**Kaynak:** Ahmet Erdinç Tutar, Hüsamettin İnanç ve Ümit Güner, "Dış Kaynak Kullanımının (Outsourcing) Makro Ekonomik Etkileri", Afyon Kocatepe Üniv. İİBF Dergisi C.VIII S.2 2006 ss:279-296)

Geçmiş yıllarda Hindistan hükümetince yayınlanan ekonomik raporlarda ülke GSYH'sinin 2010-11 dönemlerinde % 7.2 oranında, 2011-12 dönemlerinde % 8.5 oranında ve 2012-13 döneminde % 9 oranında büyüyeceği öngörülmektedir. Ancak Dünya ekonomilerinde yaşanan ve hala devam etmekte olan dengesizliklerin de etkisiyle bu tahmini oranlar **Grafik 27**'de görüldüğü gibi beklenen seviyede gerçekleşmemiştir. Yine de dünyanın diğer ekonomilerine göre Hindistan daha verimli ve kararlı bir büyüme oranına sahiptir.

**Grafik 27: Hindistan GSYH Büyüme (%)**

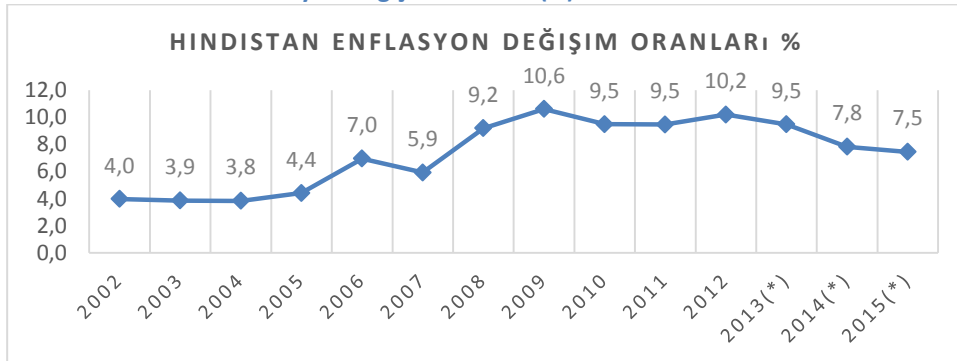


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Hindistan ekonomisinde yaşanan enflasyon oranlarını gösteren **Grafik 28**'e baktığımızda, 2008 Küresel Krizinden sonra ülkedeki enflasyon oranlarında hızlı bir artış olduğu görülmektedir.

**Grafik 28: Hindistan Enflasyon Değişim Oranları (%)**

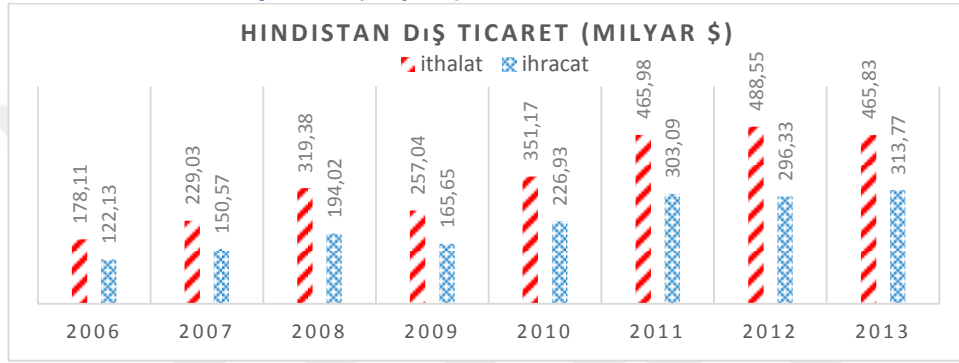


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Hindistan hem üretken işgücü hem de sahip olduğu ekonomik kaynaklar göz önüne alındığında gelişmekte olan ülkeler arasında en üst sıralardadır. Dünya ticaretinde tedarikçi gücünü her geçen dönem daha da artırmaktadır. **Gafik 29** 'da ülkenin dış ticaretine ilişkin ihracat-ithalat rakamları verilmiştir. Dış ticaret rakamlarının düşüş gösterdiği 2009 yılında gerçekleşen ticaret hacmi 2013 yılında yaklaşık iki-üç katına çıkmıştır.

**Grafik 29: Hindistan Dış Ticaret (milyar \$)**



*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

Hindistan ekonomisinin aldığı DYY tutarlarını gösteren **Tablo 9**'a baktığımızda ülkenin dünya DYY'dan aldığı payın son yıllarda arttığını görmekteyiz. BRICS bloku içerisinde ise 2006-2009 yılları arasında DYY oranında artış görülmekle beraber ilerleyen dönemde bu oranda azalış görülmektedir.

**Tablo 9: Hindistan Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Hindistan	BRICS (milyon \$)	BRICS DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	973.27	38896.68	2.50%	241862.11	0.40%
1995	2143.63	46165.25	4.64%	319889.615	0.67%
1996	2426.06	57201.45	4.24%	363597.444	0.67%
1997	3577.33	76139.52	4.70%	461142.254	0.78%
1998	2634.65	81610.25	3.23%	679469.698	0.39%
1999	2168.59	74310.35	2.92%	961767.746	0.23%
2000	3584.22	78445.82	4.57%	1319210.53	0.27%
2001	5471.95	82188.93	6.66%	726335.501	0.75%
2002	5626.04	76465.16	7.36%	632024.768	0.89%
2003	4322.75	72664.38	5.95%	568563.986	0.76%
2004	5771.30	102190.83	5.65%	716659.69	0.81%
2005	7269.41	155969.77	4.66%	1358708.16	0.54%



2006	20029.12	210897.82	9.50%	2105579.2	0.95%
2007	25227.74	301657.55	8.36%	3017718.6	0.84%
2008	43406.28	365588.14	11.87%	2392629.95	1.81%
2009	35581.37	278340.70	12.78%	1330304.35	2.67%
2010	27396.89	400589.12	6.84%	1921545.21	1.43%
2011	36498.65	498851.94	7.32%	2214546.24	1.65%
2012	23995.69	450945.52	5.32%	1836747.93	1.31%
2013	28153.03	534296.19	5.27%	2207354.65	1.28%

**Kaynak:** Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)

### 2.1.3.1.Hindistan Sermaye Piyasası

Hindistan'ın çeşitli eyaletlerinde yerel veya ulusal menkul kıymet ve emtia borsalarının kuruluşu 20. Yüzyılın başlarında gerçekleşmiştir.<sup>179</sup> Bu borsalarda mevcut olan tam otomatik bir ticaret sistemi, geniş ürün yelpazesi, nakit ve türevleri ticareti için entegre bir platform ve de menkul çeşitliliğine dayalı bir ticaret için ülke çapında mevcut olan bir ağ sistemi kurulmuştur. Bu teknik alt yapı Hint sermaye piyasalarının temel gücünü oluşturmaktadır.<sup>180</sup> Yine, Hint menkul piyasalarının sahip olduğu yönetmelik kalitesi bu piyasalara ayrı bir güç katmaktadır. Menkul Kıymetler ve Hindistan Borsası Yönetim Kurulu (SEBI) piyasanın bağımsız ve etkin bir düzenleyicisidir. Kuruluşundan bugüne geçen süreç içerisinde aracılık şirketleri, ticaret mekanizması, yerleşim döngüleri, risk yönetimi, türev ticaret ve devralma ile ilgili önemli düzenlemeler getirmiştir. Menkul kıymetler piyasası içinde bilgi teknolojisi yaygın bir biçimde kullanılmasının yanı sıra çeşitli gelişmiş risk yönetim teknikleri de kullanılmaktadır. Hint menkul kıymetler piyasasının dünyada piyasalarında saygın bir yere kavuşmasında; artan piyasa katılımcılarının sayısı, menkul kıymet işlemlerinin hacminde büyüme, işlem maliyetlerinin azalması, verimlilik, şeffaflık ve güven içinde olarak anlamlı gelişmeler ve uluslararası standartlara uyum düzeyi gibi unsurlar bulunmaktadır.<sup>181</sup>

<sup>179</sup> Gökben Altaş, "Hindistan Sermaye Piyasası" s.8.

<sup>180</sup> National Stock Exchange of India Limited, "Indian Securities Market", Volume:XII 2009,s.8.

<sup>181</sup> National Stock Exchange of India Limited, a.g.e. s:8

SEBI deki başlıca aktörler; yerel ve yabancı yatırımcılar, devlet kurumları ve özel sektör şirketleri, sektör yatırımcılarıdır.<sup>182</sup> 1991'den beri her gelen hükümet Hindistan finans piyasasının olgunlaşma sürecinde ülkenin finansal sektörünün reformu için temel adımları atmıştır.<sup>183</sup>

1990'lı yıllarda yapılan reformlarla doğrudan yabancı yatırımlar önündeki kısıtlamalar kalkmış, yatırımlar teşvik edilmiştir.1992 yılında SEBI, yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları gibi yabancı kurumsal yatırımcıların Hindistan sermaye piyasasında işlem yapmasına izin vermiştir. Bu yatırımcılar aynı zamanda Hindistan Merkez Bankasının da onayına tabidirler. Merkez Bankası, şirketlerdeki yabancı yatırımcı paylarını günlük olarak takip etmekte, limite yaklaşmış şirketleri belirleyip aracı kurumlara bildirmektedir. Yabancı yatırımcıların işlem yapabilmesi için aracı kurumlar, merkez bankasından onay almak zorundadır. Merkez bankası aynı zamanda bu şirketleri kamuoyuna da duyurmaktadır. Diğer taraftan, uzun vadeli yabancı yatırımları teşvik edilmektedir. Yıllar itibariyle Hindistan sermaye piyasasında yabancı kurumsal yatırımcıların genel olarak hisse senedi piyasalarını tercih ettikleri görülmektedir.<sup>184</sup>

Dış yatırımcıların yatırım yapılabilir gördüğü ülkelerin başında gelen Hindistan 1991 den beri ekonomik liberalizasyon sürecini başlatmış ve bugün gelişmekte olan ülkeler içerisinde öncü bir konuma gelmiştir.<sup>185</sup> Diğer gelişmekte olan piyasalar gibi Hindistan da piyasalarını küresel sisteme uyumlaştırma girişiminde bulunarak uluslararası yatırımlar açısından önemli büyüme gerçekleştirmiştir.

Hindistan sermaye piyasasında borsaların kurulması, SEBI'nin iznine tabidir. Bu borsalar, faaliyetlerine devam edebilmek için yetki belgesi almak zorundadır. 2005 yılında çıkarılan kanun ile bütün menkul kıymet işlemi yapan

---

<sup>182</sup> Kaustav Sen, "Earnings Surprise and Sophisticated Investor Preferences in India", Journal of Contemporary Accounting & Economics, Cilt 5, Sayı 1, June 2009, ss: 1-19

<sup>183</sup> [http://finance.indiamart.com/investment\\_in\\_india/financial\\_banking\\_sector.html\(e.tr.](http://finance.indiamart.com/investment_in_india/financial_banking_sector.html(e.tr.) e.t:18-11-2010)

<sup>184</sup> Gökben Altaş, "Hindistan Sermaye Piyasası", s.21.

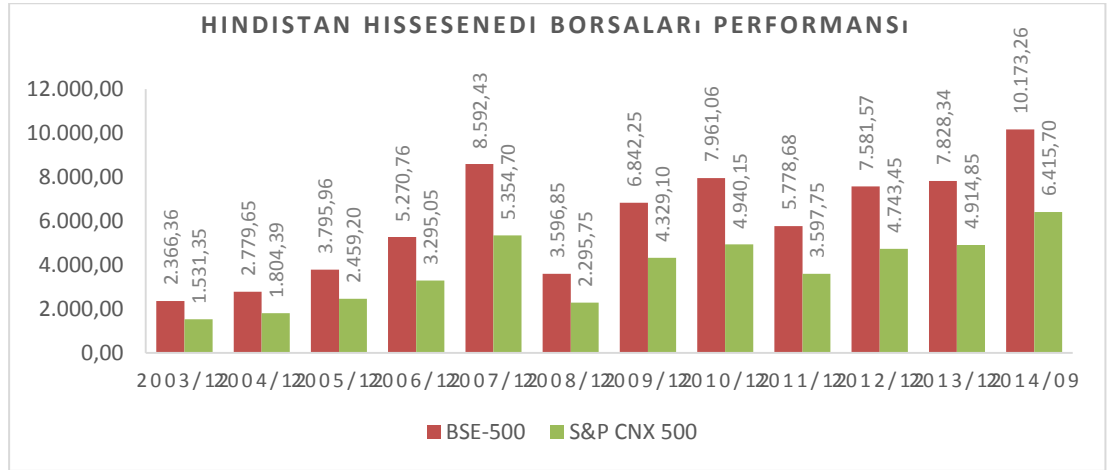
<sup>185</sup> Kaustav Sen, a.g.e. ss: 1-19

borsaların özel şirket statüsünde olması şartı getirilmiştir. Aynı kanuna göre üye aracı kurumların borsadaki toplam ortaklık payı en fazla % 50 olabilmektedir. Bununla beraber, yasa gereği borsalarda yabancı sahipliği toplamda % 49'u geçmemekte, tek bir yatırımcının payı da (yerli veya yabancı) en fazla % 15 olabilmektedir.

Ülkede faaliyet gösteren 19 borsa olmasına rağmen, 2008 senesi itibariyle sadece Hindistan Menkul Kıymetler Borsası (NSE) ve Bombay Menkul Kıymetler Borsasında (BSE) işlem yapılmaktadır.<sup>186</sup> Merkezi düzenleyici kurum olan SEBI'nin gerçekleştirdiği reformlarla, sermaye piyasalarında büyük gelişmeler kaydedilmiş, bu piyasanın, özellikle yaratılan finansal derinlik artmış ve geliştirilen finansal ürünlerin de etkisiyle sermaye maliyetlerinde kayda değer bir düşüş sağlanmıştır ve böylece sermaye piyasaları, ekonominin gelişiminde büyük fayda sağlamıştır.<sup>187</sup>

Ülkedeki işlemlerin neredeyse tamamı Hindistan Menkul Kıymetler Borsası ile Bombay Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleşmektedir.<sup>188</sup> **Grafik 30'**da ülkenin en önemli iki borsasının performansları gösterilmiştir.

**Grafik 30: Hindistan Hisse Senedi Borsaları Performansı**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

1992 yılında aracı kurum ve bankaların önderliğinde kurulan ve de

<sup>186</sup> TSPAKB, **Hindistan Sermaye Piyasası**, Basın bülteni, 3 Nisan 2009, s.1-2.

<sup>187</sup> Sevinç Akbulak, **a.g.e.** s.9.

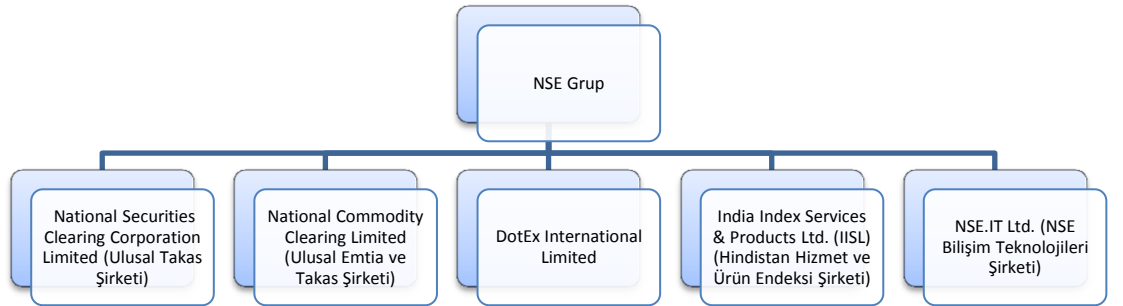
<sup>188</sup> Gökben Altaş, **"Hindistan Sermaye Piyasası"**, s.9.

merkezi Mumbaide (Bombay) olan Hindistan Ulusal Menkul Kıymet Borsası (National Stock Exchange of India - NSE) özel bir şirket statüsünde kurulmuş bir borsadır. Ülkenin çeşitli yerlerinde şubeleri bulunmaktadır. NSE bünyesinde 1994 yılında sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senetleri piyasası açılmış ve 2000’de ise türev işlemleri başlamıştır.<sup>189</sup> Borsa sahip olduğu işlem hacmiyle, ülkedeki diğer borsalar içerisinde ilk sırada bulunmaktadır.<sup>190</sup>

Anonim bir şirket olan Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsasının ortakları, banka ve sigorta şirketleri gibi finans sektörü kurumlarıdır. NSE ’de ortakların borsada işlem yapamaması şartı getirmiştir.<sup>191</sup>

NSE’de çeşitli görevlerle vazifeli komiteler oluşturulmuştur. Bu komitelerde görevli olanların bazıları yönetim kurulu dışından da olabilmektedir. Böylelikle yönetim kurulunda bulunmayan üyelerin yönetimde söz sahibi olmasına yardımcı olunmaktadır. Bu da etkin bir işleyişin sağlanmasına yardımcı olur. NSE, menkul kıymet ve türev ürünlerin takasını yapan Ulusal Menkul Kıymetler Takas Şirketi’nin (National Securities Clearing Corporation Ltd.- NSCCL) tamamına sahiptir. Mutabakat-takas, risk yönetimi, varlık yönetimi, internet işlemleri, bankacılık ve sigortacılık gibi konularda sektör katılımcılarına bilgi teknolojileri hizmeti veren NSE.IT şirketi ve Borsanın veri yayın kuruluşu olan DotEX International Limited Şirketi, NSE’nin iştirakidir.

**Şekil 6: Hindistan Ulusal Borsa'sı Yapısı (NSE Grup)**



**Kaynak:** NSE, [http://www.nseindia.com/content/press/corp\\_brochure.pdf](http://www.nseindia.com/content/press/corp_brochure.pdf) 01.04.2015

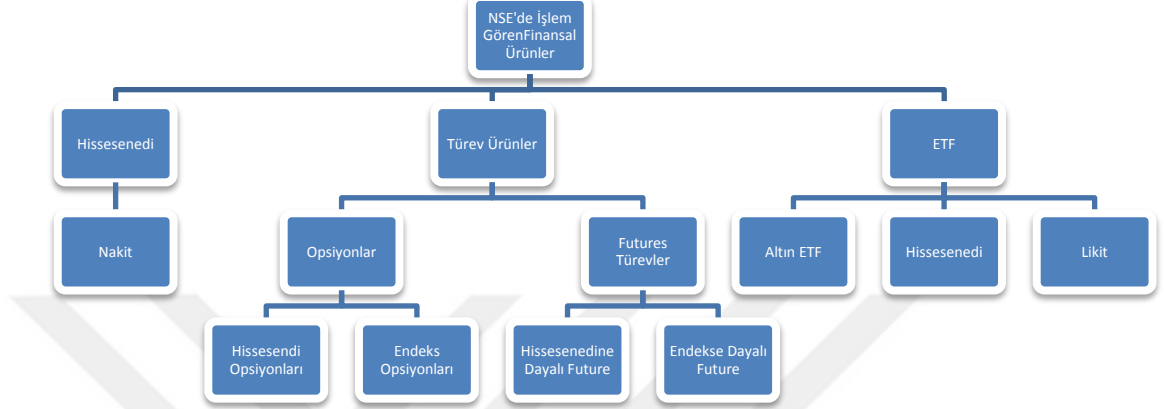
<sup>189</sup> Gökben Altaş, "Hindistan Sermaye Piyasası", s.9.

<sup>190</sup> TSPAKB, **Hindistan Sermaye Piyasası**, Basın bülteni, 3 Nisan 2009 , s.1-2.

<sup>191</sup> Gökben Altaş, "Hindistan Sermaye Piyasası", s.10.

1996 yılında NSE ve Ulusal Emtia Borsası sahipliğinde ve birkaç aracı kurum ve NSE'nin önderliğinde, Ulusal Saklama Şirketi (National Securities Depository Limited–NSDL) kurulmuştur.

**Tablo 10: NSE'de İşlem Gören Finansal Varlıklar**



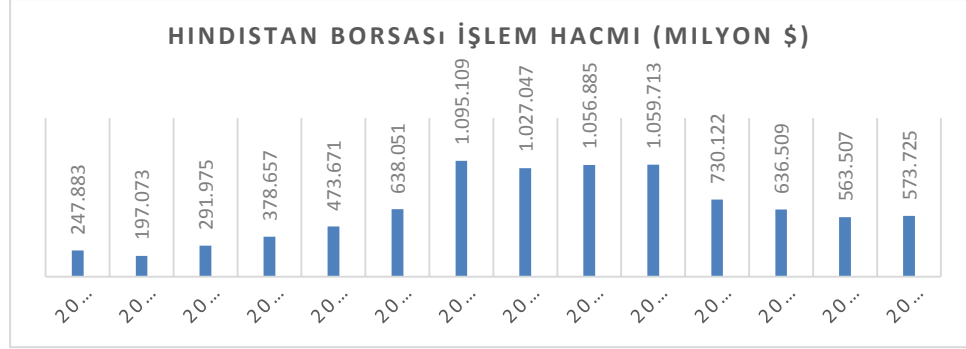
**Kaynak:** NSE, [http://www.nseindia.com/content/press/corp\\_brochure.pdf](http://www.nseindia.com/content/press/corp_brochure.pdf) e.t:01.04.2015

1998 yılında NSE ve Standard & Poors kuruluşu olan yerel bir derecelendirme kurumunun ortak girişimiyle Hindistan Endeks Hizmetleri ve Ürünleri Şirketi (India Index Services and Products Limited-IISL) kurulmuştur. IISL, halihazırda 100'e yakın endeks hesaplamaktadır. 2003 yılında kamu kuruluşu olarak kurulan Ulusal Emtia Borsasındaki işlemlerin mutabakat ve takasını Ulusal Emtia Takas Şirketi (National Commodity Clearing Limited-NCCL) üstlenmiştir. NSDL ile kıymetlerin elektronik ortamda kaydıleştirilmesi sağlanmıştır.<sup>192</sup>

**Grafik 31**'de Hindistan borsa işlem hacimleri görülmektedir. 2002'den 2007 yılına kadar muazzam bir artış göstermiştir. İşlem hacmi, 2010 dan sonra ise önemli ölçüde gerilemiştir.

<sup>192</sup> Gökben Altaş, "Hindistan Sermaye Piyasası", s.10.

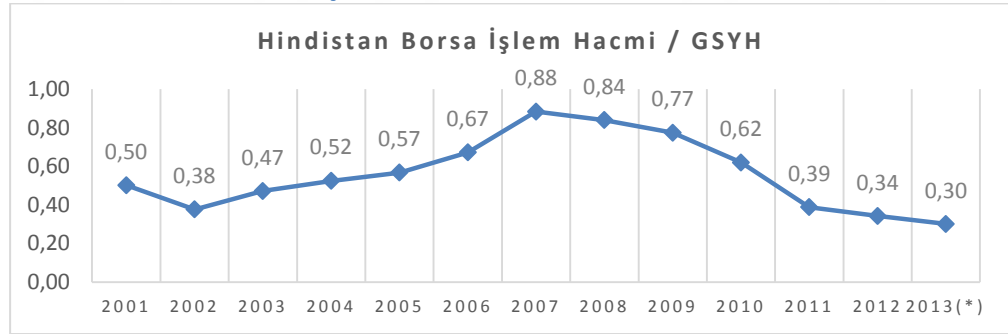
**Grafik 31: Hindistan Borsası İşlem Hacmi (milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

İşlem hacminin GSYH'ya oranına bakıldığında (**Grafik 32**) bir önceki grafiği (**Grafik 31'i**) teyit eder niteliktedir. **Grafik 31**'de görülen tabloda borsalardaki işlem hacimlerinde azalama görülmektedir. Bu piyasadaki hareketliliğin düşüşüne işarettir. 2008 Krizinin burada etkisi olduğunu söylemek yanlış olmaz. Zira borsada büyük bir satış trendi veya yüksek miktarda değer kaybı yaşandığına işaret etmektedir.

**Grafik 32: Hindistan Borsası İşlem Hacmi /GSYH**

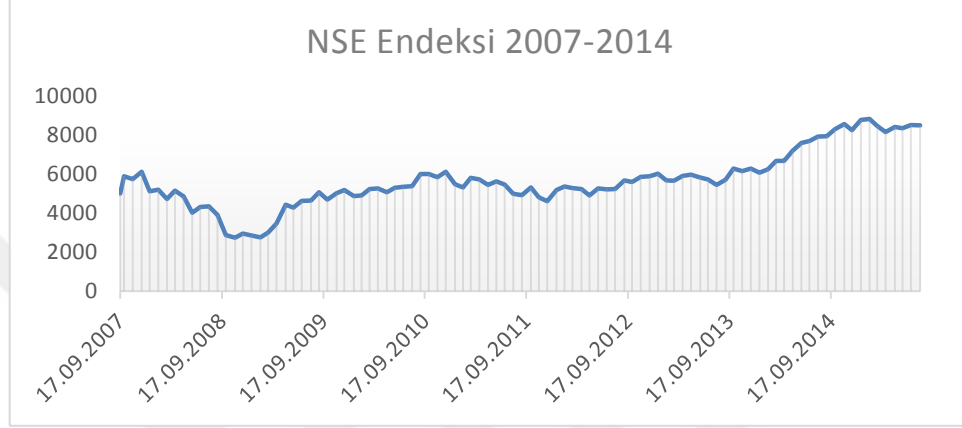


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Hindistan Ulusal Menkul Kıymet Borsası'nın 2007-2014 dönemi aylık kapanış fiyatlarına bakıldığında (**Grafik 33**) 2008 krizinde düşen borsa endeksi sonraki dönemde toparlanma göstermiş 2013 dönemine sonra ise yukarı doğru hareketini daha istikrarlı bir hale getirmiştir.

**Grafik 33: NSE Endeksi (2014)**



**Kaynak:** *finance.yahoo.com e.t. 15.08.2015*

Hindistan'ın diğer önemli borsası Bombay Menkul Kıymetler Borsasıdır (BSE). 1875 yılında kurulan borsa 1956 yılında Hindistan Menkul Kıymet Kanunuyla düzenlemeye kavuşmuştur. Piyasanın kapitalizasyonu sürecinde ve Hindistan sermaye piyasalarının gelişiminde öncü rol oynamıştır. Daha önceden "Menkul Kıymet Borsası, Mumbai" olan borsanın adı 2002 yılında Bombay menkul kıymetler borsası olarak değiştirilmiştir.<sup>193</sup> Bombay Borsası aynı zamanda Asya'nın da en eski ve en hızlı işlem yapılabilen borsasıdır. 200 mikro saniye hızıyla Hindistan'ın öncü borsalarından birisidir.<sup>194</sup> Daha önce kooperatif bir yapıda olan BSE, Mayıs 2005'te çıkarılan kanunla anonim şirket statüsüne geçmiştir. Yasa gereği, üye kurumlar borsanın en fazla % 50 payını satın alırken, kalan hisselerin diğer yatırımcılara satılması Mayıs 2007'de tamamlanmıştır. 2007 yılında, NSE'de olduğu gibi yabancı borsaların Bombay Borsasına ilgisi artmıştır. Bombay Menkul Kıymet Borsası, Dünya Borsalar Federasyonunda, kotasyon sayısı baz alındığında ilk sırada bulunmaktadır. Borsada 5000'e yakın kote olmuş

<sup>193</sup> <http://www.bseindia.com/about/heritage.asp> (Erişim Tarihi:22.11.2010)

<sup>194</sup> Bombay Stock Exchange (BSE), <http://www.bseindia.com/static/about/introduction.aspx?expandable=0> e.t: 03.04.2015

şirket vardır. BSE’de yıllık işlem hacmi \$ 310 milyar civarındadır.<sup>195</sup>

Bombay Borsasında 5.000’e yakın şirket kote olmuştur ve bu büyük şirket sayısı borsada Dünya Borsalar Federasyonundaki sınıfında ilk sırada yer almaktadır. Ayrıca, NSE’de kote olan şirketlerin hemen hemen hepsi Bombay Borsasına da kotedir.<sup>196</sup>

BSE’de işlemler elektronik ortamda, BSE Online Trading System’de (BOLT) gerçekleşir. 2005 yılında, BSE ve 18 yerel borsa önderliğinde küçük ve orta ölçekli şirketler için BSE Indonext adlı yeni bir pazar kurulmuştur ve bu pazarda, genellikle yerel borsalara kote şirketlerin, BSE’de de işlem görmesi öngörülmüştür.<sup>197</sup> BSE’de işlem yapabilen bütün üyeler bu pazarda da işlem yapabilmektedir.<sup>198</sup>

Borsanın ilk endeksi SENSEX 1986 yılında oluşturulmuştur ve piyasa değerine göre ilk 30 şirket bu endeks kapsamındadır ve ayrıca 100 şirketi kapsayan BSE100 endeksi de 1996’dan beri hesaplanmaktadır.<sup>199</sup> Ülkede Hindistan Merkezi Saklama Kuruluşu (Central Depository Services (India) Limited- CDSL)<sup>200</sup> ve Ulusal Menkul Kıymet Saklama Şirkettir (NSDL) olmak üzere iki adet saklama kuruluşu vardır.<sup>201</sup>

Hindistan borsalarında işlem gören şirket sayılarının 2004-2014 dönemi arasında sürekli artış gösterdiğini **Grafik 34** yardımıyla görebilmekteyiz. Bu tablo 2008 Krizi döneminde bile şirket sayısında artışın görüldüğü Hindistan sermaye piyasalarının gördüğü ilgi ve taşıdığı potansiyelin bir göstergesi olmaktadır.

---

<sup>195</sup> TSPAKB, **Hindistan Sermaye Piyasası**, Basın Bülteni, 3 Nisan 2009, s.1-2

<sup>196</sup> Gökben Altaş, **“Hindistan Sermaye Piyasası”**, s.18

<sup>197</sup> Gökben Aktaş, **“Hindistan Sermaye Piyasası”**, s.19

<sup>198</sup> Gökben Aktaş, **“Hindistan Sermaye Piyasası”**, s.19

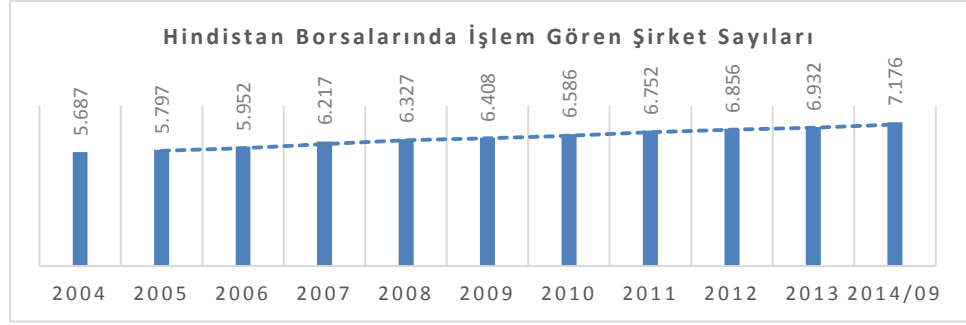
<sup>199</sup> Gökben Aktaş, **“Hindistan Sermaye Piyasası”**, s.19

<sup>200</sup> <https://www.cdslindia.com/aboutcdsl/introduction.html>

<sup>201</sup> Gökben Altaş, **a.g.e.**, s.19.



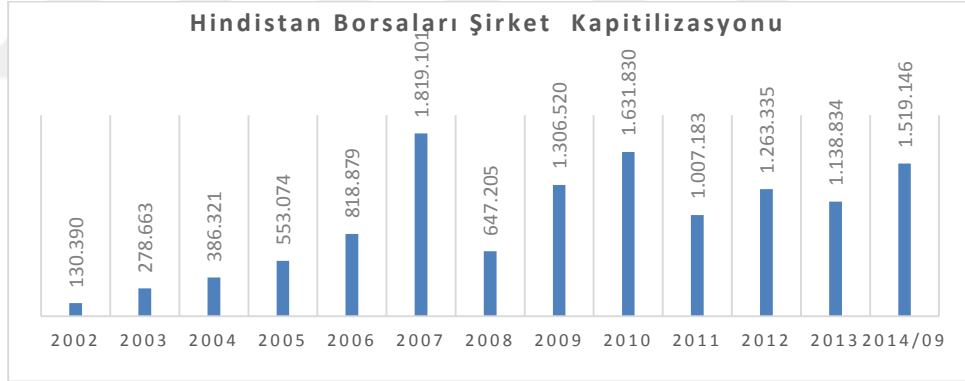
**Grafik 34: Hindistan Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayıları**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Ancak **Grafik 35**'de Hindistan menkul kıymet borsalarının kapitalizasyon miktarı 2008 Krizine kadar gayet hızlı bir şekilde artmışken, 2008 Krizi döneminde sert bir azalma yaşamış ve sonraki dönemlerde ise artış ve azalışlar olmuştur. Bu tablo ise 2008 Krizinde Hindistan borsalarında büyük bir değer kaybı yaşandığının göstergesidir.

**Grafik 35: Hindistan Borsaları Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$)**

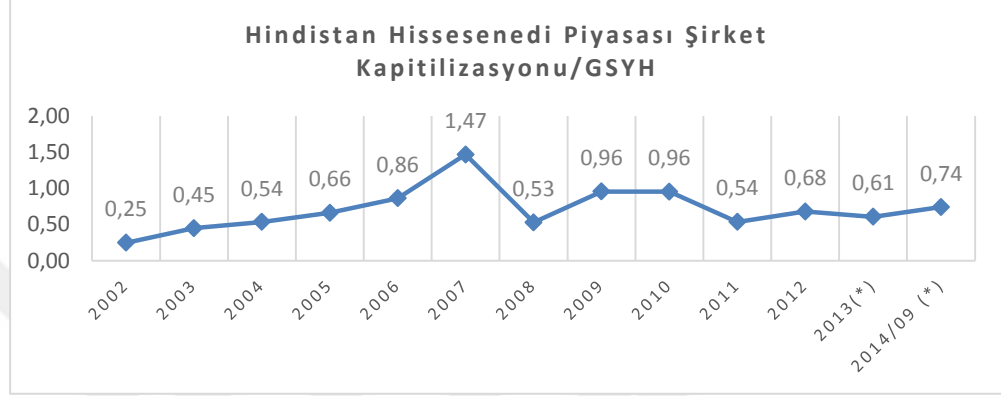


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Borsa kapitalizasyonlarının GSYH'ya oranına bakıldığında (**Grafik 36**) 2007 yılına kadar bu oranin önemli bir artış trendi yakaladığını söyleyebiliriz. Hindistan ekonomisi gibi büyük potansiyele sahip bir ekonominin artan oranda bir trend yakalaması çok olumludur. Ancak aşırı artan oranin 2007'de dünya ortalaması oranin üzerine çıkması ülke ekonomisinde aşırı miktarda sıcak para girişi olmuş olabileceğine işaret etmektedir. Böyle bir durumun özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki çok hassas kırılmalıklar üzerinde baskı yapabileceği açıktır. Ekonomi yönetimde önemli olan noktalardan birisi de

ekonomideki açıklarında fazlalıklarında kontrol edilebilir olmasıdır. 2008 Krizinde 0.53'lere düşen oran sonrasında tekrar 0,96 gibi yüksek oranlara ulaşmıştır. 2010'dan sonrasında ise (bu dönemler küresel likiditedeki belirsizliklerin çok olduğu dönemlerdir) yine bu oranda azalma görülmektedir.

**Grafik 36: Hindistan Hisse Senedi Piyasası Şirket Kapitalizasyonu/GSYH**

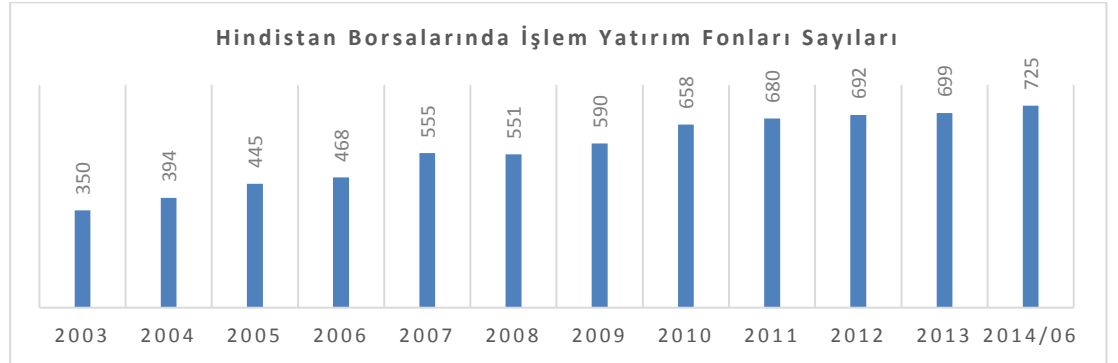


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

**Grafik 37**'de Hindistan borsalarındaki yatırım fonlarının sayısı gösterilmiştir. Grafiğe göre 2003-2014 dönemleri arasında bu sayı iki kat artmıştır. İstisna olarak 2008 Krizinde bu sayıda azalma görülmektedir. Yatırım fonlarının sayısının artması borsanın işlevselliğine katkıda bulunurken, piyasa derinleşmesine de fayda sağlar.

**Grafik 37: Hindistan Borsalarında İşlem Yatırım Fonları Sayıları**



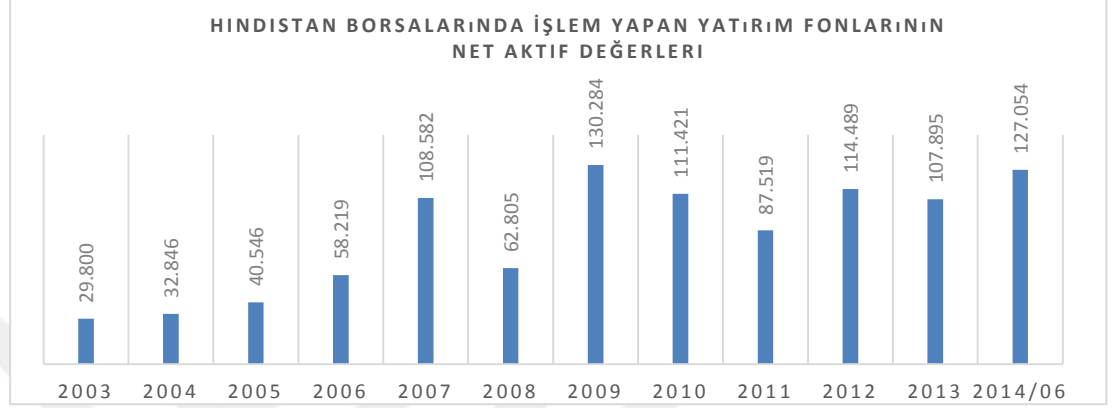
\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Borsalarda yatırım yapan yatırım fonlarının net aktif değerlerinde 2007 yılına kadar büyük bir artış olmuştur (bkz. **Grafik 38**). Bu durum küresel

sermayenin 2008 krizi öncesindeki hareketliliğine işaret etmektedir. Kriz sonrası dönemde ise Hindistan borsalarında işlem yapan yatırım fonlarının net aktif değerlerinde büyük dalgalanmalar görülmektedir.

**Grafik 38: Hindistan Borsalarında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

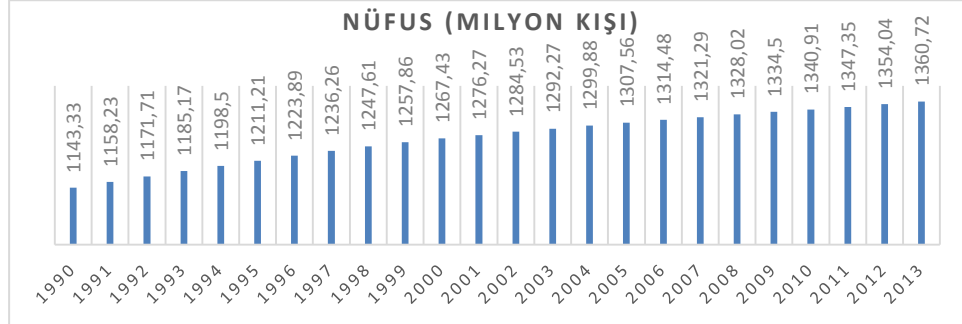
## 2.1.4 Çin (China)

Çin, dünya medeniyetler tarihine baktığımızda M.Ö. 4000'lere kadar eski bir medeniyettir.<sup>202</sup> Özellikle dünya tarihinde rol oynayan bazı önemli buluşların Çinliler tarafından yapıldığını görmekteyiz. Bunlardan en bilinenleri: Kağıt, Barut, Matbaa ve Pusuladır.<sup>203</sup> Bu buluşlardan, barutun; Fatih Sultan Mehmed'in İstanbul'un fethinde ve ortaçağ feodal beyliklerinin yıkılışında, pusulanın; coğrafi keşiflerde, kağıt ve matbaanın; Avrupa kıtasındaki birçok gelişmede<sup>204</sup> ve Fransız ihtilalinde büyük rol oynadığı ileri sürülür. Çok geniş bir coğrafyada, sürekli hanedanlık savaşları ve isyanlar gibi iç kargaşa yaşayan Çin devletler arenasında da çeşitli mücadeleler vermiştir.

Çin, 1949 yılında Tayvan'dan ayrıldıktan sonra yeni lideri Mao Zedong hükümetince Halk Cumhuriyeti olarak ilan edilmiştir. Bu gün dahi tek parti sistemi ile yönetilmektedir.

Dünyanın yüz ölçümü bakımından üçüncü büyük ülkesidir. Nüfusu 1.3 milyar civarındadır. Bu nüfus miktarı dünya nüfusunun % 20 sine karşılık gelmektedir( bkz. **Grafik 39**).

**Grafik 39: Çin'in Nüfusu 1990-2013 (milyon kişi)**



**Kaynak:** Çin Ulusal İstatistik Bürosu (National Bureau of Statistics of China)  
<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm> e.t:04.04.2015

<sup>202</sup> Mehmet Melemen, **Uluslararası Ticarete Yükselen Pazar Ekonomisi ÇİN**, İstanbul;Türkmen Kitapevi,2007,s.25.

<sup>203</sup> <http://turkish.cri.cn/1/2003/12/24/1@2768.htm>(Erişim (17.12.2010)

<sup>204</sup> Ömer Dalgakıran,"**Kitabın Tarihi (History of Book)**",Türk Kütüphaneciliği 27, 1 (2013) ss:201-213 <http://www.bby.hacettepe.edu.tr/akademik/omerdalkiran/file/Kitab%C4%B1n%20tarihi.pdf> e.t:04.08.2015

M.S. 1200'lere kadar Çin'in Batıya göre daha güçlü bir ekonomisi var olduğu belirtilmektedir. 1200'lerden sonra, önce uzun bir duraklama sonra da düşüş sürecine giren ekonomi kapılarını dış dünyaya kapatmaya başlamıştır. Hanedanlığın 1912 de yıkılmasıyla kurulan Çin Cumhuriyeti, Japonların ve batıların işgalleriyle mücadele ederken ekonomi iyice tükenmiştir.<sup>205</sup> Çin hükümet liderleri kalkınmak gayretiyle çeşitli dönemlerde çeşitli atılım programları uygulamaya koymuşlardır.

1912-1936 yılları arasında modern sanayisi yıllık ortalama % 9,4 büyüme göstermiş, bu büyüme 1935-1949 arasında durmuştur. Bu gidişat ekonomide üretimin düşmesine ve akabinde hiper-enflasyonun oluşmasına neden olmuştur.

Komünist partinin gelişile yaşanan en önemli kalkınma planları iki büyük liderin döneminde uygulanmıştır. Bunlar Mao Zedong (1949-76) “planlı ekonomi”si ve Deng Xiaoping “Çin tarzı sosyalist piyasa ekonomisi (piyasa ekonomisinin nimetlerinden yararlanılacak ama sosyalist ekonominin devlet ağırlıklı planlama yeteneği de göz önünde olacaktır)”.Bu ekonomik reformlar, Çin'de rekabet ortamının oluşmasına da zemin hazırlamıştır. Deng Xiaoping'in yönetimde başlanan devrimler Çin'in gelişiminde büyük rol oynamıştır. Bu devrimler sayesinde Çin kapılarını dışa açmaya başlamış yani piyasa ekonomisine kontrollü de olsa adım atmıştır. Bu ekonomik geçişi kolaylaştıran dört neden olduğu düşünülmektedir:<sup>206</sup>

- Mao'nun kültürel devriminin halkın desteğini kaybetmesi
- Uzun vadeli planlamaların kıtlığı engelleyememesi
- Diğer uzak doğu ülkelerindeki piyasa ekonomisine dayalı gelişim
- Halkın yeni liderin reformlarını desteklemeye eğilimi

Bu süreç içinde kentsel ve kırsal kalkınma programları ve makroekonomik reform programları oluşturulmuştur.

---

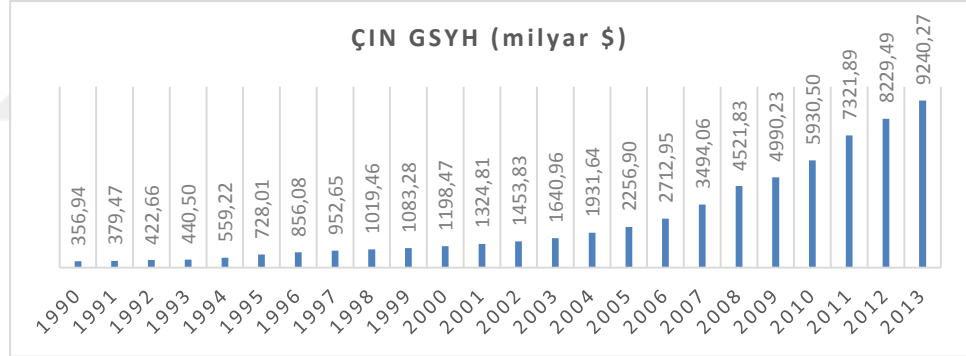
<sup>205</sup> Melemen, a.g.e. s.26.

<sup>206</sup> Melemen, a.g.e. s.35.

Yükselen kamu borcuna karşı hükümet, hem KİT'ler için hem de sermaye piyasasının gelişimi için reform çalışmalarına başlamış ve komünist rejimin başlangıcında kapatılan borsalar tekrar açılmıştır. 1990 da Şanghai ve Şenzhen borsalarının tekrar faaliyete geçirilmesiyle hem ülke içindeki sermaye birikimlerinin hem de yabancı yatırımcıların sermaye piyasasına katılımı amaçlanmıştır. Bu amaçla devlet mal ve hizmet kontrollerini aşamalı olarak kaldırmaya başlamıştır. Netice de 1980 den bu günlere piyasadaki yabancı yatırımcı payı artmaya devam etmektedir.

**Grafik 40'**de görüldüğü gibi Çin'in GSYH rakamları 1990-2013 dönemi arasında sürekli artış göstermiştir. Dünya Bankası verilerine göre Çin 2013 yılını GSYH sıralamasında 9,240 trilyon dolarla dünya ikincisidir (ilk sırada ABD 16,768 trilyon dolar).

**Grafik 40: Çin GSYH (milyar \$)**



**Kaynak:** Dünya Bankası (WB),

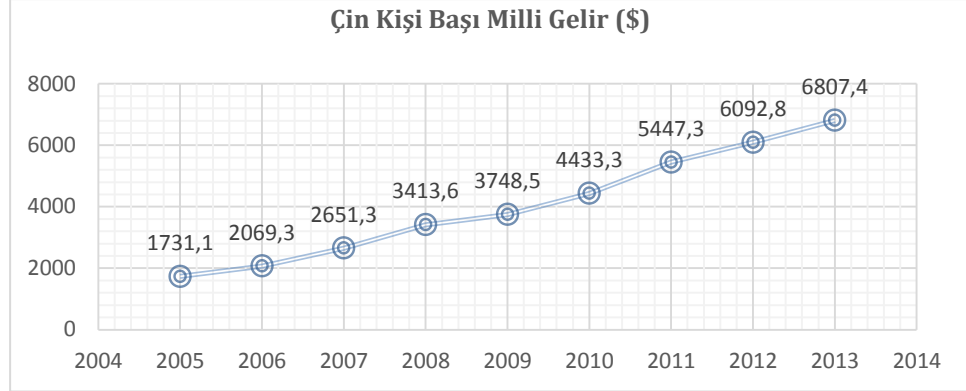
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries/CN?display=graph>

e.t:

04.04.2015

Çin'in ekonominin en önemli dinamiği büyük insan kaynağıdır. Ülkede istihdam oranlarına baktığımızda nüfusun % 43'ü tarım, % 25 sanayi, % 32'si ise hizmet sektöründe istihdam edilmektedir. Ülkede kişi başına düşen GSYH yıllar itibariyle artmıştır (bknz. **Grafik 41**)

**Grafik 41: Çin Kişi Başı Milli Gelir (\$)**

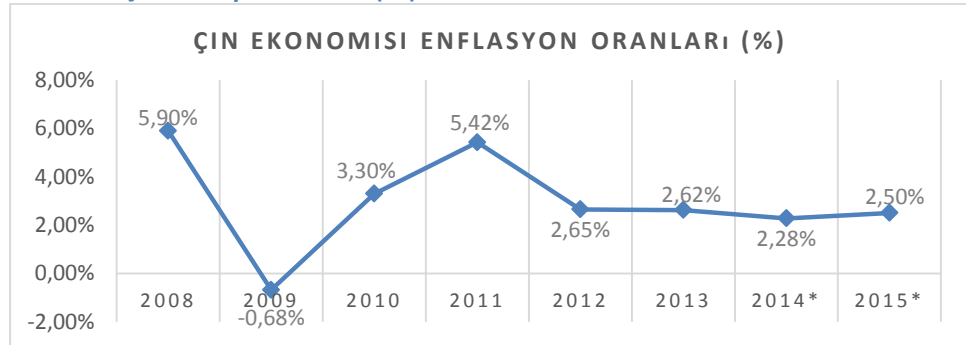


**Kaynak:** Dünya Bankası

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/countries/CN?display=graph> e.t:04.04.2015

Uzun yıllardır yüksek büyüme oranları kaydeden ülke, diğer yandan hem gelişen hem değişen bir iç ekonomiye sahiptir. Ucuz iş gücü gibi bir rekabet avantajına sahip olan ülke ekonomisinde, son yıllarda işçi ücretlerinde artışlar yaşanmış ve buna ek olarak ekonomideki iç talebin artması enflasyon oranlarındaki değişime de yansımıştır. 2008 Krizinde sonraki süreçte bozulan uluslararası ticaret akışı ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanmak istenen istikrarlı büyüme politikaları neticesinde ortaya çıkan kontrollü büyüme stratejileri ekonomilerdeki faiz, enflasyon vb. olgular üzerinde etki bırakmaktadır. **Grafik 42'** de görüldüğü gibi Çin ekonomisi 2008 Krizinden sonra negatif enflasyona sonraki yıllar artış 2012-2013 dönemlerinde daha istikrarlı bir orana sahne olmuştur.

**Grafik 42: Çin Enflasyon Oranları (%)**

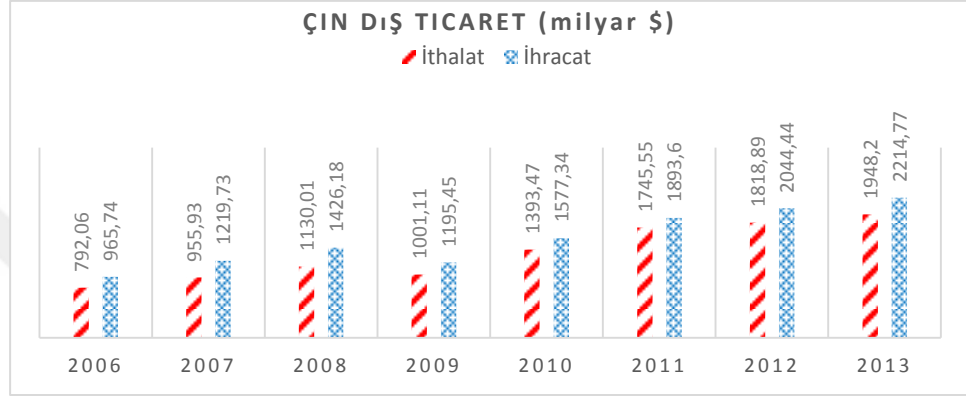


**Kaynak:** Statista.com

<http://www.statista.com/statistics/270338/inflation-rate-in-china/> e.t:04.04.2015

Ulusal rezerv büyüklüğü baz alındığında dünyada ilk sırada bulunan Çin, dış ticarete de fazla veren bir ülkedir.<sup>207</sup> Uzun yıllardır ülkede ihracat rakamları ithalat rakamlarından yüksek gelmektedir. **Grafik 43'** de görüldüğü gibi 2008 küresel finans krizi, Çin ekonomisine de olumsuz tesir etmiş ve 2009 yılında ülkenin dış ticaret rakamları bir önceki dönemin gerisinde kalmıştır.

**Grafik 43: Çin Dış Ticaret (milyar \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Çin ekonomisi en fazla DYY çeken ülkelerin başında gelir. Muazzam bir üretim hacmi ve çok güçlü bir üretim kapasitesine sahip olan ülke, özellikle ucuz işgücünü etkili şekilde kullanarak küresel ölçekte iş yapan büyük şirketleri ülkesinde yatırım yapmaya cezbetmiştir. Ancak belirtmekte fayda var ki, Çin'in ucuz işgücü ve yüksek üretim kapasitesi günümüz uluslararası rekabet koşulları göz önüne alındığında çok büyük bir rekabet avantajı sunmaktadır. Bu nedenle de başta uluslararası büyük şirketler olmak üzere birçok firma Çin'de üretim yapmak için yatırım yapmakta veya fason üretim modeliyle üretimlerini Çin'deki yerel firmalara yaptırmaktadır. Sipariş ağının genişliği ise Çin'in fason üretim yapan yerel işletmelerin kapasite artışlarına büyük bir etken olmaktadır. Ancak Çin'in uzun vadede, ucuz işgücüne dayalı ve kalite standartları olmayan fason üretim modelinden vazgeçerek ekonomide katma değeri yüksek ürünlerin üretimine odaklandığı bir sürece girmesi beklenmektedir. Tablo 10'da Çin'in almış olduğu DYY miktarı ve bazı oranlar verilmiştir. BRICS gurubu içerisindeki DYY payı % 60'ların üzerinde ve Dünya DYY payı ise % 9-10'lar

<sup>207</sup> Efsun Ayça Değertekin, **Çin Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:78,Şubat 2009.s.17.



civarındadır (1994-2013 arası). Bu oranlar bir ülke ekonomisi için çok muazzam oranlardır. Ancak gelişmekte olan ekonomiler dinamik yapıdır. Ucuz işgücü politikası bir noktadan sonra ücret artışlarının baskısına maruz kalacaktır. İstihdamın artışı, ücretlerdeki kıpırdanmalar iç piyasayı canlandırdıkça enflasyon gibi temel taşlarda hareketlenmeler başlayacaktır. Netice bir noktadan sonra üretim maliyetlerindeki artışlar önceleri ucuz üretim imkanı sağlayan ekonomilere olan ilgiyi azaltacaktır. Bu esnada dünya coğrafyasında başka ülkelerdeki üretim imkanlarının da değişmesi (özellikle Çin'in rakibi olabilecek ülke Hindistandır) DYY akımlarının yön değiştirmesiyle sonuçlanabilir.

**Tablo 11: Çin Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

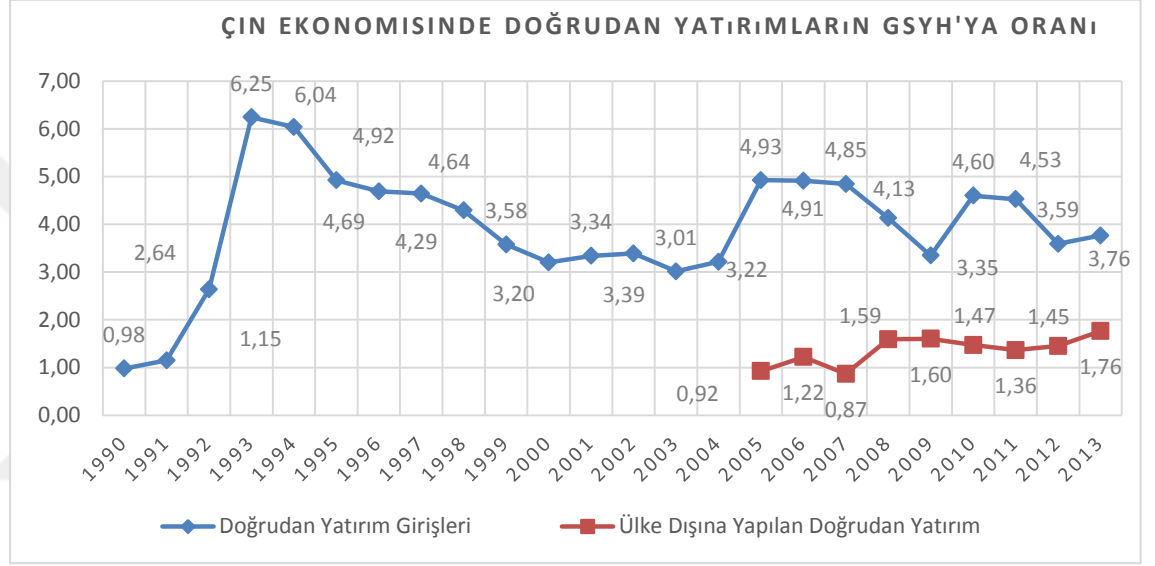
	Çin	BRICS (milyon \$)	BRICS DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	33787	38896.68	86.86%	241862.1	13.97%
1995	35849.2	46165.25	77.65%	319889.6	11.21%
1996	40180	57201.45	70.24%	363597.4	11.05%
1997	44237	76139.52	58.10%	461142.3	9.59%
1998	43751	81610.25	53.61%	679469.7	6.44%
1999	38753	74310.35	52.15%	961767.7	4.03%
2000	38399.3	78445.82	48.95%	1319211	2.91%
2001	44241	82188.93	53.83%	726335.5	6.09%
2002	49307.98	76465.16	64.48%	632024.8	7.80%
2003	49456.85	72664.38	68.06%	568564	8.70%
2004	62108.04	102190.8	60.78%	716659.7	8.67%
2005	111210.2	155969.8	71.30%	1358708	8.18%
2006	133272.5	210897.8	63.19%	2105579	6.33%
2007	169389.8	301657.5	56.15%	3017719	5.61%
2008	186797.6	365588.1	51.10%	2392630	7.81%
2009	167070.8	278340.7	60.02%	1330304	12.56%
2010	272986.6	400589.1	68.15%	1921545	14.21%
2011	331591.7	498851.9	66.47%	2214546	14.97%
2012	295625.6	450945.5	65.56%	1836748	16.10%
2013	347848.7	534296.2	65.10%	2207355	15.76%

**Kaynak:** Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)

**Grafik 44'**de görüldüğü gibi 1993 yılında GSYH'nın % 6,25 oranında doğrudan yatırım alan ülkede bu tarihten sonra yıllık ortalama % 3-% 4'lük oranlarda doğrudan yatırım almıştır. Ülke dışına yapılan doğrudan yatırımların GSYH'ya oranı ise son yıllarda artmaktadır. Dünya genelinde uluslararası

doğrudan yatırımlara bakıldığında 2013 yılında yapılan doğrudan yatırımların % 54'ü gelişmekte olan ülke ekonomilerine, % 39'u gelişmiş ülke ekonomilerine ve % 7'si ise geçiş ekonomilerine yapılmıştır.<sup>208</sup> Doğrudan yatırımlar gelişmekte olan ekonomiler ve geçiş ekonomileri için önemli bir kaynaktır ve ülkeler ekonomilerine daha fazla doğrudan yatırım çekebilmek için çeşitli teşvik ve kolaylıklar sağlamaktadır.<sup>209</sup>

**Grafik 44: Çin Ekonomisinde Doğrudan Yatırımların GSYH'ya Oranı 1990-2013**



**Kaynak:** Dünya Bankası (WB) verileriyle oluşturulmuştur ,

<http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators#> e.t: 17.05.2015

### 2.1.4.1.Çin Sermaye Piyasası

Çin sermaye piyasası sermaye hareketlerinin yoğun olduğu bir piyasadır. Ülke piyasaların son yıllardaki hızlı yükselişinde devletin 2004 yılından beri gerçekleştirdiği reformların payı büyüktür.

Çin finans sisteminde bankacılık sektörünün önemli bir yeri vardır. Çin'de bankacılık sektörü genel olarak bir aracılık mekanizması olarak algılanmaktadır.

<sup>208</sup> YASED Uluslararası Yatırımcılar Derneği, **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu**, No:2 Eylül 2014

([http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED\\_UDYDR\\_2014\\_Eylul.pdf](http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED_UDYDR_2014_Eylul.pdf) e.t: 17.05.2015)

<sup>209</sup> İdris Sarısoy ve Selçuk Koç, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Kurumlar Vergisi Gelirleri Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi", Erciyes Ü. İİBF Dergisi No:36 2011 ss:136-153

Bu sektör devlet yatırımlarının, özel şirketlerin yatırımlarının vb. ekonomide büyümeyi sağlayıcı faaliyetlerin ardında bir destekleyici vazifesi görmektedir. Bankacılık sektörü ile büyüme arasında paralellik vardır. Genel olarak devlet bankalarının çoğunlukta ve güçlü olduğu bu sektörde yerli ve yabancı yatırımcılarında olduğunu görebiliriz. Ayrıca bölgesel ve kırsal kalkınmaya kredi veren bankalar da vardır.<sup>210</sup> Bir diğer sektör olan sigortacılık sektörünün büyülüğü özellikle de yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir.<sup>211</sup>

Çin finans sektöründeki varlık ağırlığı baz alındığına bankacılık sermaye piyasasına göre daha çok tercih edilmektedir. 1990’lardan beri sürdürülen çeşitli reformlarla iç ve dış yatırımcıların artması sağlanmıştır. Bireysel yatırımcı oranı en yüksekken, onu yatırım fonları ve kurumsal yatırımcılar takip etmektedir.

Çin’in yabancı sermayeyi çekmekte başarılı bir ülkedir. Yatırım yapılan ülkelere örnek olarak başta Hong Kong olmak üzere, Amerika, Kanada ve Tayvan gelmektedir. Hükümet, yerli ve yabancı sermayeye eşit imkanlar sağlayan ve uluslararası geçerliliği olan “Milli Muamele” ilkesini kabul etmiştir.<sup>212</sup>

Eski bir geçmişi olan Şanghai borsasının temeli, I. Afyon savaşının ardından imzalanan 1842 Nanking anlaşmasıyla gelen yabancı iş adamları tarafından atılmıştır. İngiltere ile olan bu anlaşma gereği Çin gümrük tarifelerini bu ülke lehine düşürmüştür. Bu durumu fırsat bilen ve yatırım için gelen yabancı tüccarların sayısı artmıştır. Ancak 1891 maden fiyatlarındaki artış bu yabancı yatırımcıların bir çatı altında toplanıp Şanghai borsasını kurmalarına neden olmuştur. 1904 yılında Şanghai menkul kıymetler borsası olarak adını değiştirmiş ve 1929 yılında da Şanghai Çin ticaret borsası ve Şanghai menkul kıymet ve emtia borsası ile birleşmiştir. 1949 da komünist rejimin gelişiyle kapanan borsalar, ekonomik reformlar çerçevesinde 1990 da tekrar açılmıştır.

Kotasyon şartları:

- Ödenmiş sermaye tabanı \$ 4 milyon

<sup>210</sup> IMF, **China’s Growth and Intergration into the World Economy Prospects and Challenges**, Edited by Eswar Prasad, International Money Fund, Washington DC, 2004, s.43-44

<sup>211</sup> Ted Plafker, **Doing Business In China**, USA: Warner Business Books, 2007, s.44.

<sup>212</sup> TİM, **Çin Ülke Analizi**, TİM Ülke Analizi Serisi No: 3, Haziran 2006, s. 33.

- Faaliyet senesi en az 3 yıl
- Son 3 yıl kâr etmiş olma.

A tipi senetler Yuan üzerinden işlem görür ve ancak Çin’de ikamet edenler ve nitelikli yabancı kurumlara açıktır. B tipi senetler: yabancı para birimi üzerinden işlem görürler. Yerli ve yabancı yatırımcılara açıktır. Yeni şirketlerin halka arz yasağının kalkmasıyla işlem hacmi artmıştır. Son yaşanan küresel ekonomik kriz bu borsada yüksek oranlı kayıplara yol açmıştır. Örneğin: 2007 yılı sonunda işlem hacmi % 37, piyasadaki A tipi fonların değeri de % 62 oranında azalmıştır.<sup>213</sup>

Çin Menkul Kıymetler Endeksi Şirketi, Ağustos 2005’te, Şanghai ve Şenzhen Menkul Kıymet Borsalarının bir iştiraki olarak kurulmuştur. Her iki borsanın da % 50 payı vardır. Çin Menkul Kıymet Endeksi Şirketinin hesapladığı 30 endeks arasında CSI 100, CSI 200, CSI 300, Hong Kong 100 ve Hong Kong Getiri endeksleri ile emtiaya dayalı endeksler bulunmaktadır. Sahip olup, Sermaye Piyasası Komisyonu tarafından denetlenmektedir.<sup>214</sup>

Çin sermaye piyasasının iki büyük aktörü olan Şanghai ve Şenzhen borsalarında, bir şirketin iki borsaya birden kote olabilmektedir.

---

<sup>213</sup> Efsun Ayça Değertekin, **Çin Sermaye Piyasası**, s.22.

<sup>214</sup> Efsun Ayça Değertekin, **Çin Sermaye Piyasası**, s.28.

**Tablo 12: Çin Sermaye Piyasası Şenzen Borsası Temel Göstergeleri (2015)**

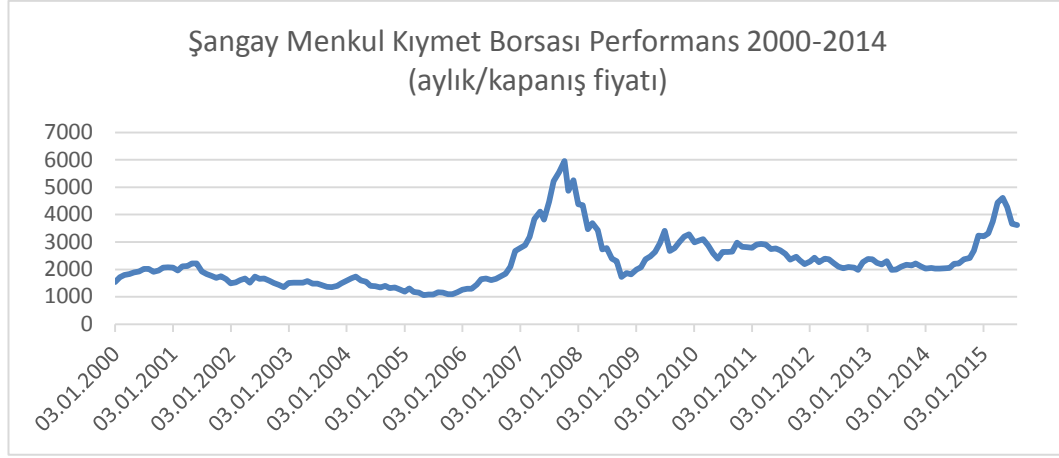
Gösterge	Bugün	Önceki gün	Değişim±	Yıl İçinde En Yüksek Değer	En Yüksek Değer Tarihi
SZSE Component Index	15.024,47	15.173,09	-148,61	15173,09	13.5.2015
SZSE Composite Index	2.454,20	2.445,87	832	2.454,20	14.5.2015
SZSE SME Price Index	9.706,71	9.725,19	-18,47	9.725,19	13.5.2015
SZSE ChiNext Fiyat Index	3.141,59	3.192,15	-50,54	3.250,30	12.5.2015
Kote Şirket Sayısı	1.676	1.673	3		
İşlem Gören Menkul Kıymet Sayısı	2.600	2.595	5		
Market Trading Değeri (RMB Mil,)	759.865,58	800.806,40	-40.940,81	800.806,40	13.5.2015
İhraç Edilmiş Hisselerin Hisselenetlerinin Kapitalizasyonu (RMBMil,)	1.060.748,85	1.057.332,58	3.416,27	1.060.748,85	14.5.2015
Stock Negotiable Capital(Mil,)	816.581,20	814.191,05	2.390,15	816.581,20	14.5.2015
Stock Market Value(RMB Mil,)	23.325.615,36	23.241.669,27	83.946,09	23.325.615,36	14.5.2015
Stock Negotiable Market Value(RMB Mil,)	16.755.494,79	16.698.043,54	57.451,25	16.755.494,79	14.5.2015
Stock Trading Value(RMB Mil,)	700.947,74	736.394,63	-35.446,88	736.394,63	13.5.2015
Average Stock Price	21,99	21,98	0,01	21,99	14.5.2015
Average P/E Ratio	53,91	53,76	0,15	53,91	14.5.2015
Average Turnover Rate	4,66	4,82	-0,15	5,82	24.3.2015

Şangay Borsası Endeksi, Çin sermaye piyasalarının performans göstergesi olduğu yurt içi ve yurtdışı yatırımcılar tarafından yaygın olarak kabul edilmekte ve bu nedenle Şangay Borsa Endeksi yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.<sup>215</sup>

*Garfik 45*'da Şangay Borsasının 2000-2014 dönemleri arasındaki aylık kapanış fiyatlarının çizgisel grafiği görülmektedir.2005 senesinden sonra boğa piyasasıyla birlikte hızlı bir yükseliş gösteren borsa 2008 Krizinden sonra ise ayı piyasasına geçmiş ve hızlı bir düşüş yaşamıştır.2010 senesinden 2004 senesine ise aşağı yönlü bir bant aralığında gelen borsa 2015 de yükselmeye başladığı görülmektedir.

<sup>215</sup> Shanghai Stock Exchange, <http://english.sse.com.cn/information/indices/introduction/>  
e.t:04.08.2015

Grafik 45: Şangay Menkul Kıymet Borsası 2000-2014 Performansı



**Kaynak:** Yahoo Finance

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=000001.SS&a=11&b=19&c=1990&d=07&e=4&f=2015&g=m>  
e.t.04.08.2015

**Tablo 13**'de borsa kapitalizasyonu en yüksek yedi borsa listelenmiştir. Bu listede Şangay Borsası 5.9 Trilyon doları(\$ ) büyüklükle 3.sıradadır. 5.sırada Şenzen Borsası (\$ 4.4 Trl. ) ve 6. Sırada Hong Kong Borsası (\$ 3.96 Trl.) yer almaktadır. Bu tablo bize Çin sermaye piyasalarının sahip olduğu büyüklüğü rakamsal açıdan da göstermektedir.

**Tablo 13: Borsa Kapitalizasyonu En yüksek Borsalar**

Sıralama	Borsa Adı	Kapitalizasyon Hacmi (ABD doları)
1	New York Borsası	19.7 Trilyon
2	NASDAQ OMX	7.4 Trilyon
3	Şangay Borsası	5.9 Trilyon
4	Japonya Borsası	5 Trilyon
5	Şenzen Borsası	4.4 Trilyon
6	Hong Kong Borsası	3.96 Trilyon
7	Euronext	3.5 Trilyon

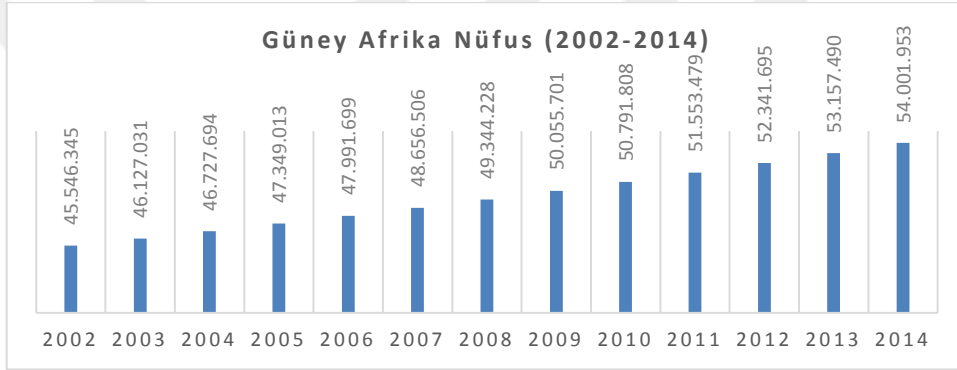
**Kaynak:** CNN Money, "China's Stock Market is now worth over \$10 trillion",  
<http://money.cnn.com/2015/06/15/investing/china-stocks-10-trillion/> e.t.04.08.2015

### 2.1.5.Güney Afrika(South Africa)

Coğrafi olarak Afrika kıtasının en güneyinde yer alan ülke doğu-güney-batı kıyıları okyanusla çevrilmiş bir yarım adadır. Yüz ölçümü 1,2 milyon km<sup>2</sup>'lik alandır. Dünya Bankası verilerine göre nüfusu 53,16 milyondur (bknz. **Grafik 46**).<sup>216</sup>

Güney Afrika nüfusunun % 79'u siyah Afrika halkı, % 9,6'sı beyaz Afrika halkı, % 8,9'u melez halk ve % 2,5'lik kısmı da Asyalı halktır.<sup>217</sup>

**Grafik 46: Güney Afrika'nın Nüfus Grafiği (2002-2014)**



**Kaynak:** Statistics South Africa (Stats SA)

<http://www.statssa.gov.za/publications/SASStatistics/SASStatistics2014.pdf> e.t:05.04.2015

İlk olarak Portekizliler 1488 yılında Güney Afrikaya gelmişler ve 150 yıl sonra ise Hollandalılar, Almanlar ve Fransızlar gelmişler ve 1870 yılında elmas ve altın madenlerinin keşfinden sonra da İngilizler bu bölgeye gelerek burada yerleşik hayata geçmişlerdir. Zamanla yerli halklarla İngilizler arasında şiddetli savaşlar yaşanmıştır. 1910 yılında egemenliğin beyazlarda olduğu ve İngiltereye bağlı Güney Afrika Birliği ortaya çıkmıştır. Ulusal Parti Hükümeti tarafından 1948-1994 yılları arasında uygulanmaya başlayan ve ırkçı olduğu iddia edilen yasalar çoğunluğu oluşturan siyahiler üzerindeki baskının şiddetini artırdığı söylenir (bu yasalara Apartheid/Ayrılık Yasaları adı verilmektedir)<sup>218</sup>. Yapıldığı iddia edilen bu baskılar neticesinde, gizli örgütlenmeler ve eylemlerle seslerini duyurmaya çalışan siyah çoğunluğun bu gayretleri karşısında uluslararası

<sup>216</sup> <http://data.worldbank.org/country/south-africa> e.t:21.04.2015

<sup>217</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), "Güney Afrika Ülke Bülteni 2013" s:2 ([www.deik.org.tr/Konseylcerik/.../Güney Afrika Ülke Bülteni 2013.html](http://www.deik.org.tr/Konseylcerik/.../Güney_Afrika_Ülke_Bülteni_2013.html)) e.t:21.04.2015

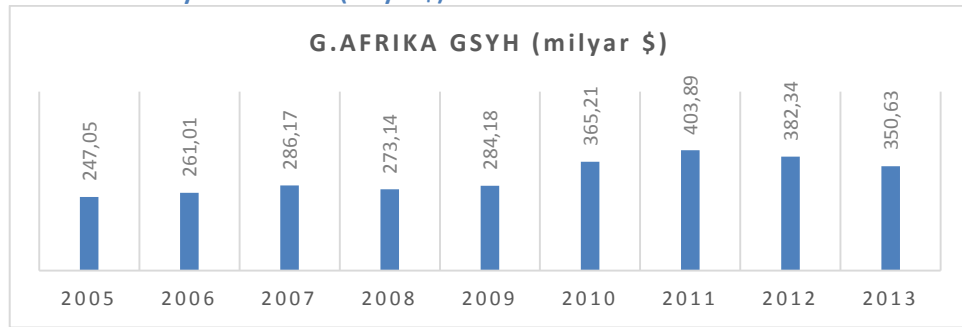
<sup>218</sup> <http://tr.wikipedia.org/wiki/Apartheid> e.t:21.04.2015

kamuoyu harekete geçmiştir. Uluslararası kuruluşlar ülkeye uzun süren bir ambargo uygulamıştır. 1991 yılında son ayrılık yasası da yürürlükten kaldırılmıştır.<sup>219</sup>

Güney Afrika iki meclisli parlamentoya sahip bir anayasal demokrasiyle yönetilmektedir. 1994 yılında ilk defa yapılan ve bütün ırkların katılımıyla gerçekleşen seçim sonucunda ANC (African National Congress) Partisini ve parti lideri Nelson Mandela % 62,6 oyla yönetime gelmiştir. İktidara gelen Mandela ülkede demokratik prensiplerin oturtulması için gayret ederek büyük ve köklü değişimler yapmayı başarmıştır. Bu değişim sürecinde, özellikle yüksek oranlı işsizlik, gelir dağılımındaki eşitsizlik, fakirlik, yüksek oranlı suç ve yolsuzluk vakaları, HIV/AIDS gibi tehlikeli hastalıklarla mücadeleyle odaklanılmıştır.<sup>220</sup>

Güney Afrika, Afrika kıtasının en büyük ekonomisidir (Sahraaltı Afrika ekonomileri içinde de lideri konumundadır). Güney Afrika; çok zengin hammadde kaynaklarına sahiptir. Üretim sektörleri alanında ise tekstil , turizm, otomotiv, tarım sektörlerinde güçlü ve oturmuş bir altyapıya sahiptir. Ülken, Afrika kıtasının toplamında, kıtanın, sınai üretiminin % 40'ına, elektrik üretiminin % 50'sine , tüm kıtanın toplam GSYIH'sinin % 20'sine ve maden üretiminin % 45'ine sahiptir. Güney Afrika, modern bir bankacılık ve finans sektörüne sahiptir ve ülke borsası olan Johannesburg Borsası, dünyadaki en önemli borsalar içerisinde yer almaktadır.<sup>221</sup>

**Grafik 47: Güney Afrika GSYH (milyar \$)**



**Kaynak:** Dünya Bankası (WB)

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries/ZA?display=graph>

e.t:05.04.2015

Ülke zengin maden kaynaklarına sahiptir ve ülkede madencilik önemli bir yer tutar. Buna ek olarak ülke ekonomisinde tarımın da payı büyüktür, bu durumun

<sup>219</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

<sup>220</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

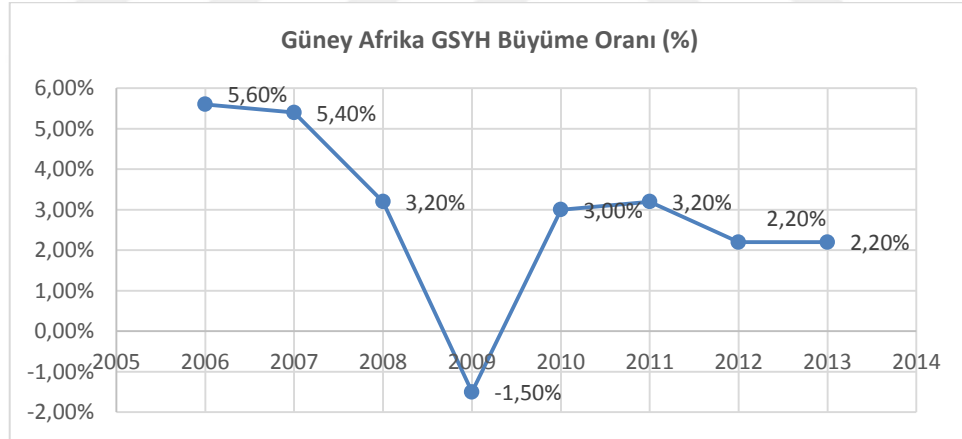
<sup>221</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2



nedenlerinden birisi de ülkenin tarıma elverişli arazilere sahip olmasıdır. Ancak Güney Afrika ekonomisinde son kırk yıllık süreçte diğer sektörlerin ekonomideki ağırlıkları artmıştır. Bu sektörler örnek olarak; imalat sanayi, inşaat ve elektrik, gaz, su sektörlerini verebiliriz. Ülke ekonomisinde devletin ağırlığı da yıllar itibariyle artmaktadır. Bu ağırlık 1960'larda % 8'ler civarında iken, 1990'larda bu oran % 16,2'ye çıkmıştır. Bir diğer yanda ülke ekonomisinde kamu hizmetleri ve finansal hizmet sektörlerinde de artış olduğu görülmektedir.<sup>222</sup>

Güney Afrika ekonomisi uzun yıllar pozitif büyümeye sahip bir ekonomi olmuştur. Ancak, yaşanan küresel kriz nedeniyle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılında büyüme trendi sona ermiş ve 2009'da ekonomi % 1.5 oranında küçülmüştür. 2010 yılında ise % 3,1 oranında, 2011 yılında % 3,5 oranında, 2012 yılında % 2,5 oranında ve 2013 de % 2,2 oranında büyümüştür (bknz. **Grafik 48**).<sup>223</sup>

**Grafik 48: Güney Afrika GSYH Büyüme %**



**Kaynak:** Dünya Bankası (WB) verileriyle oluşturulmuştur.

Güney Afrika ekonomisinde cari işlemler dengesi açık vermektedir. Açıkların miktarı, 2005 yılında 9,7 milyar dolar, 2006 yılında 16,1 milyar dolar, 2007 ve 2008 yıllarında yaklaşık 20 milyar dolar, 2009 yılında 11,5 milyar dolar,

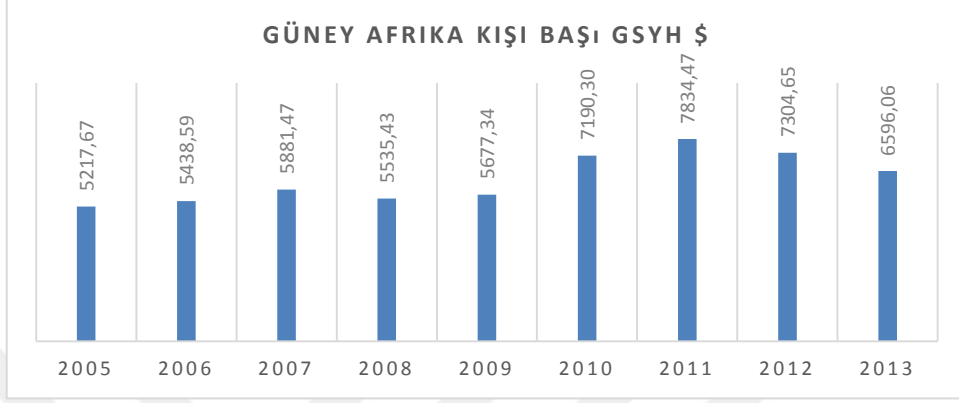
<sup>222</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

<sup>223</sup> Dünya Bankası,

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/ZA?display=graph>  
e.t:26.04.2015

2010'da 10,2 milyar dolar, 2011'de 13,6 milyar dolar, 2012'de de 24,1 milyar dolar olmuştur.<sup>224</sup>

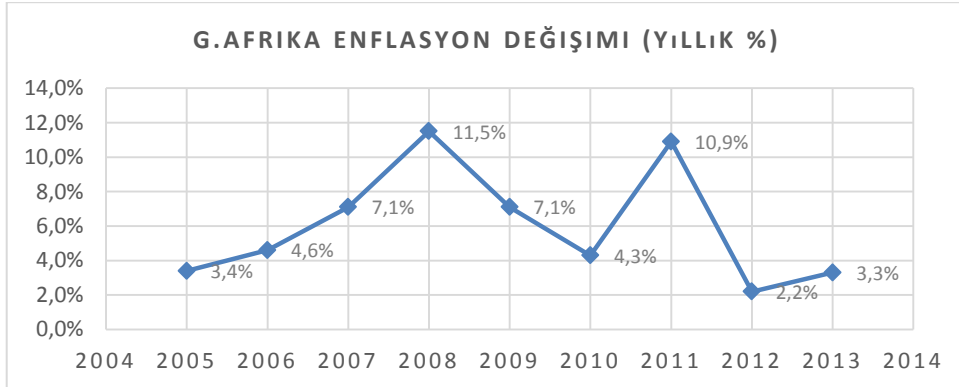
**Grafik 49: Güney Afrika Kişi Başı GSYH (\$)**



*Kaynak: Dünya Bankası (WB) , Statistics South Africa (Stats SA) verileriyle oluşturulmuştur.*

Ekonomideki enflasyon artışı, Dünya Bankası verilerine göre, 2006 yılı sonu itibariyle % 4,6 olarak gerçekleşmiştir yıllık enflasyon artan gıda fiyatları ve ithal mallardaki fiyat artışlarına paralel olarak 2007 yılında % 7'nin üzerine çıkmış ve 2008 yılında % 11,5, 2009 yılında % 7,1, 2010 yılında % 4,3, 2011 yılında % 10,9 gerçekleşirken, 2012 yılında % 2,2 ve 2013 yılında % 3,3 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranındaki yükselişin nedenleri olarak petrol fiyatlarındaki ve tüketici taleplerindeki artışların olduğu belirtilmektedir (bknz. **Grafik 50**).

**Grafik 50: Güney Afrika Enflasyon Değişim Oranları (yıllık %)**



*Kaynak: Dünya Bankası (WB)*

<http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG/countries/ZA?display=graph> e.t:06.04.2015

<sup>224</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

Güney Afrika çok çeşitli ve değerli maden kaynaklarına sahiptir ve ülke metal ve madenler işleminde de dünya lideridir. Sahip olduğu madenler arasında manganez cevheri (dünya kaynaklarının % 80'i), krom (dünya kaynaklarının % 68'i), platin grubu metaller (dünya kaynaklarının % 56'sı) ve altın (dünya kaynaklarının % 35'i) bulunmaktadır. Altın ve platin üretiminde dünyada üst sıralarda bulunan Güney Afrika'nın ihracatında altının payı çok büyüktür. Ülke dünyanın beşinci büyük elmas sanayisine sahiptir. Büyük hacimli maden rezervlerinin sağladığı maden geliri önemli bir yer tutmaktadır. Madencilik, ülkenin, fakirlik ve az gelişmişlik gibi olumsuzluklarla olan mücadelesinde ülke ekonomisine büyük katkı sağlamaktadır. Ekonomideki istihdamın artırılmasında ve döviz girdisinin sağlanmasında önemli bir yere sahiptir. Örnek vermek gerekirse, Madencilik sektörü 2009 yılında madencilik sektörünün ülke ekonomisinin büyümesindeki katkısı % 9,5 oranında olmuşken ve istihdamda da % 2,9 oranında katkı sağlamıştır.<sup>225</sup>

Güney Afrika ekonomisinde tarım sektörü önemli yer tutmaktadır. Ülke nüfusunun yaklaşık 8,5 milyonluk kesmi tarım sektöründen geçimini temin etmektedir. Ülke topraklarının % 13'nün tarıma elverişli olduğu ülkede, tarımı kısıtlayan faktörlerin başında sulama sıkıntısı gelmektedir. Tarımsal ürünlerin ticaretinin ve tarım sanayisinin GSYİH'a katkısı % 12 seviyesindedir. Ülke topraklarının büyük kısmını kaplayan (yaklaşık % 65) çayır ve otlaklar sayesinde ülkede hayvancılık sektörü büyük bir potansiyele sahiptir. Güney Afrika uzun kıyı şeridinde sahip bir ülkedir (yaklaşık 3200km'dir). Bu durum balıkçılık sektörünün ülke ekonomisi için önemli bir gelir kaynağı haline getirmektedir. Ülke ekonomisinde yaşanan gelişmeler sonucunda, imalat sanayi sektörünün ülke GSYİH içindeki giderek payı artmıştır ve imalat sanayisinin GSYİH'ya olan katkısı diğer sektörler olan madencilik ve tarım sektörleri geçmiştir.<sup>226</sup>

Güney Afrika, Afrika ülkeleri arasında kimyasal ürünler sektöründe lider konumdadır ve kimya sektörü GSYİH'nın % 4'ünü oluşturmaktadır. Tekstil sektörü ise ülke GSYH'sının % 1,5'ini oluşturmaktadır. Ülkenin uygulamaya

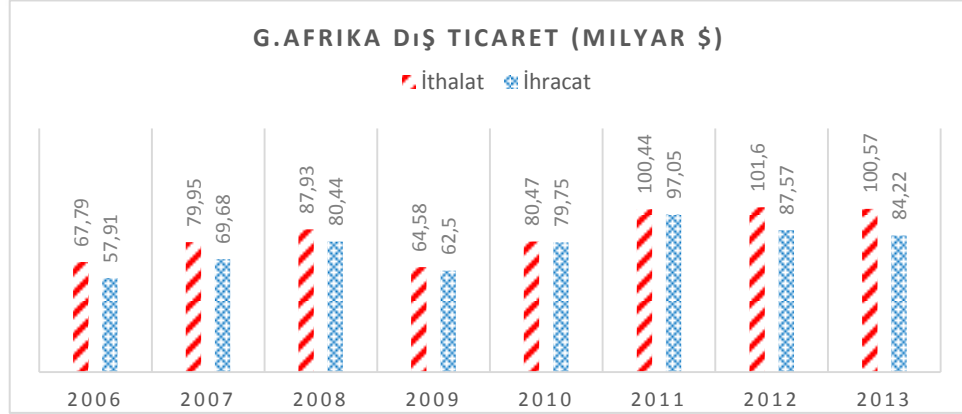
<sup>225</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), "Güney Afrika Ülke Bülteni 2013" s:2

<sup>226</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), "Güney Afrika Ülke Bülteni 2013" s:2

koyduğu “Motor Sanayi Kalkınma Programı (MIDP)” neticesinde otomotiv sektörü ülke ekonomisinde çok önemli bir yere gelmiştir ve imalat sanayinin % 29’unu, ihracat hacmini % 10’luk kısmını ve ülke GSYİH’nın % 7.5’nu oluştururken ülkenin istihdamına da büyük katkı sağlamaktadır. Turizm sektörünün ülke GSYİH’ne olan katkısı ise yaklaşık % 8 civarındadır ve bu sektör de ülke nüfusuna doğrudan ve dolaylı istihdam imkanı sunmaktadır.<sup>227</sup>

Ülke dış ticaretinin, GSYİH içindeki payı % 50 civarında olması Güney Afrika ekonomisinin nispeten dışa açık bir ekonomi olduğunu yönünde yorumlanabilmektedir. Önceki dönemlerde gümrük vergisi oranlarının yüksek olduğu ülke üyesi olduğu Dünya Ticaret Örgütü’nün (DTÖ) tesiriyle son dönemlerde gümrük vergilerde indirim yaparak ve ithalat - ihracat işlemlerinde kolaylıklar getirmiştir.<sup>228</sup> 2008 sonrası gerileyen dış ticaret rakamları 2009 dan sonra artış göstermiştir. Ancak 2012-2013 dönemlerinde ise bu rakamlarda durgunlukluk yaşandığı **Grafik 51**’den gözlemlenebilir.

**Grafik 51: Güney Afrika Dış Ticaret (milyar \$)**



**Kaynak:** Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

MIT Atlas Ekonomik Karmaşıklık Gözlemevi raporuna göre Güney Afrika’nın ihracat-ithalatındaki ilk on ürün **Tablo 14** ve **Tablo 15**’de listelenmiştir. **Tablo 14**’te göre Güney Afrika’nın ihracatında maden kaynaklarının payı yüksektir.

<sup>227</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

<sup>228</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

**Tablo 14: Güney Afrika'nın İhracatındaki İlk On Ürün**

Sıra	Ürün	Tutar (USD)	İhracattaki Payı %
1	Altın	\$20,436,346,550.00	17.59%
2	Platin	\$9,013,619,304.23	7.76%
3	Kömür briketler	\$8,537,432,040.19	7.35%
4	Elmas	\$8,465,991,912.37	7.29%
5	Demir cevheri	\$5,580,878,669.99	4.80%
6	Demirli	\$4,135,353,767.77	3.56%
7	Otomobil	\$4,027,162,268.02	3.47%
8	Teslim Kamyonlar	\$2,949,354,315.93	2.54%
9	Santrifüjler	\$2,246,321,105.49	1.93%
10	Rafine Petrol	\$1,560,497,471.13	1.34%

**Kaynak:** [https://atlas.media.mit.edu/tr/explore/tree\\_map/hs/export/zaf/all/show/2012/](https://atlas.media.mit.edu/tr/explore/tree_map/hs/export/zaf/all/show/2012/) e.t: 25.04.2015

Ülkenin ithalatın da ise ilk on sırayı alan ürünlerin başında ham petrol gelmektedir. **Tablo 15'**de listelenmiştir.

**Tablo 15: Güney Afrika'nın İthalatında İlk On Ürün**

Ürün	Tutar (USD)	İthalattaki Payı
1 Ham Petrol	\$16,457,242,718.76	14.12%
2 Altın	\$10,285,954,066.72	8.83%
3 Rafine Petrol	\$6,978,769,358.99	5.99%
4 Otomobil	\$5,350,207,971.42	4.59%
5 Elmas	\$3,351,760,401.26	2.88%
6 Bilgisayarlar	\$2,378,524,879.94	2.04%
7 Teslim Kamyonlar	\$1,993,588,389.43	1.71%
8 Yayın Ekipmanları	\$1,965,817,767.25	1.69%
9 Paketlenmiş ilaçlar	\$1,916,041,066.15	1.64%
10 Araç Parçaları	\$1,546,270,156.06	1.33%

**Kaynak:**

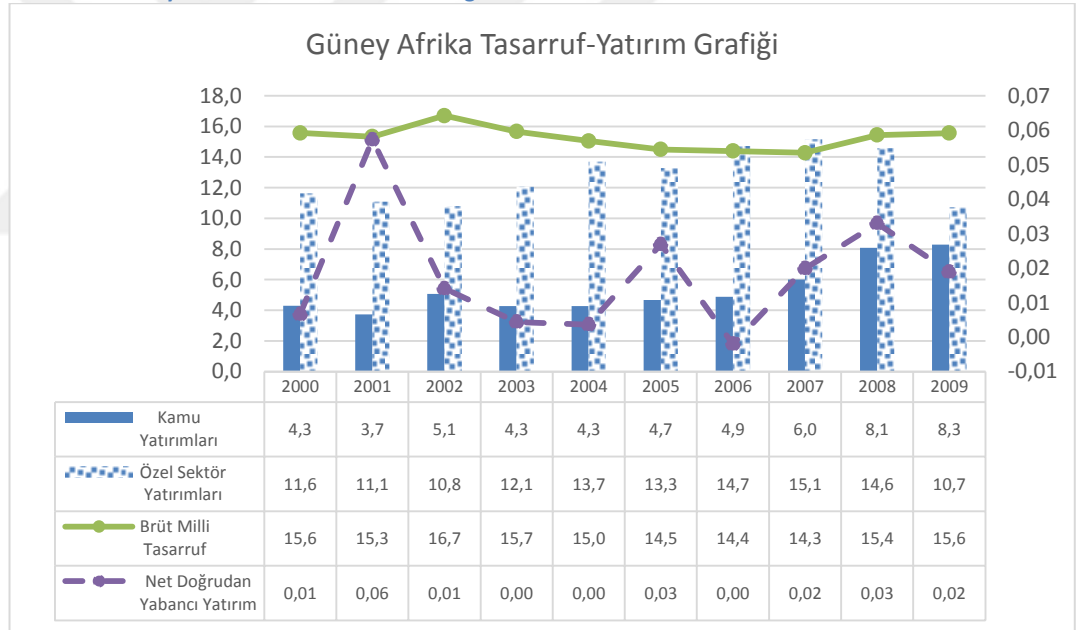
[https://atlas.media.mit.edu/tr/explore/tree\\_map/hs/import/zaf/all/show/2012/](https://atlas.media.mit.edu/tr/explore/tree_map/hs/import/zaf/all/show/2012/) e.t:25.04.2015

Gelişmekte olan ülkelerdeki en dikkat çeken olaylardan birisi de ülke ekonomisine yönelen sıcak para(portföy yatırımları) akımlarıdır. Güney Afrika ekonomisi yüksek tutarda sıcak para çekmesine rağmen bu kaynağın kalıcı yatırımlara dönüşme oranı düşük miktardadır.<sup>229</sup> Bu durumun nedenleri arasında toplumsal ve sosyal sorunlar gibi nedenler, ekonomik büyümenin yavaşlaması, küresel ekonomide yaşanan durgunluk ve Afrika kıtasının genelini kapsayan

<sup>229</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

olumsuzluklar gibi faktörler gözönüne alınabilir.<sup>230</sup> Güney Afrika gibi gelişmekte olan bir ekonomi için yatırımlara fon temin edebilmek önemli bir hadisedir. **Grafik 52**'de ülkenin gaysi safı tasarruf miktarının GSYH'ya oranı verilmiştir. Grafikteki (sol sütun değerleri) eğilime bakılırsa ülkede tasarruf miktarında % 14-16 gibi bir oran aralığı görülmektedir. Aynı zamanda özel sektör yatırımlarında da (sol sütun değeri) 2008 Krizine kadar artan bir eğilim görülmektedir. Yine kamunun yatırım oranına bakıldığında da önceleri % 4-5 civarında seyreden bu oran 2008'e doğru artmıştır. 2008 Krizinden sonra ise özel sektör yatırımlarında düşüş gözlemlenmiştir. Net DYY larda ise (sağ sütun değeri) 2001 yılından sonra % 0.06 olan değer 2005'de % 0,02'ye 2008'de % 0,03 gerilemiştir. Yani ülke GSYH içinde net DYY'ların payı azalmaktadır.

**Grafik 52: Güney Afrika Tasarruf-Yatırım Grafiği**



**Kaynak:** Afrika Kalkınma Bankası (African Development Bank Group)  
[http://dataportal.afdb.org/Reports.aspx?type=DataByTopic&key=REP\\_SMI](http://dataportal.afdb.org/Reports.aspx?type=DataByTopic&key=REP_SMI) e.t.  
 15.08.2015

Güney Afrika ekonomisinin gelişmesinde, yapılan özelleştirme hamleleri ve ülkeye gelen yabancı doğrudan yatırımların önemi büyüktür. **Tablo 16**'da Güney Afrikanın DYY miktarlarını ve ülkenin BRICS bloku içerisindeki DYY ve Dünya DYY hacmi içerisindeki yüzdelik (%) oranlarını görmekteyiz. Söz konusu dönemler arasında ülkeye gelen DYY da dalgalanmalar görülmektedir. BRICS

<sup>230</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , "Güney Afrika Ülke Bülteni 2013" s:2

içerisindeki payı ortalama % 2-3 arasındadır. Güney Afrika ekonomisi gelişimini ve istikrarını artırdıkça DYY girişleri de artacaktır. Afrika kıtasında özelleştirme programlarını ilk başladığı ülke Güney Afrika olmuş ve 1996’ da ülkeyi yöneten ANC Hükümeti, özelleştirme ve liberalleşme hamlelerini ülkenin resmi ve daimi politikası olarak belirlemiştir. Bu özelleştirme hamleleri genel olarak ekonomide ticarileştirmeyi ve anonim şirketleştirme çalışmaları şeklinde uygulamaya konulmuştur.<sup>231</sup>

**Tablo 16: Güney Afrika Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Güney Afrika	BRICS (milyon \$)	BRICS DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	374.41	38,896.68	0.96%	241,862.11	0.15%
1995	1,248.42	46,165.25	2.70%	319,889.62	0.39%
1996	816.39	57,201.45	1.43%	363,597.44	0.22%
1997	3,810.54	76,139.52	5.00%	461,142.25	0.83%
1998	550.34	81,610.25	0.67%	679,469.70	0.08%
1999	1,503.33	74,310.35	2.02%	961,767.75	0.16%
2000	968.83	78,445.82	1.24%	1,319,210.53	0.07%
2001	7,270.34	82,188.93	8.85%	726,335.50	1.00%
2002	1,479.80	76,465.16	1.94%	632,024.77	0.23%
2003	783.14	72,664.38	1.08%	568,563.99	0.14%
2004	701.42	102,190.83	0.69%	716,659.69	0.10%
2005	6,522.10	155,969.77	4.18%	1,358,708.16	0.48%
2006	623.29	210,897.82	0.30%	2,105,579.20	0.03%
2007	6,586.79	301,657.55	2.18%	3,017,718.60	0.22%
2008	9,885.00	365,588.14	2.70%	2,392,629.95	0.41%
2009	7,624.49	278,340.70	2.74%	1,330,304.35	0.57%
2010	3,693.27	400,589.12	0.92%	1,921,545.21	0.19%
2011	4,139.29	498,851.94	0.83%	2,214,546.24	0.19%
2012	4,626.03	450,945.52	1.03%	1,836,747.93	0.25%
2013	8,232.52	534,296.19	1.54%	2,207,354.65	0.37%

*Kaynak: Dünya Bankası*

(<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)

### 2.1.5.1. Güney Afrika Sermaye Piyasası

19. yüzyılda değerli madenlerin keşfiyle (altın ve elmas) çok sayıda yabancı maden ve finans şirketi ülkede yeni şirketler kurmuştur. Yatırım

<sup>231</sup> Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) , “Güney Afrika Ülke Bülteni 2013” s:2

olanaklarının gelişmesi borsa faaliyetleri için uygun bir zemin oluşturmuştur. 1886 yılında Johannesburg Borsa ve Oda Şirketi (Johannesburg Exchange & Chamber Company) kurulmuştur. Daha sonra bu şirket 1887 yılında Johannesburg Menkul Kıymetler Borsasına (Johannesburg Securities Exchange-JSE) dönüşmüştür.<sup>232</sup>

Güney Afrikada JSE (Johannesburg Securities Exchange) ve BESA (Bond Exchange of South Africa) olmak üzere iki borsa faaliyet yapmaktadır. Johannesburg borsasında, hisse senedi, yatırım fonları, sabit getirili menkul kıymetler ve türev ürünler işlem görürken, BESA’da sabit getirili menkul kıymetler ve türev ürünler işlem görmektedir.<sup>233</sup>

Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası hem ülkedeki hem de Afrika kıtasındaki en büyük borsadır. JSE, 2004 yılında kıymet borsası lisansını almış ve 2005 yılında halka açılarak JSE Ltd. olmuştur. JSE, 2001 yılında Güney Afrika Vadeli İşlem Borsasının da JSE’ye katılmasıyla spot ve vadeli işlemler piyasaları JSE çatı altında toplanmıştır. JSE’de hisse senetleri ve türev ürünler işlem görmektedir. Türev ürünler için organize bir piyasa oluşturmak maksatlı kurulan Güney Afrika Tahvil Borsası’nda da sabit getirili menkul kıymetler ve bunların türevleri işlem görmektedir.<sup>234</sup>

1989 yılında özdüzenleyici bir kuruluş olarak oluşturulan Tahvil Piyasası Birliği (Bond Market Association) , 1996 yılında Güney Afrika Tahvil Borsasına (Bond Exchange of South Africa) dönüşmüştür. 1988 yılında ise Güney Afrika Vadeli İşlemler Borsası (South African Futures Exchange-SAFEX) ve Safex Mutabakat Şirketi (Safex Clearing Company) kurulmuştur. Sonraki süreçte ise

---

<sup>232</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 68 Nisan 2008 s:20 [http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2008\\_gundem\\_200804.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2008_gundem_200804.pdf) e.t.16.08.2015

<sup>233</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26

<sup>234</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26



Safex'in Tarımsal Türev Piyasası (Safex Agricultural Derivative Division) 1995 yılında faaliyete geçmiştir.<sup>235</sup>

Güney Afrika sermaye piyasasında merkezi düzenleyici kurum 1990 da kurulan Finansal Hizmetler Kurumudur (Financial Services Board, FSB). Finansal Hizmetler Kurumu, Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Komisyonu (International Organization of Securities Commissions-IOSCO) ile Uluslararası Sigorta Denetleme Birliğine (International Association of Insurance Supervisors-IAIS) üyedir. Maliye Bakanı, FSB'nin tüm asil ve yedek kurul üyelerini atama yetkisine sahiptir. Bağımsız bir kuruluş olan FSB'nin başlıca görev ve sorumlulukları şunlardır:<sup>236</sup>

- Banka dışı finans kesiminde, yatırımcıların ve finansal kurumların haklarını korumak amacıyla çeşitli düzenlemeler yapmak,
- Borsa ve finansal piyasaların yanı sıra, aracı kuruluşlar, yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım ortaklıklarının denetlemek,
- Piyasadaki mutabakat, takas ve saklama işlemlerinin denetlemek,
- FSB, gerektiği zaman Maliye Bakanlığı'na mevcut kanunların geliştirilmesi ve çeşitli düzenlemelerle ilgili önerilerde bulunmaktadır.

Bankacılık sisteminin düzenleme ve denetimi ise Merkez Bankasının (South African Reserve Bank-SARB) görevleri arasındadır. Ülkede başta merkez bankası olmak üzere, çeşitli büyüklükte bankalar ve yatırım kuruluşları mevcuttur. Bankacılık sektörünün gelişim aşaması olumlu seyretmiş ve sektör düzenlemesi etkili bir şekilde yapılmıştır. Ayrıca ülkede yurtdışı yatırım bankaları da faaliyet göstermektedir.<sup>237</sup>

<sup>235</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:20

<sup>236</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:20

<sup>237</sup> <http://www.southafrica.info/business/economy/sectors/financial.htm#.VVhmuJftmko>  
e.t:17.05.2015

Güney Afrika, dalgalı kur politikası uygulamaktadır. Sıcak para akımlarının ve döviz kuru volatilesinde aşırı oynaklığın olası olumsuz etkilerinden korunmak için Güney Afrika Rezerv Bankası (SARB) gevşetici hissesenedi kontrol mekanizmaları kullanmakta ve döviz rezervlerini artırmaktadır.<sup>238</sup>

Johannesburg borsasının ortaklık yapısında yabancı yatırımcılar, borsa üyeleri, emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılar ve bireysel yatırımcılar yer almaktadır.<sup>239</sup> Hisse senedi piyasasında Ana Pazar ve Alternatif Pazar (Alternative Exchange-AltX) olmak üzere iki pazar bulunmaktadır.

JSE de endekslerin hesaplanmasını Financial Times ve Londra Borsası'na ait olan FTSE yapmaktadır. Bu endekslere dayalı 2 tane borsa yatırım fonu oluşturulmuştur. FTSE endeksleri piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır. Oluşturulan endeksler grupları:<sup>240</sup>

- *FTSE-JSE Afrika Ana Endeksleri:* Ana Endeks grubunun içerisinde likidite ve piyasa değerine göre sıralanmış büyük, orta veya küçük ölçekli hisse senetlerini ve piyasa değerine göre ağırlığı % 1'in altında olan hisse senetlerini kapsayan endekslerdir.
- *FTSE-JSE Afrika İşlem Gören Endeksler:* Bu gruptaki endeksler, vadeli işlemlere dayanak varlık olan hisse senetlerini kapsamaktadır.
- *FTSE-JSE Afrika Sektör Endeksleri:* Sektör endeksleri grubunun içerisinde tarım, finans, endüstri, teknoloji endeksleri bulunmaktadır.
- *FTSE-JSE Afrika Özel Endeksler:* Özel endeks grubunun içerisinde farklı kriterlere göre toplanmış hisse senetlerini kapsayan endekslerdir.

<sup>238</sup> Wolassa E. Kumo, Jan Rielander ve Babatunde Omilola, "African Economic Outlook 2014", s:6 [http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/CN\\_Long\\_EN/Afrigue\\_du\\_Sud\\_EN.pdf](http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/CN_Long_EN/Afrigue_du_Sud_EN.pdf) e.t:25.04.2015

<sup>239</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:24

<sup>240</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:24

JSE’de işlemler Londra Borsasının SETS (Stock Exchange Electronic Trading System) sistemi üzerinden yapılmaktadır. Bu durum şirketleri aynı anda hem JSE’ye hem de Londra borsasına kote olmasına imkan vermektedir. JSE’nin Londra borsasıyla kurduğu bu işbirliği JSE’nin hem teknolojik alt yapısını geliştirmesinde, hem de borsanın uluslararası sermaye pazarlarında tanınırlığı artmıştır.<sup>241</sup>

Johannesburg borsasına kote olmuş şirketler her türlü duyurularını öncelikle SENS (Securities Exchange News Service) ile yayınlaması zorunludur. Böylece yatırımcılar için etkili, hızlı ve eş nitelikli bir enformasyon imkanı sunulmaktadır.<sup>242</sup> Finans literatüründe piyasadaki bilginin yatırımcılara ulaşma niteliğinin piyasa etkinliğini belirlediği ifade edilmektedir. Etkinlikle ilgili çağdaş iktisadi yaklaşıma göre, bir menkul kıymetin fiyatının oluşmasında, pazarın etkinlik seviyesi, menkul kıymeti alakadar eden kamuya açık bilgiler ve bu bilgilerin yorumlanması yer almaktadır.<sup>243</sup> Piyasa etkinliği hipotezine göre, bir hisse senedine ait ulaşılabilir bütün bilgiler o hisse senedinin fiyatına yansımaktadır.<sup>244</sup> O halde bilgilerin yatırımcıya ulaşma niteliği piyasanın etkinliğinin göstergesidir.<sup>245</sup>

Londra Borsasında kote olan şirketlerin yanı sıra, ABD, diğer bazı Avrupa ve Afrika ülke borsalarından şirketler de JSE’ye kotedir. Bu durum Güney Afrika borsasının uluslararası bir faaliyet kapasitesine sahip olduğuna işarettir.

<sup>241</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:21

<sup>242</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:24-25

<sup>243</sup> Murat Kıyılar ve Cem Karakaş, "İstanbul Menkul Kıymet Borsasında Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme", Yönetim Dergisi, Yıl:16 Sayı:52, Ekim 2015 ss:17-25  
<http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/04/Yonetim-52-2005-3.pdf>  
16.08.2015

<sup>244</sup> Murat Kıyılar, "Etkin Pazar Hipotezinin İMKB’de Test Edilmesi", Yönetim Dergisi Yıl:9 Sayı:29 Ocak 1998 ss:34-51  
<http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-5.pdf> e.t:16.08.2015

<sup>245</sup> Piyasanın etkinliğinin yüksek olması o piyasanın mükemmel olduğunu ifade etmemektedir. Mükemmel piyasaya ilişkin bazı varsayımlar vardır bu varsayımlar: Piyasadaki yatırımcıların menkul kıymet te dair bilgilere maliyetsiz erişebilmeleri, piyasada işlem maliyetlerinin olmaması, vergi politikalarının tarafsız olması, pazarda piyasayı etkiyemeyecek kadar çok sayıda alıcı ve satıcı olması, piyasa aktörleri rasyonel hareket eder ve risk-getiri muhakemesi yaparak yatırım yapmaları, pazarda işlem gören tüm menkul varlıkların bölünebilir nitelikte olması. (Kaynak: Murat Kıyılar, "Etkin Pazar Hipotezinin İMKB’de Test Edilmesi, ss:34-51)

2003 yılında küçük ve orta ölçekli şirketlerin (KOBİ'lerin) işlem gördüğü Alternatif Pazar (AltX) açılmıştır.<sup>246</sup>

JSE'deki ve Güney Afrika Tahvil Borsasındaki menkul kıymetlerin saklamasından sorumlu kuruluş 1999'da kurulan ve 2004 senesinde de ülkenin merkezi kayıt kuruluşu olarak lisanslanan ve JSE çatısı altında faaliyet gösteren elektronik takas sistemi STRATE'dir.<sup>247</sup>

Güney Afrika'da ilk vadeli işlem sözleşmeleri 1987 yılında özel bir banka tarafından yapılmış, bir yıl sonra da çeşitli banka ve aracı kurumların önderliğinde Güney Afrika Vadeli İşlem Borsası (South African Futures Exchange-Safex) kurulmuştur. Mutabakat ve takas işlemleri için Safex Takas Şirketi (Safex Clearing Company) kurulmuştur. 1990 yılında Safex, türev borsası lisansı almıştır. 2001 yılında JSE, Safex'i satın almasıyla vadeli işlemler ve hisse senedi ve tarımsal ürüne dayalı türev pazarlar JSE bünyesinde yapılmaya başlamıştır. 2005 yılında, faiz oranına dayalı spot ve türev ürünlerin bir arada işlem gördüğü Yield-X oluşturulmuştur. JSE'de işlem gören vadeli işlemlerde hisse senedine, tarım ürünlerine ve faiz oranlarına dayalı olmak üzere üç ana grup vardır: Vadeli işlem sözleşmeleri, hisse senetleri, endeks, temettü, altın para veya seçilmiş bazı menkul kıymetlere dayalı olabilmektedir.<sup>248</sup> Sermaye piyasalarında işlem gören türev ürünlere, swaplar, forward işlemler, bonolara veya swaplara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ile bu sözleşmelere dayalı opsiyonları da örnek olarak verebiliriz.<sup>249</sup>

1989 yılında Tahvil Piyasası Birliği (Bond Market Association-BMA) özdüzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur. Ülkede ilk defa 1992 yılında özel sektör tahvilleri ve devletin çıkardığı tahviller ihraç edilmiştir. 1996 yılında Güney Afrika Tahvil Borsası (Bond Exchange of South Africa-BESA) borsa lisansını almıştır.<sup>250</sup> BESA'da hem devlet tahvilleri hem yerel yönetimlerin

---

<sup>246</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:25

<sup>247</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26

<sup>248</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:27

<sup>249</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26

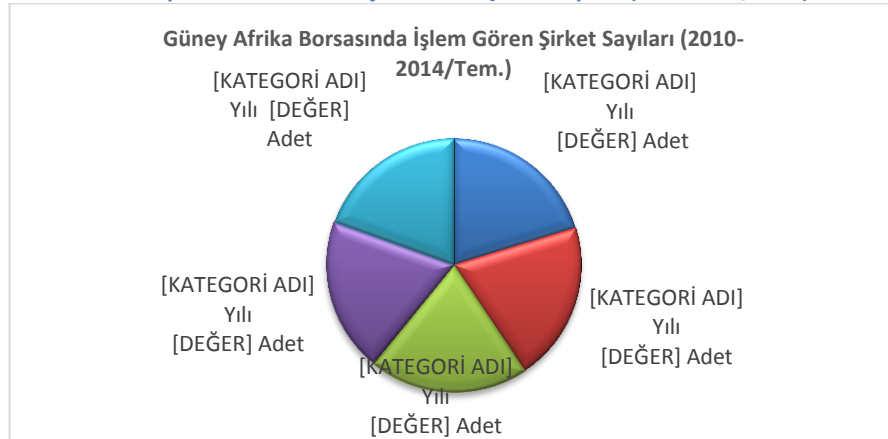
<sup>250</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:29

tahvilleri hem de şirketlerin tahviller işlem görmektedir. Borsada işlem gören sabit getirili menkul kıymetler; iskontolu tahviller, sabit veya değişken faizli tahviller, enflasyona endeksli tahviller, endekse tahviller vb. finansal araçlardır. BESA’da kote olan türev ürünler, swaplar, opsiyonlar ve vadeli işlemlerden oluşmaktadır.<sup>251</sup>

Güney Afrika’da Finansal Hizmetler Kurumudur (FSB) menkul kıymetler piyasası, emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinin düzenleyici kuruluşudur. Güney Afrika Merkez Bankası ise Kredi kuruluşları ve bankaların düzenleyici otoritesidir.

**Grafik 53**’de görülen Güney Afrika Borsasında işlem yapan şirket sayılarına bakıldığında 2010 yılında 339 adet olan şirket sayısı Temmuz 2014’de 326 adettir. Oysaki derinleşme sürecinde olan bir borsada işlem gören şirket sayısında artış olması daha olumlu bir tablo oluşturabilir. Ancak bazı borsalarda görülen şirket sayısının azalışında borsada yürürlüğe konan kotasyon şartlarındaki değişimlerin de etkisi vardır. JSE’de 2000 yılında 600’e yakın şirket borsaya kote iken, 2003-2005 yılları arasında şirket sayısında azalmıştı, bu duruma neden olan etkenin ise 2003 yılında yapılan düzenlemelerle kotasyon koşullarının zorlaştırılması olduğu aktarılmaktadır.<sup>252</sup>

**Grafik 53: Güney Afrika Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları (2010-2014/Tem.)**



**Kaynak:** JSE (Johannesburg Stock Exchange)

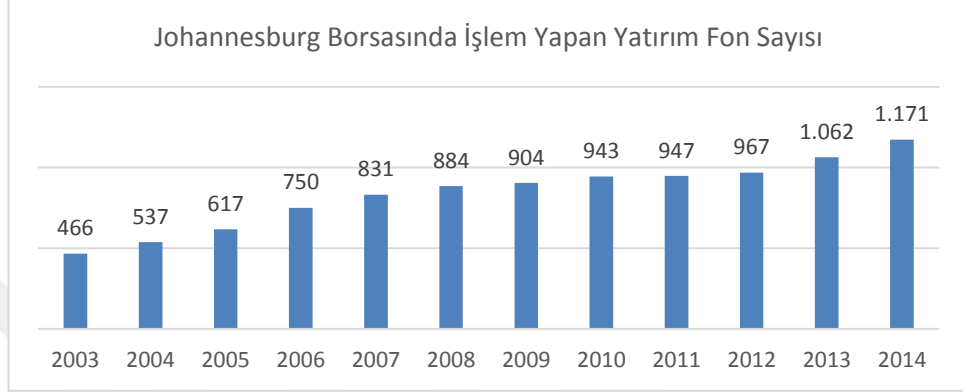
<https://www.jse.co.za/services/market-data/market-statistics> e.t.16.08.2015

<sup>251</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26

<sup>252</sup> Gökben Altaş, "Güney Afrika Sermaye Piyasası", s:26

JSE’de işlem yapan yatırım fonlarının sayısına bakılacak olursa 2013 yılından 2014 yılına kadar sürekli bir artış görülmektedir (bkz. **Grafik 54**). JSE hem ülke hem de kıta finans piyasasında önemli bir yere sahip ve güçlenme sürecini sürdürebilen bir borsadır.

**Grafik 54: Johannesburg Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fon Sayısı**

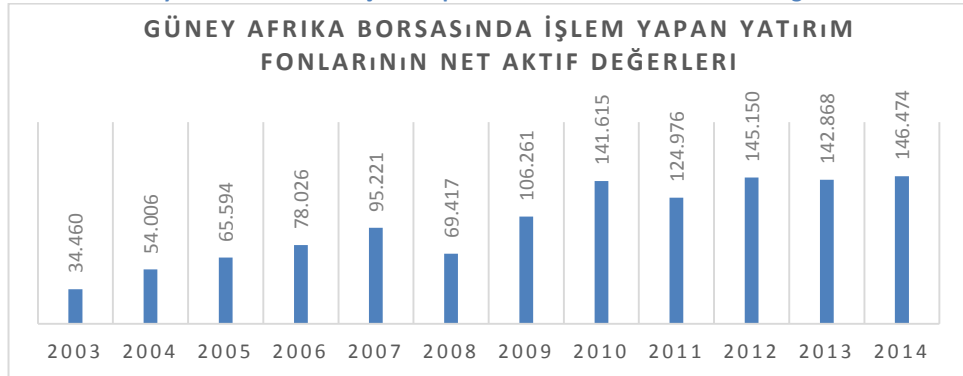


**Kaynak:** (aktaran) SPK, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Haziran 2015 (Güncelleme 08.07.2015)

<http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pd=PERD02>

Güney Afrika Borsasında (Johannesburg) işlem yapan yatırım fonlarının net aktif değerlerinde 2003-2014 yılları arasında büyük oranlı bir artış olmuştur. Bu artış 2008 Krizinde sekteye uğramış ancak 2012 yılında tekrar artışa geçmiştir (bkz. **Grafik 55**).

**Grafik 55: Güney Afrika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değerleri**



**Kaynak:** (aktaran) SPK, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Haziran 2015 (Güncelleme 08.07.2015)

<http://www.spk.gov.tr/apps/ad/AylikPeriyodikDokumanlar.aspx?pd=PERD02>

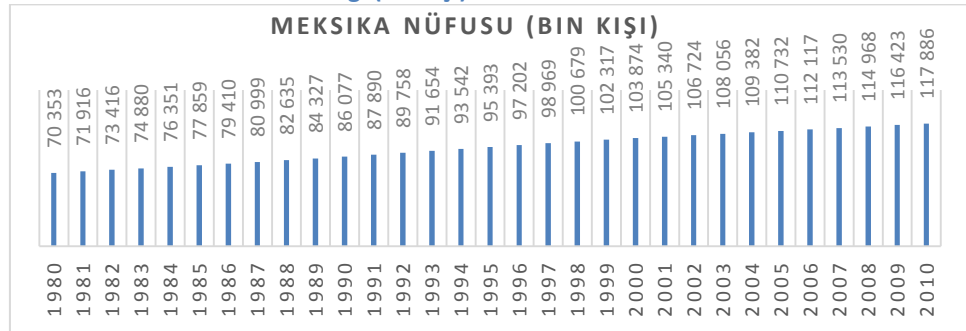
## 2.2.MIST Ülkeleri

### 2.2.1.Meksika (Mexico)

Meksika, resmi adıyla Birleşik Meksika Devletleri, başkenti Mexico City olan ve Orta Amerika’da bulunan bir ülkedir. Meksika, toplam 1.964.375 km<sup>2</sup>lik yüz ölçüme sahip olan bu Kuzey Amerika ülkesi, yüzölçümü bakımından dünyanın en büyük 15. , Amerika kıtasının ise 5. büyük ülkesidir.<sup>253</sup> Ülke, coğrafi konum nedeniyle tropik iklimden çöl iklimine kadar çeşitlilik gösteren bir iklim yapısına sahiptir. Ülkenin bazı bölgeleri tropik fırtınalar ve kasırgaların tehdidine açık durumdadır. Bu nedenle tarım sektörü başta olmak üzere konut ve alt yapı sektörlerindeki afet riski yüksektir. Günümüzde özellikle türev piyasalarda işlem gören egzotik opsiyonlardan olan iklim türevlerinin bu ülke finansal piyasalarında yer bulabilmesi muhtemeldir. Buna ek olarak sigortacılık sektörü için de yüksek potansiyel bulunduğu düşünülebilir.

Meksika, 122.3 milyon (2013)<sup>254</sup> nüfusu ile dünyanın en kalabalık 11. ülkesidir. Çok sayıda farklı etnik unsurun bulunduğu ülkede farklı inançlar da sosyal hayatta görülmektedir. Federal bir cumhuriyet olan Meksika, çok çeşitli etnik ve kültürel bir yapıya sahiptir.

Grafik 56: Meksika Nüfus Grafiği (bin kişi)



**Kaynak:** Birleşmiş Milletler

<http://esa.un.org/wpp/Excel-Data/population.htm> e.t: 06.04.2015

<sup>253</sup> Merve Usta, “Meksika Ülke Raporu”, (çevrimiçi)

<http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf> e.t: 19.05.2015

<sup>254</sup> <http://data.worldbank.org/country/mexico> e.t:28.05.2015

Ülkenin resmi dili İspanyolca'dır. Yüksek oranda okur yazar oranının olduğu Meksika'da okur yazarlık oranı % 91'dir.

Meksika Birleşik Devletleri Federal Cumhuriyet ile yönetilir ve yasama, yürütme, yargı olarak güçler ayrılığı ilkesine dayanır ve ülke 31 eyalet ve 1 federal bölgeden oluşmaktadır.<sup>255</sup> Ülke, 16 Eylül 1810'de bağımsızlığını ilan etmiştir. Meksika'da altı yılda bir seçilen devlet başkanı aynı zamanda ülkenin başbakanıdır. Devlet Başkanının ikinci kez seçilme hakkı yoktur. Meksika parlamentosu, senato ve temsilciler meclisi'nden oluşmaktadır.<sup>256</sup>

Meksika'da zengin bir tarihe ve kültürel mirasa sahiptir Maya medeniyeti ve Aztek İmparatorluğu gibi büyük medeniyetler bu coğrafyada yaşamıştır. Meksika, 1519-1521 yılları arasında İspanyollar tarafından fethedilmiştir. Meksika, 1810-1821 arasında verilen bağımsızlık mücadeleleri öncesinde 300 yıl boyunca İspanya yönetiminde kalmıştır.19.yılında çok karmaşık bir siyasal ortamın bulunduğu Meksika'da imparatorluktan, diktatörlüğe ve başkanlığa kadar çeşitli yönetim biçimleri yaşanmıştır.

Meksika'nın 1917 Anayasasının ekonomiye ilişkin bazı maddelerinin ekonomik liberalizasyon sürecini tıkadığı söylenebilir. Yürürlükte olan 1917 Anayasasında, ülkenin petrol ve petrokimya endüstrisinde devlet tekeli savunulmuş ve telekomünikasyon gibi sektörlerde de yabancı sermayeyi sınırlayan kısıtlamalar yer almıştır. 1917 Anayasasının ardından uygulamaya geçirilen politikalar, ülkenin dışa kapalı bir büyüme modeliyle beraber, toprak reformu ve gelişmiş bir altyapıyı sistemiyle vasıtasıyla, ekonomik gelişmeyi sağlamıştır.<sup>257</sup> Ülke, birçok tarımsal, politik ve sosyal reform gerçekleştirmiştir. 1938 yılında ülkedeki yabancılara ait petrol kuyularını kamulaştırılmıştır. Bu durum Meksika-ABD ilişkilerinin

---

<sup>255</sup> Merve Usta, a.g.e. (çevrimiçi) [http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf\\_e.t:](http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf_e.t:) 19.05.2015

<sup>256</sup> Merve Usta, a.g.e. (çevrimiçi) [http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf\\_e.t:](http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf_e.t:) 19.05.2015

<sup>257</sup> Meksiko Büyükelçiliği, "Meksika Ülke Raporu 2013", Meksiko Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği Ekim 2014 Meksiko s:10



bozulmasına neden olmuşsa da 1941’de yapılan tazminat anlaşmasıyla iki ülke arasındaki ilişkiler normale dönmüştür.<sup>258</sup>

II. Dünya Savaşından sonra hükümetlerin en önemli amacı ülke ekonomisini büyütmek olmuştur ancak ekonomide yaşanan gelişmeler dar gelirli kesimden çok orta ve üst gelirli sınıfa fayda sağlamıştır. 1946-52 yılları arasında ülkede geniş sulama projeleri yapılmış ve hidroelektrik altyapıları inşa edilmiş, endüstrileşme hızlanmıştır. 1970’li yılların ortalarında ülke, başlıca petrol üreticisi ülkelerden biri konumuna gelmiştir. Yönetimdeki Başkan Portillo döneminden sonra, ülke gelirlerinden çok borçlanma yaptığı için ülkenin borç yükü artmıştır. 1980’li yıllarda petrol piyasasında fiyatlarında yaşanan düşüş ile petrol gelirleri azalan Meksika’nın borçlanma kalitesi de giderek gerilemiştir. Ekonomide yaşanan sıkıntılı dönemde işsizliğin ve enflasyonun yükselmesi, ülkeye gelen özel ve yabancı yatırımların azalması gibi olumsuzluklar yaşanmıştır. Ekonomi alanında yaşanan olumsuz tablo neticesinde halkın bir kısmı kırsal bölgelerden kentlere göç ederken bir kısmı da ABD’ye göç etmeye başlamıştır. 1982 yılında, sert ekonomik politikaların uygulanmaya başlandığı Meksika’da, ülkenin uluslararası borçlarının ödenmesi için yeniden görüşmeler başlatılmış, ülkeye daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekmek için kolaylaştırıcı politikalar uygulanmaya başlamıştır. 1995’de ABD, Meksika’daki özel bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek için yardımda bulunmayı kabul etmiş ve bu yardım karşılığında ise, Meksika’nın ekonomik politikalarına müdahale etme fırsatı elde etmiştir.<sup>259</sup>

Dışa kapalı modele dayanan ithal ikameci politikalar aracılığıyla 1950’lerden itibaren ekonomide önemli bir büyüme yakalanmış, 1945-1972 arasında ekonomi ortalama % 6,5, 1972-1981 arasında ise ortalama % 5,5 büyümüştür. Devlet, ekonomide ki payının yüksek olduğu bu dönemlerde halkın temel ihtiyaçlarını karşılayan sektörlerle enerji sektörlerine yoğun bir şekilde destek vermiştir. Ancak ülkede yaşanan yolsuzluklar ve kamu yararına yapılan ekonomik faaliyetlerin verimsiz kalması bu desteklerin devam etmesini engellemiştir. Buna ilaveten o

<sup>258</sup> Merve Usta, a.g.e. (çevrimiçi) <http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf> e.t: 19.05.2015

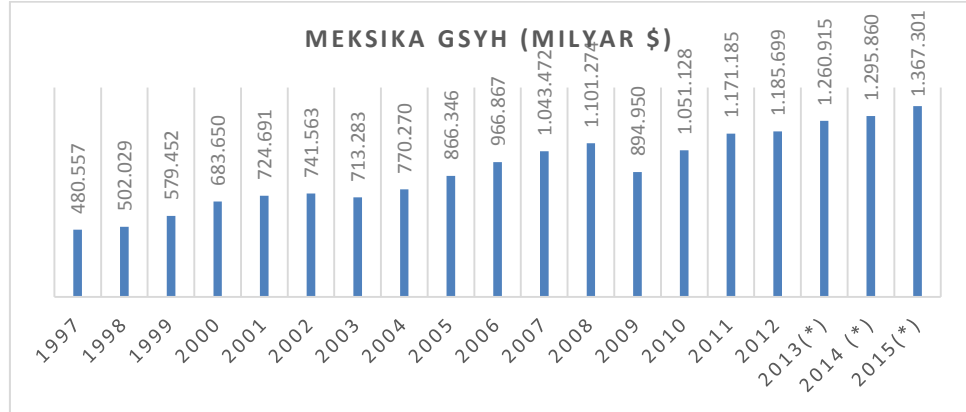
<sup>259</sup> Merve Usta, a.g.e. (çevrimiçi) <http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf> e.t: 19.05.2015

dönemde petrol fiyatlarının düşmesi ve faizlerin yükselmesi de ülkenin kapalı modelden vazgeçerek 1982 yılından sonraki süreçte liberal ekonomi anlayışla uyumlu reformların başlatmasında etkili olmuştur.<sup>260</sup>

Meksika, 1988-1994 döneminde ülkede kamuya ait işletmeler özelleştirilmiş, ABD ve Kanada ile serbest ticaret anlaşması imzalamış ve liberal bir ekonomik yapıya geçilmeye başlanmıştır. Ülke, sabit kur rejiminin sürdürülemezliği ve artan kamu harcamaları gibi faktörlerin tesiriyle patlak veren 1994 ekonomik krizi sonrası çabuk toparlanmış ve ülke ekonomisi yüksek büyüme hızını yakalamıştır. Ülkede hükümet değişiklikleri olsa bile liberal ekonomi politikaları sürekliliğini korumuştur.<sup>261</sup>

1994 yılında yürürlüğe giren Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) sayesinde, özellikle ABD pazarı tedariki (ucuz iş gücü, lojistik imkanlarının gelişmiş olması vb. avantajlar) için ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar artmıştır. Ancak ABD ile olan yüksek oranlı ekonomik eşbütünleşim durumu Meksika ekonomisinin ABD ekonomisinde yaşanan dalgalanmalardan da yüksek oranda etkilenmesine nedene olmuştur. 2008 ve 2009 da ABD ekonomisinin krize girmesi Meksika ekonomisinin de küçülmesinde büyük rol oynamıştır (bkz. **Grafik 55**).<sup>262</sup>

**Grafik 57: Meksika GSYH (milyar \$)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

<sup>260</sup> Meksiko Büyükelçiliği, a.g.e. s:10

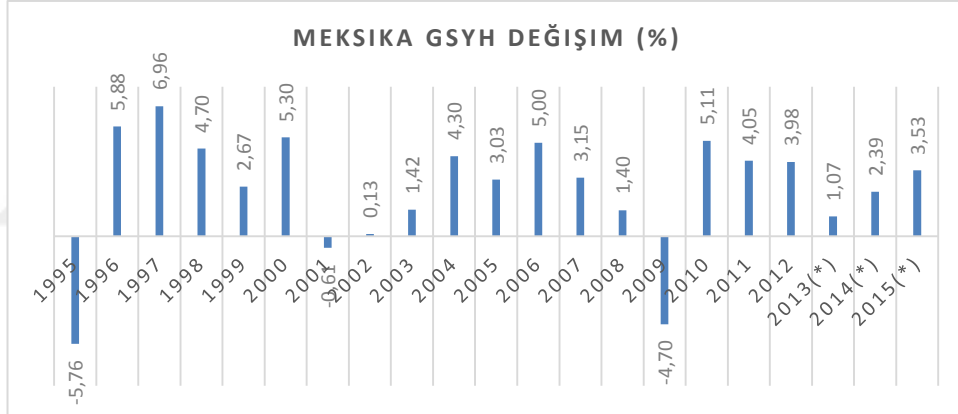
<sup>261</sup> Meksiko Büyükelçiliği, a.g.e. s:12

<sup>262</sup> Meksiko Büyükelçiliği, a.g.e. s:12

2008 yılında ABD ekonomisinde yaşanan krizde, Meksika ekonomisinin ABD ekonomisiyle olan yüksek bağımlılık nedeniyle bu kriz Meksika'yı derinden etkilemiştir. Bu bağımlılığın boyutlarına birkaç örnek verecek olursak, ülke ihracatının % 80'inin ABD'ye yapılması, ülkeye gelen turistlerin yaklaşık % 90'ının ABD'li olması, ABD'den gelen işçi dövizlerinin önemli tutarlarda olmasını önemli faktörler olarak belirtebiliriz.<sup>263</sup>

Ülke ekonomisinde, 2013'de bütçe açığının GSYH'ye oranı % 2,3 olmuştur ve büyümede düşük oranda gerçekleşmiştir. Ancak ülkede yaşanan enerji alanında yapılan reformlar ve diğer yapısal reformlar neticesinde ekonomideki büyümenin daha yüksek olacağı beklenmektedir.<sup>264</sup>

**Grafik 58: Meksika GSYH Değişim Oranları (%)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Serbest piyasa ekonomisinin işlediği ülkede, özel sektörün ekonomide büyük bir ağırlığa sahiptir. Son yıllarda özellikle liman, demiryolları, telekomünikasyon, elektrik üretimi, doğal gaz dağıtımını gibi sektörlerde rekabet artışı görülmektedir.<sup>265</sup> 2007'de, emeklilik ve mali alanda, 2008'de enerji alanında reformlar yapılırken, mali reformlara 2009 yılında da devam edilmiştir. Ancak 2009'da küresel ticarete yaşanan olumsuzluklar nedeniyle ülkenin ihracatını düşmesi, ülke ekonomisinde olumsuzluklar yaşanmasına neden olmuştur.

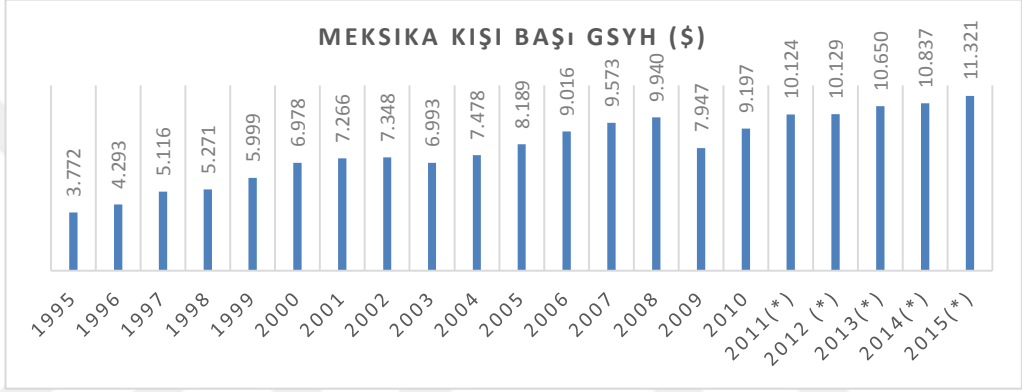
<sup>263</sup> Meksiko Büyükelçiliği, "Meksika Ülke Raporu 2013", s:12

<sup>264</sup> Meksiko Büyükelçiliği, "Meksika Ülke Raporu 2013", s:12

<sup>265</sup> Merve Usta, a.g.e. (çevrimiçi) <http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf> e.t: 19.05.2015

Meksika ekonomisinde kişi başı GSYH’da yıllar itibariyle artış gözlemlenmiştir. 1995 senesinde 3700\$ civarındaki kişi başı GSYH payı 2010’dan sonraki dönemde 10.000 \$ doların üzerine çıkmıştır (bknz. **Grafik 56**). Meksika’da 2009 rakamlarıyla kişi başı milli gelir 7963 dolar, nüfus 110.8 milyon, en yüksek gelir sahip % 10 ile en düşük gelire sahip % 10 arasındaki gelir oranı 10,3 olarak açıklanmaktadır.<sup>266</sup> Ülkenin nüfusu 2013 yılında 122 milyona ulaşmış, milli hasıla % 1,3 büyümüş, dış borcun milli hasılaya oranı % 24,4 olarak belirlenmiştir.<sup>267</sup>

**Grafik 59: Meksika Kişi Başı GSYH (\$)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Dışa açık ve liberal bir ekonomi sürecinin hızla devam ettiği Meksika, Güney Amerika kıtasının en güçlü ekonomilerinden birine sahip olmasının yanında Latin Amerika ülkeleri arasında OECD üyesi olan tek ülkedir. Ülkede en önemli yapısal sorunların başında gelir dağılımı adaletsizliği ve uyuşturucu terörü gelmektedir. Ülke, eğitim, altyapı ve enerji sektörünün geliştirilmesi gibi konularda ilerleme sağlamaya çalışmaktadır.<sup>268</sup>

Ülkenin dış ticaretine baktığımızda, **Grafik 57**'de ülke 2000-2014 yılları arasındaki ithalat ve ihracat rakamlarının birbirine yakın olduğu görülmektedir. 2008-2009 dönemlerinde yaşanan Küresel Krizin ülkenin dış ticaretinde 2009

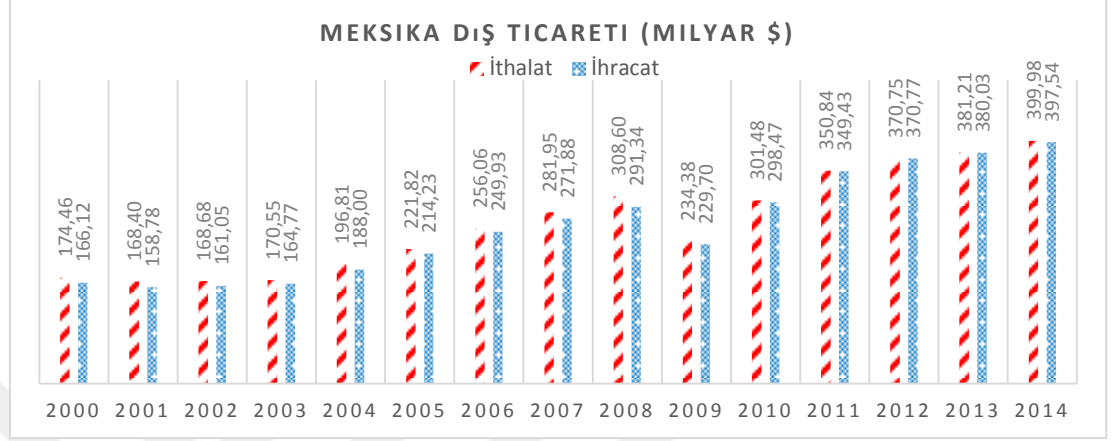
<sup>266</sup> IMF, "Mexico: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 12/65, 2012 Washington.

<sup>267</sup> EY, **Rapid-Growth Markets**, 2014 <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/EY-rapid-growth-markets-forecast-february-2014-report-highlights>, Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

<sup>268</sup> Meksiko Büyükelçiliği, "Meksika Ülke Raporu 2013", s:12

döneminde daralma yaşattığı grafikten de anlaşılmaktadır. 2009 yılından sonra ülke dış ticaret rakamları tekrar artmaya başlamıştır.

**Grafik 60: Meksika Dış Ticareti (milyar \$)**



**Kaynak:** Banco de Mexico (Meksika Bankası verileri baz alınarak grafik oluşturulmuştur)

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CE125&sector=1&locale=en> e.t:06.04.2015

Meksika ekonomisinin dış ticaret kalemlerine bakacak olursak, 2013 yılında ihracattaki en büyük pay imalat ürünlerindedir, ardından petrol ve maden ürünleri ve de tarım ürünleri gelmektedir. İthalatta ise yine 2013 yılı için sıralama aynıdır. İthalatın en büyük payını imalat ürünleri oluştururken ardından petrol-maden ürünleri ve tarımsal ürünler gelmektedir (bkz. Tablo 7 Meksika Dış Ticaret Verileri 2013).

**Tablo 17: Meksika Dış Ticaret Verileri (2013)**

Meksika Dış Ticaret Verileri	% Pay		% Pay
	2013		2013
<b>Dünya Ticaretindeki Payı (İhracat)</b>	2,2	<b>Dünya Ticaretindeki Payı (İthalat)</b>	2,7
<b>Toplam İhracat Mal ve Bölge Dağılımı</b>		<b>Toplam İhracat Mal ve Bölge Dağılımı</b>	
<b>Ana Mal Grubu (ITS)</b>		<b>Ana Mal Grubu (ITS)</b>	
Tarımsal Ürünler	6,6	Tarımsal Ürünler	7,7
Petrol ve Maden Ürünleri	15,9	Petrol ve Maden Ürünleri	10,9
İmalat Ürünleri	74,9	İmalat Ürünleri	79,1
<b>İhracat Yapılan Ülkeler</b>		<b>İthalat Yapılan Ülkeler</b>	
1. Amerika	78,9	1. Amerika	49,3
2. Avrupa Birliği ülkeleri (28)	5,2	2. Çin	16,1
3. Kanada	2,7	3. Avrupa Birliği Ülkeleri (28)	11,3
4. Çin	1,7	4. Japonya	4,5
5. Brezilya	1,4	5. Güney Kore	3,5
<b>Kaynak:</b> Dünya Ticaret Örgütü (WTO)			
<a href="http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFView.aspx?Language=F&amp;Country=MX">http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFView.aspx?Language=F&amp;Country=MX</a> e.t: 22.05.2015			

Ülke, 2013 yılında ihracatının % 78,9'ini Amerika, % 5,2'ünü Kanada, % 2,7'ünü AB, ithalatının % 49,3'sini Amerika, % 16,1'ünü Çin ve % 11,3'ünü AB ülkelerine yapmaktadır.<sup>269</sup>

1950'den sonra tüm dünyada olduğu gibi Meksika da ekonomik gelişmeler görülmüştür. 1939-1981 yılları arası dönemi Meksika ekonomisinin altın dönemi olarak ele alınmaktadır. 1980'lere kadar Meksika özellikle petrol ihracatı ve dış fonlar sayesinde büyümeye devam etmiştir. Bu dönemlerde ekonomide durağan enflasyon ve ortalama bir mali açık gerçekleşmiştir. 1982'de petrol fiyatlarının uluslararası alanda düştüğü ve dünya genelinde faiz oranlarının arttığı bir ortamda Meksika'nın yabancı sermayeye ulaşma imkanlarında zorluklar yaşanmıştır. Bu durum kısa vadeli borçlarla fonlanan kamu harcamalarının hızla artmasına neden olmuştur. Yaşanan olumsuz gidişat sonucunda Meksika hükümeti borçlarını askıya aldığını açıklamıştır. Ülkenin moratoryum ilan etmesi ekonomide durağan bir dönem oluşmasına neden olmuştur. Bu yıllardan sonra da Meksika ekonomisi durağanlık, zaman zaman büyüme, geleneksel standartlarla ilerleme çabaları ve sürekli ödemeler dengesi sorunlarıyla gündeme gelmiştir.

1994 yılında yaşanan ekonomik kriz Meksika ekonomisinde de sarsıntılara yol açmıştır. Ülke para birimi Peso'da devalüasyona gitmiş bu durum ise bölge ekonomileri olan Arjantin ve Brezilya ekonomilerinde baskı oluşturmuştur. 1994 krizinden önce Meksika ekonomisinde gözlemlenen makroekonomik göstergelerde ciddi sorunlar olduğu iddia edilmektedir (reel döviz kuru baskısı, GSYİH'daki düşüş, yüksek enflasyon, faiz oranları farklılıklarına bağlı sorunlar, yüksek reel faiz, düşü yurtiçi tasarruf oranları, ticaret dengesindeki büyük açık, büyük cari açık, doğrudan yatırımların portföy yatırımlarına göre daha düşük olması, kısa vadeli dış

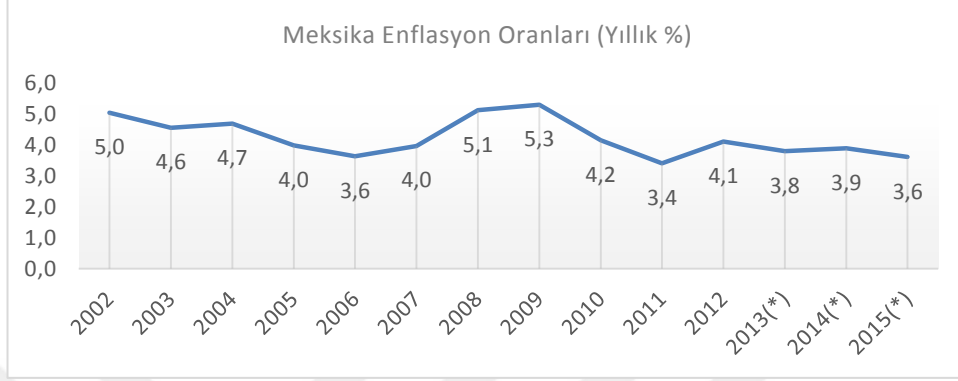
---

<sup>269</sup> **Dünya Ticaret Örgütü (WTO)**

<http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFView.aspx?Language=F&Country=MX> e.t:  
22.05.2015

borçların yüksek olması, Dolar cinsinden borcun yüksek olması, emlak alımlarının sabit yatırımlara oranının yüksek olması gibi sorunların).<sup>270</sup>

**Grafik 61: Meksika Enflasyon Oranları (Yıllık %)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Meksika'nın, 1994-2013 yılları arası aldığı DYY tutarları tablo 17'de verilmiştir. MIST bloku içerisinde en yüksek yatırım alana ülke Meksika'dır. Özellikle ABD gibi dev bir ekonominin yanı başında olması ve liberalizasyon süreci içerisindeki entegrasyon oranının artışıyla ABD'deki büyük firmaların yatırım bölgelerinin başında geldiği söylenebilir. Dünya genelindeki DYY tutarına oranlanmış yüzdesel değerlerine bakılırsa Meksika'nın aldığı yatırım tutarı oranlarının 2001-2004 yılları arasında ortalama % 3,5-4 gibi yüksek oranlar olduğu görülebilir.

<sup>270</sup> Brid Moreno ve Juan Carlos, **Mexico's Economic Growth and the Balance of Payments Constraint: A Cointegration Analysis**, International Review of Applied Economics, 13:2, 1999 , ss: 149-159

**Tablo 18: Meksika Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Meksika	MIST (milyon \$)	MIST DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	10,972.50	14,498.50	75.68%	241,862.11	4.54%
1995	9,526.29	16,533.09	57.62%	319,889.62	2.98%
1996	9,185.60	18,427.00	49.85%	363,597.44	2.53%
1997	12,829.80	21,156.00	60.64%	461,142.25	2.78%
1998	12,756.76	18,868.26	67.61%	679,469.70	1.88%
1999	13,880.52	22,131.30	62.72%	961,767.75	1.44%
2000	18,110.01	23,825.05	76.01%	1,319,210.53	1.37%
2001	29,860.77	33,763.08	88.44%	726,335.50	4.11%
2002	23,932.31	27,551.69	86.86%	632,024.77	3.79%
2003	18,554.10	23,184.68	80.03%	568,563.99	3.26%
2004	24,820.54	38,747.82	64.06%	716,659.69	3.46%
2005	24,740.69	56,751.15	43.60%	1,358,708.16	1.82%
2006	20,900.57	55,161.67	37.89%	2,105,579.20	0.99%
2007	32,213.15	70,015.53	46.01%	3,017,718.60	1.07%
2008	28,573.88	68,930.84	41.45%	2,392,629.95	1.19%
2009	17,643.70	40,127.97	43.97%	1,330,304.35	1.33%
2010	26,082.98	59,971.39	43.49%	1,921,545.21	1.36%
2011	23,375.93	69,889.87	33.45%	2,214,546.24	1.06%
2012	18,950.76	62,929.44	30.11%	1,836,747.93	1.03%
2013	44,626.69	93,194.61	47.89%	2,207,354.65	2.02%

*Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)*

### 2.2.1.1.Meksika Sermaye Piyasaları

2000'lerin başında istikrarsız konumunu sürdüren Meksika finans sektörü Batı finans sistemlerinden yayılan küresel krizin etkilerine de çabuk kapılmıştır. 2009'da hızlı bir düşüşle birlikte finansal piyasaların birkaç stres dönemi yaşadığı anlaşılmaktadır. Sağlam bir şekilde yasal düzenlemeye bağlı kalmadan oluşturulmuş konut finansmanı kurumları iflas etmiş, bankalar da bu dönemde ciddi kredi kartı portföyleri kaybetmişlerdir. Bunun nedeni tüketici finansmanı bombasının patlamasıydı ve ancak bu patlamanın yayılması çok geçmeden önlenmişti. 2010 yılında ise uygulanan doğru politikalar ve köklü tedbirlerle finansal sistem onarıldı. Yerel ve uluslararası talep yeniden canlanarak 2011'in ilk aylarından itibaren de belirli bir büyüme rotasına girildiği görüldü. 2012 yılı itibariyle de finansal yapının



sağlam olduğu, bankacılık endüstrisinin karlı, likit, sermaye oranlarının sağlıklı, stres testlerinin başarılı olduğu tespit edilmektedir.<sup>271</sup>

IMF'ni bir raporuna göre Meksika finansal sistemi tanımlarken şu özelliklerden bahsetmek mümkündür:<sup>272</sup>

- 1) Meksika finansal aracılık ve özel sektöre kredi kullandırılması Latin Amerika çapında en düşük değerlerin izlendiği ülkelerden biridir.
- 2) Meksika finansal sistemi küçüktür fakat en büyük 3 bankanın varlıklarının toplamın % 55'ine ulaşmasından da anlaşılacağı gibi yüksek düzeyde konsantre bir görünüm ortaya koyar.
- 3) Tüm finansal varlıkların % 73'ünü temsil eden 7 büyük finansal grup, bünyesinde banka dışı finansal araçları da bulunduran bir ticari banka aracılığıyla sisteme entegre olmaktadır.
- 4) Bankacılık sistemi 7 büyük banka tarafından domine edilmektedir. Bu bankalar tüm bankacılık varlıklarının % 82'sini oluştururken bunlardan 5'i büyük uluslararası bankaların temsilcileridir.

Meksika bankacılık piyasası geçmiş on yıldan fazla bir süredir liberalizasyon sürecine dahil olmasına karşın bu süreç yavaş ilerlemektedir.<sup>273</sup> Meksika'da 200.000 den fazla küçük orta ölçekli işletme olmasına rağmen bankacılık sektörü henüz bu piyasanın gelişimine destek olabilecek bir seviyede değildir.<sup>274</sup> Yeteri kadar fon imkanı bulamayan sektörlerde, işletmelerin % 60'ı kendi imkanları ile fon bulmaktadır.

Meksika ülke borsası (Mexican Stock Exchange) 1933 senesinde modernize edilmiştir. Borsanın imtiyaz senetlerine sahibi ise ulusal kredi ve finans sekreterliği sahiptir. 2010 yılı sonunda 409 milyar dolardan 2014 sonunda 526 milyar dolara yükselerek BOVESPA (Brezilya)'dan sonra Güney Amerika'nın en büyük ikinci

<sup>271</sup> IMF, "Mexico: Financial System Stability Assessment" s:13-15

<sup>272</sup> IMF, "Mexico: Financial System Stability Assessment". s:13-15

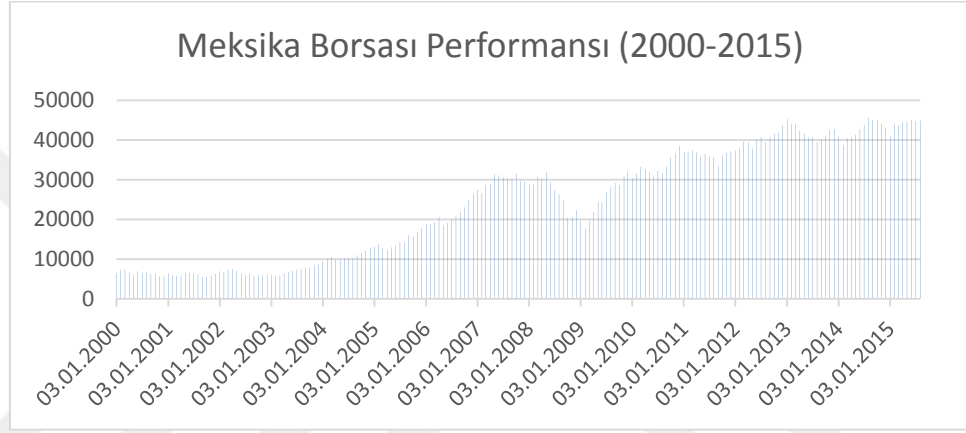
<sup>273</sup> <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/a-major-milestone-in-the-history-of-mexican-financial-markets/> (e.t:17.02.2015)

<sup>274</sup> <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/a-major-milestone-in-the-history-of-mexican-financial-markets/> (e.t:17.02.2015)

borsası olmuş ve aynı zamanda Amerika kıtasındaki sıralamasında da 5. sıraya yükselmiştir.<sup>275</sup>

Ülke borsasının 2000-2015 dönemindeki performansına bakarsak **Grafik 62**'da görüldüğü gibi 2000'lerden sonra 2008'e kadar yükseliş gözlemlenmektedir. Diğer ülkelerde olduğu gibi bu ülkede de 2008 Krizi borsa performansında aşağı yönlü bir trende yani gerileyişe neden olmuştur.

**Grafik 62: Meksika Borsası Performansı (Milyar \$)**



**Kaynak:** Yahoo finance

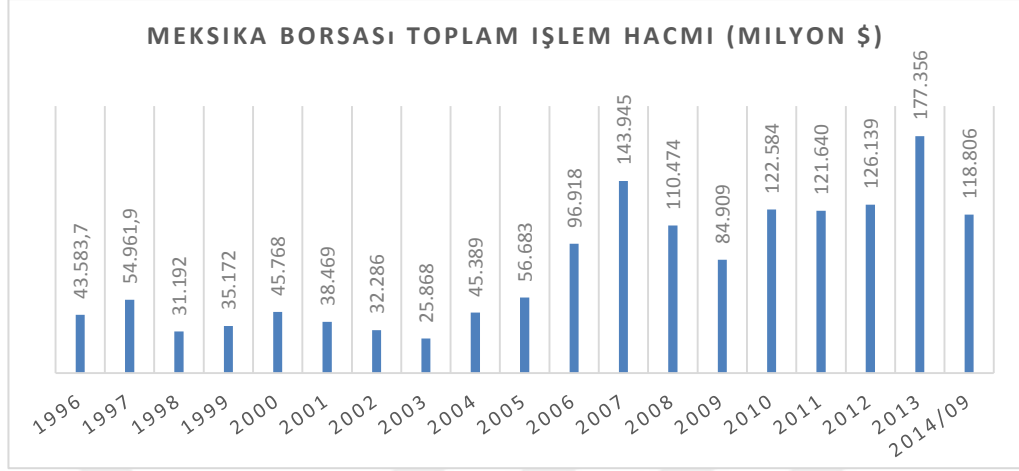
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EMXX&a=00&b=1&c=2000&d=07&e=4&f=2015&g=m>  
e.t.04.08.2015

Bir borsada işlem hacminin yüksek olması, piyasanın likiditesinin de yüksek olduğuna ve volatilitenin ise düşük olduğuna işaret eder.<sup>276</sup> Meksika borsasının işlem hacmindeki değişime bakıldığında ise 2003 senesinden sonra önemli bir artış görülmektedir. 2007 dönemine kadar yüksek bir artış kaydeden işlem hacmi 2013 dönemine kadar dalgalı bir seyir izlemiştir (bknz. **Grafik 63**).

<sup>275</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Mexican\\_Stock\\_Exchange](http://en.wikipedia.org/wiki/Mexican_Stock_Exchange) e.t.03.02.2015

<sup>276</sup> Koray Kayalidere ve Hüseyin Aktaş, "İMKB'de Fiyat-Hacim İlişkisi-Asimetrik Etkileşim", Celal Bayar Üniv. İİİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi Cilt:16 Sayı:2 2009 ss:49-62

**Grafik 63: Meksika Borsası Toplam İşlem Hacmi (milyon \$)**

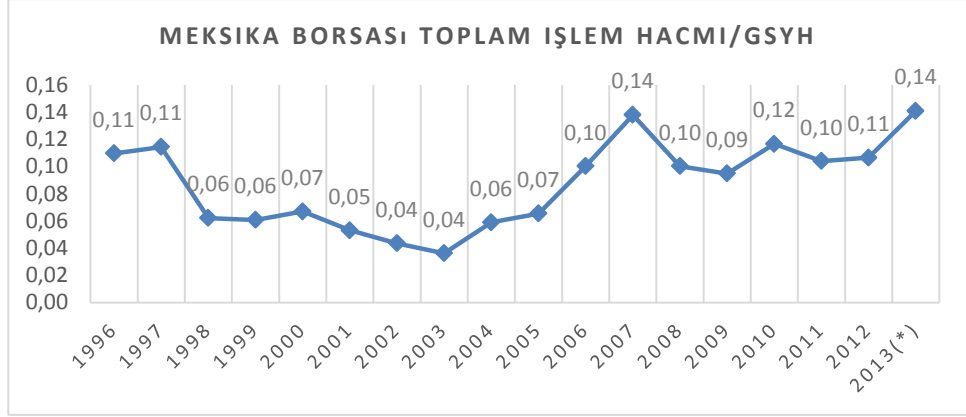


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Meksika Borsasının toplam işlem hacminin GSYH'ya oranı 1996-97 dönemlerinden sonraki dönemlerde giderek düşmüştür. Meksika gibi gelişmekte olan ülkeler sıcak para hareketlerinin yoğun olduğu dönemlerde getiri açısından oldukça rağbet gören ülkelerdir. Finansal liberalleşme programlarının bir sonucu olarak gelişmekte olan piyasalarda yüksek getiri oranları yakalamak mümkün olmuştur. Finansal serbestleşme sürecinde faiz oranlarında yükselme ve menkul kıymet fiyatlarında spekülatif artışlar görülmektedir.<sup>277</sup> Ancak krizlerle yıpranmış ve kırılganlıkları çok olan piyasalarda portföy yatırımları açısından düşüşlerin olduğu dönemlerde borsada bir geri çekilme ve işlem hacimlerinde de önemli düşüşler gözlemlenebilir. Meksika borsalarında 1997-2003 dönemi arasında borsa işlem hacminde düşüş olurken ülke GSYH'da ise söz konusu dönemlerde artışlar görülmektedir. Bu durum söz konusu dönemler arasında Borsa İşlem Hacmi/GSYH oranının azalmasına neden olmuştur.

<sup>277</sup> Oğuz Esen, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları" Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt:9 Sayı:30 1998 ss:59-70  
[http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V09\\_N30\\_A04.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V09_N30_A04.pdf) e.t:05.08.2015

**Grafik 64: Meksika Borsası Toplam İşlem Hacmi/GSYH**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Meksika Borsası (BMV) şirket kapitalizasyonuna bakıldığında yıllar itibariyle (özellikle 2002'den sonra) büyük bir değişim görülmektedir. 2002 yılında 2007 yılları arasında **Grafik 65**'de görüldüğü gibi büyük bir sıçrama yaşanmıştır. 2008 Krizi döneminde borsadaki değer erimesi sert bir gerilemeye neden olmuş ancak 2008 den sonra borsa kapitalizasyonu tekrar yükselmiştir.

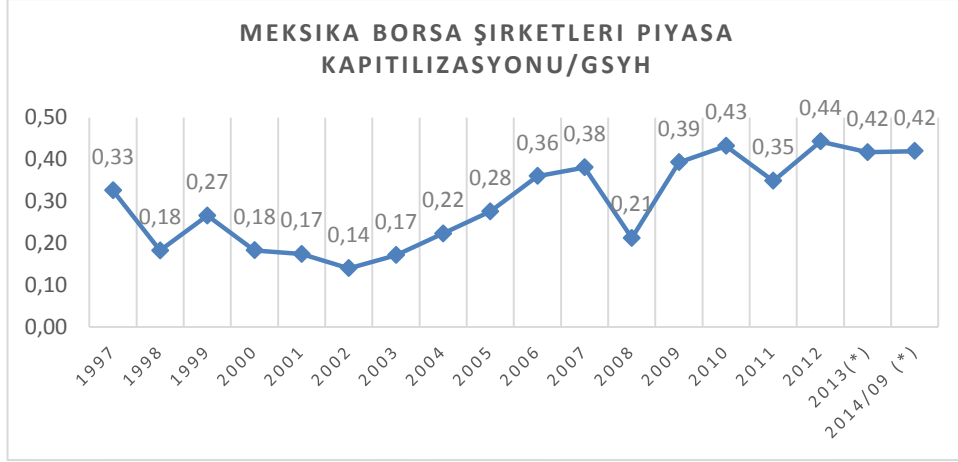
**Grafik 65: Meksika Borsası Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Borsa kapitalizasyonun GSYH'ya oranına bakıldığında (bknz. **Grafik 66**), bu oranın 2002 senesinden sonra önemli bir şekilde yükseldiği görülmektedir. 2008 de düşüş göstermesine rağmen 2009 ve sonrası dönemde daha yüksek bir seviyeye gelmiştir. Daha önceden belirttiğimiz gibi bu oranın yüksek olması olumlu bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

**Grafik 66: Meksika Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH**

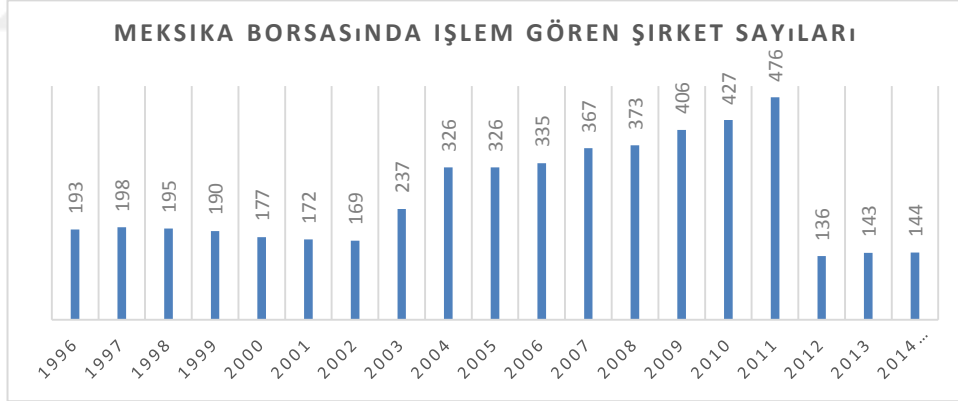


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Meksika Borsasında işlem gören şirket sayılarında ise 2002 senesinden sonra önemli bir artış trendi görülmektedir. Ancak 2012 senesinde ise rakamsal olarak çok ani ve sert bir düşüş görülmektedir.

**Grafik 67: Meksika Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

**Grafik 68**'de Meksika Borsasında işlem yapan yatırım fonlarının sayısı verilmiştir. 2002 yılından 2014 yılı arasında ülke borsasındaki yatırım fonu sayısında artış görülmektedir. Fon sayısındaki artışın piyasadaki hareketliliğe ve piyasa derinliğine olumlu katkı sağlayabileceğini söyleyebiliriz.

**Grafik 68: Meksika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Borsada yer alan yatırım fonlarının 2002-2014 yılları arasındaki net aktif değerlerine bakıldığında, fon değerlerinde artış görülmüştür (**Grafik 69**). Bu durum gayet olumludur. Bir ülke borsasındaki menkul kıymetlerden oluşan portföylerin değerinin artması o borsanın değerinin artışına işaret eder.

**Grafik 69: Meksika Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

### 2.2.2. Endonezya (Indenosa)

Endonezya, coğrafi konum olarak Güney Doğu Asya ve Okyanusya arasında kalan ve çok sayıda adadan oluşan bir devlettir. 33 Eyaletten (28 Eyalet 5 özel bölge) oluşan ülkeden halk tarafından seçilmiş bir meclis ve başkan bulunmaktadır. Ülkenin yönetim şekli Cumhuriyettir. Nüfusu 252 milyon (2014 tahmini rakamı)<sup>278</sup> civarı nüfusuyla dünyanın en kalabalık 4. Ülkesi olan Endonezya aynı zamanda en kalabalık Müslüman nüfusa sahip ülkedir.<sup>279</sup>

İlkçağlardan beridir farklı kültür, inanç ve politik akımların zenginleştirdiği bir bölgede yer alan Endonezya, tarihin ilerleyen dönemlerinde sömürgeci Avrupa devletlerinin saldırısına uğramıştır. Özellikle “Baharat Adası” adı verilen Maluku bölgesinin hakimiyeti için Avrupalı emperyalist ülkeler birbirleriyle savaşmıştır. 17. yüzyıldan II. Dünya savaşı sonuna kadar Hollanda'nın sömürdüğü Endonezya, 1942-1945 yılları arasında da Japonya'nın egemenliği altında varlığını sürdürmüştür. Japonya'nın II. Dünya savaşından yenilgiyle ayrılmasından sonra Japonlar ülkedeki yönetimini İngilizlerin gözetiminde 1945 yılına kadar devam ettirmiştir. Bu tarihten sonra Japonya'nın ülkeden çekilmesiyle birlikte bağımsızlık mücadelesine giren Endonezya 1949 yılında bağımsızlığına kavuşmuştur.<sup>280</sup>

Ülke ekonomisi tarım ağırlıklıdır. Coğrafi alanın büyük kısmı ormanlarla kaplı ülkede özellikle orman endüstrisine ve tarımına dayalı yüksek ihracat hacimli ekonomik faaliyetler yürütülmektedir. Orman ürünlerinde dünyada ikinci sıradadır. Ekilebilir alanların % 7-8 olduğu ülkede sulu tarım yılda iki defa mahsul alınmasını sağlamaktadır. Ancak pirinç gibi temel gıda maddelerinin yüksek rekoltede üretilmesine rağmen kalabalık nüfus için henüz yeterli değildir. Tarımdaki iş gücü oranı % 42 civarındadır. Bağımsızlıktan sonra ülke sanayisinde, madenciliğinde ve bu gelişmelere bağlı olarak ticaretinde gelişmeler görülmüştür. Gelişmekte olan Asya

<sup>278</sup> [http://www.gbgingonesia.com/en/main/why\\_indonesia/economic\\_overview.php](http://www.gbgingonesia.com/en/main/why_indonesia/economic_overview.php)

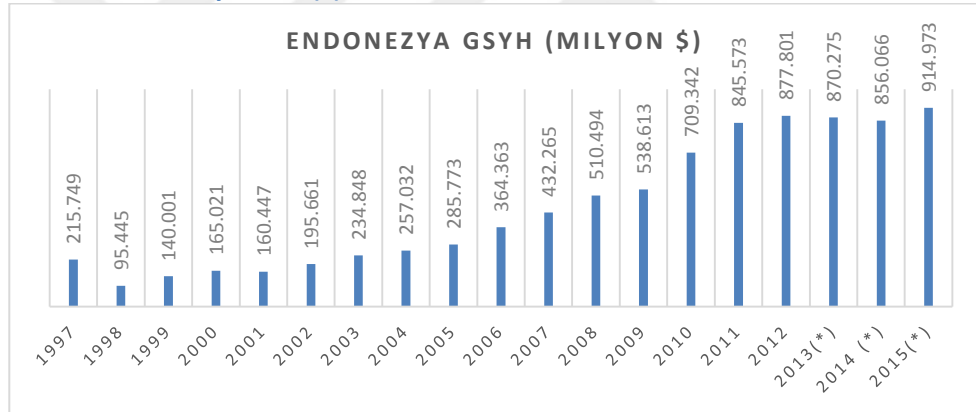
<sup>279</sup> <http://tr.wikipedia.org/wiki/Endonezya> e.t:17.03.2015

<sup>280</sup> Efsun Ayça Değertekin, "Endonezya Sermaye Piyasası", TSPAKB "Sermaye Piyasasında Gündem" Sayı 113 Mart 2011 s:7

ülkeleriyle komşu olan ülkenin özellikle Çin ve Japonya gibi büyük ekonomiler olan yakın işbirliği ülke ticaretinin daha hızlı bir ivme kazanmasına vesile olmuştur.<sup>281</sup>

Üç buçuk asırlık ekonomik esareten ve 20.yy daki işgalden kurtulan ülke 1960'lı yıllara kadar dünyanın en fakir ülkelerinden biriydi. 1997 yılında Asya ekonomileri sarsan Asya Krizinden en fazla etkilenen ülkelerden biri olmasına rağmen 2008 krizi, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası gösterge endeksi ve piyasa değerinde önemli düşüşlerin haricinde makro ekonomiye dair göstergelerde pek bir düşüş görülmemiştir, hatta 2008 Krizinde ülkenin GSYH % 6 reel büyüme sergilemiştir. 2010 yılında Endonezya GSYH'sının % 47'si sanayi, % 39'u hizmet, % 15'i ise tarım sektörü tarafından üretilmiştir. 2009 yılında ise sermaye piyasalarının performansı kriz öncesi seviyelerine geri dönmüştür.<sup>282</sup>

Grafik 70: Endonezya GSYH (\$)



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Asya'nın 5. büyük ekonomisi ve dünyanın en kalabalık 4. Ülkesi olarak Endonezya 2011 yılında 846 milyar dolar milli hasılaya sahiptir.<sup>283</sup> Endonezya 1990'ların başında borç stoku bulunmayan, yaklaşık % 7'ler seviyesinde sürekli büyüyen bir görünüm arz etmekteydi. 1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerini etkisi altına alan kriz Endonezya'yı da etkilemiş ve yaklaşık % 40 oranında bir devalüasyona neden olmuştur. Bu etkilerin önemli bir sonucu olarak o güne kadar bir

<sup>281</sup> <http://tr.wikipedia.org/wiki/Endonezya> e.t:17.03.2015

<sup>282</sup> Efsun Ayça Değertekin, "Endonezya Sermaye Piyasası", s:7

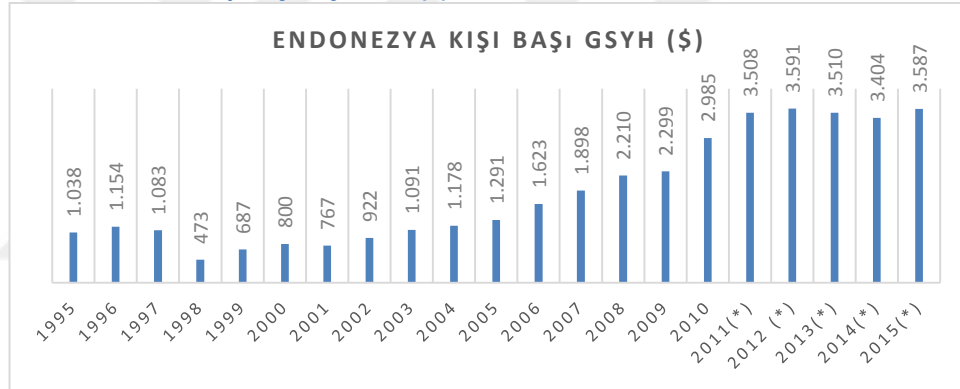
<sup>283</sup> OECD , **OECD Economic Survey: Indonesia Overview**, 2012

<http://www.oecd.org/eco/surveys/2012%20Indonesia%20Overview.pdf> ,e.t: 10 Mart 2015.



kurtuluş reçetesi olarak görünen kur çıpası uygulamalarının Endonezya gibi ülkelerde yavaş yavaş terk edilmeye başlandığı görülmüş ve serbest kur politikasına geçilmiştir. Bu durum bütün finansal piyasaları yeniden yapılandıran bir etki ortaya çıkarmaktadır. Buna karşın krizle birlikte ortaya çıkan bankacılık krizi nedeniyle ülkede milli gelirin 1997 öncesi duruma dönmesi zaman almıştır. Bu yönüyle Endonezya Güneydoğu Asya krizinden Tayland'la birlikte en fazla etkilenen ülke konumundadır.<sup>284</sup> Ülkede serbest kur rejimi kur hareketlerini de diğer ülkelerden daha fazla hareketli bir duruma getirmiştir. Uygulanan para politikaları, bankacılık sisteminin sorunları, ülkeden yabancı sermaye çıkışları vb. sorunlar Endonezya'nın krizden çıkışını geciktirmiş ve büyüme oranlarını olumsuz etkilemiştir.

Grafik 71: Endonezya Kişi Başı GSYH (\$)



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

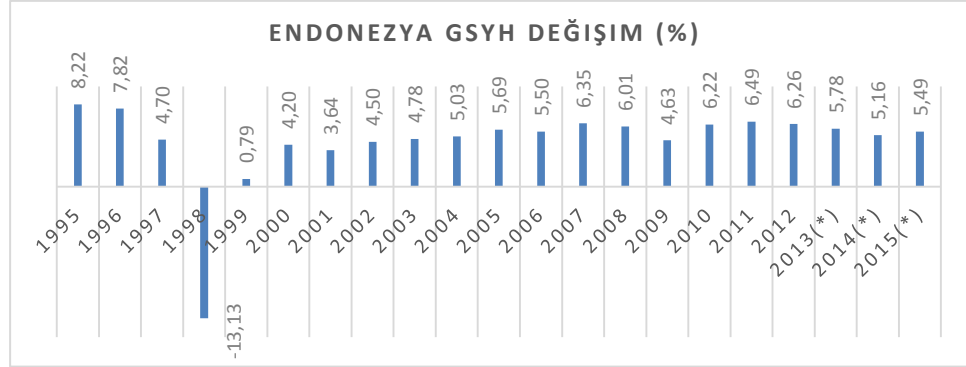
Endonezya ekonomisi özellikle küçük işletmelere teşvikler üretme kabiliyeti ve girişimcilik potansiyeli ile de gündeme gelmektedir. Örneğin kısa sürede geniş tüketici kesimlerine ulaşan zirai finansal aracılık sistemi yerel bilgi paylaşımı, bağlantı kurma mekanizması olarak işlev görmesi gibi nedenlere bağlı olarak düşük işlem maliyetleri üretmektedir. Bu tip organizasyonlar da ülkedeki finansal sistemi etkin ve verimli kılmaktadır.<sup>285</sup> Bunun yanında ülkede artan nüfusa bağlı artan işgücü potansiyeli 2013-2020 arasında 15 milyonluk yeni çalışan nüfusu ilavesiyle 189 milyona ulaşacak bir istihdam kapasitesi oluşturmaktadır. Bugün nüfusun % 50'si 30

<sup>284</sup> Alpan İnan, **Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme**, Bankacılar Dergisi 41, 2002, ss:51-66.

<sup>285</sup> Rodrigo A. Chaves ve Claudio Gonzalez-Vega, **The Design of Successful Rural Financial Intermediaries: Evidence from Indonesia**, World Development, 24(1) 1996 ss: 65-78

yaş altındadır. Bu da Endonezya için önemli bir güçlü yandır. Bunun yanında hızlı şehirleşme, 2012’de şehirlerde yaşayan % 52’ye karşın 2025’te % 68’e çıkacak şehirleşme oranı tahminlerine bağlı olarak önemli bir değişimin ipuçlarını vermektedir. Çin ekonomisinin hızlı gelişmesi e bağlı bir ekonomik coğrafyada yerleşik Endonezya için bir büyüme olanağı sağlamaktadır.<sup>286</sup>

**Grafik 72: Endonezya GSYH Değişim (%)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

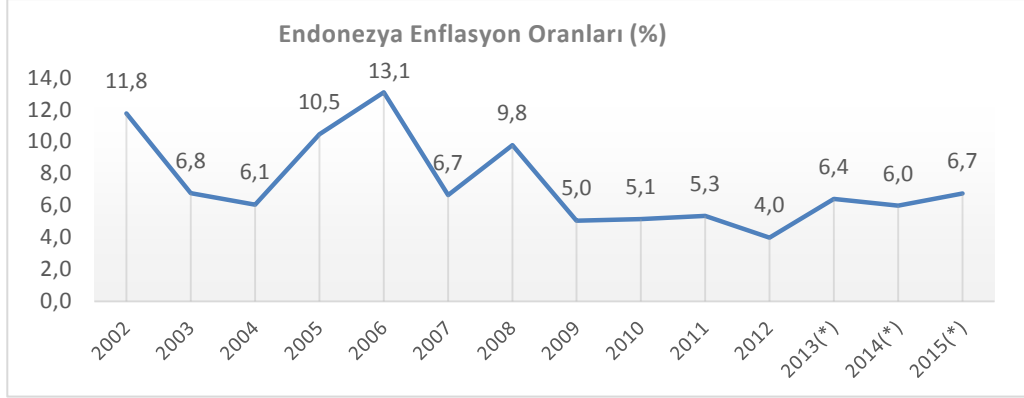
Endonezya kolay iş yapılabilir yeni gelişen ülkeler sıralamasında da üstlerde yer almaktadır. Hindistan’ın başı çektiği bu sıralamada Endonezya, Brezilya, Çin, Rusya, Meksika sıralaması dikkat çekicidir. Hindistan, Çin ve Meksika 2013’e göre düşüş göstermişlerdir. 2012’nin 12. Ayı itibariyle de gelişmekte olan ekonomiler içinde dünya ortalamasının altında milli gelir artışı sadece Meksika’da gözlenmiştir. Hindistan, Endonezya, Rusya, Arjantin, Kore, Türkiye ise daha yüksektir.<sup>287</sup>

2008 yılında tüketici fiyatları endeksi % 11’e kadar çıkan ülkede, 2010 yıl sonunda enflasyon % 6 düzeyindedir.

<sup>286</sup> World Bank, **Indonesia: Avoiding the trap-Development Policy Review 2014**, The World Bank Office Jakarta 2014

<sup>287</sup> EY, **Rapid-Growth Markets**, 2014 , <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/EY-rapid-growth-markets-forecast-february-2014-report-highlights>, Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

**Grafik 73: Endonezya Enflasyon Oranları (%)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

2010 yıl sonunda dış borcu 156 milyar Dolar olan ülkenin Kamu borcunun GSYH'ya oranı 2006 yılından bu yana gerilemiştir. Finansal krizle birlikte gelişmiş ülkelerdeki kamu borcu artarken, Endonezya'daki kamu borcunun milli gelire oranı 2010 yılında % 27 ve 2014 yılında ise Dış Borç/GSYH oranı % 28<sup>288 289</sup>

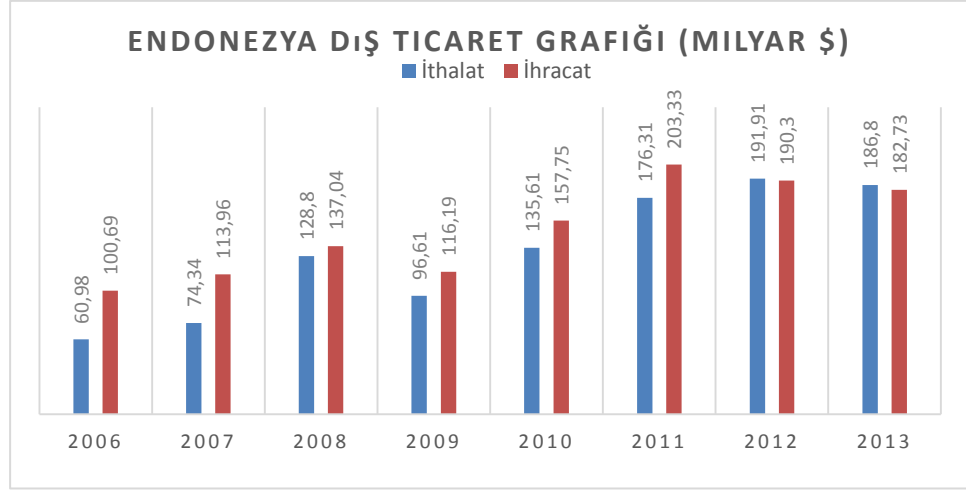
2010 yılı sonunda 146 milyar Dolar ihracat ve aynı dönem içinde 111 milyar \$'lık ithalat yapmıştır. Endonezya'nın ana ihracat kalemleri petrol ve doğalgaz, elektrikli ev aletleri, kontrplak, tekstil ve kauçuk olup ithalat kalemleri ise makine ve teçhizat, kimyasal maddeler, yakıt ve gıda maddeleridir. Ülkenin ihracat listesinin ilk sıralarında Japonya, Singapur, ABD ve Çin yer alırken ithalat listesinde Singapur, Çin, Japonya ve Malezya yer alır.<sup>290</sup>

<sup>288</sup> Efsun Ayça Değertekin, "Endonezya Sermaye Piyasası" s:7

<sup>289</sup> [http://www.gbgindonesia.com/en/main/why\\_indonesia/economic\\_overview.php](http://www.gbgindonesia.com/en/main/why_indonesia/economic_overview.php)

<sup>290</sup> Efsun Ayça Değertekin, "Endonezya Sermaye Piyasası" s:7

Grafik 74: Endonezya Dış Ticaret Grafiği (milyar \$)



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

2007 yılına gelindiğinde Endonezya’da finansal sistemin dönüşümüne paralel olarak yıllık % 6,3 büyüme oranına ulaşılmış, bunu 2008 yılında % 6,1’lik bir büyüme izlemiştir. Ancak bu rakamlar 2009 yılındaki küresel krizle birlikte % 4 seviyesine gerilemiştir. 2012 yılı büyümenin % 6,23 olduğu bir yıldır ve aynı yıl Brezilya % 5,6, ABD % 2,2, Çin % 7,7, Hindistan % 5,1 büyümüştür (ISE, 2014).<sup>291</sup> Endonezya 2013’te ise % 5,7 büyümüş, dış borç milli hasıla oranı % 29,2 olmuştur. Ülkenin 2013 nüfusu 240 milyondur (EY, 2014).<sup>292</sup>

Endonezya’ya yapılan doğrudan yabancı yatırımları 2004-2013 yılları arasında artış göstermiş olduğunu **Tablo 19**’den görebilmekteyiz. 2008 yılında 9 milyar \$’ı aşan yabancı yatırımlar, 2009 yılında 5 milyar \$ seviyesine düşmüş ancak 2009’dan sonra hızla yükselmiştir. Endonezya’da borsa şirketlerinin piyasa değerinin milli gelire oranı 2008 yılında global piyasaları etkisi altına alan krizle birlikte % 19’a kadar gerilerken, 2010 yıl sonunda piyasalarda yaşanan toparlanmayla beraber % 52 seviyesine yükselmiştir.<sup>293</sup>

<sup>291</sup> ISE, **Indonesia Bond Market Directory 2013-2014**, Indonesia Stock Exchange –Indonesia Bond Pricing Agency, 2014

[http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/FileDownload/Bond-Book\\_2013-2014\\_Preview.pdf](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/FileDownload/Bond-Book_2013-2014_Preview.pdf), Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

<sup>292</sup> EY, **Rapid-Growth Markets**, 2014

<sup>293</sup> Efsun Ayça Değertekin, “Endonezya Sermaye Piyasası”, s:7

**Tablo 19: Endonezya Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Endonezya	MIST (milyon \$)	MIST DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	2,109.00	14,498.50	14.55%	241,862.11	0.87%
1995	4,346.00	16,533.09	26.29%	319,889.62	1.36%
1996	6,194.00	18,427.00	33.61%	363,597.44	1.70%
1997	4,677.00	21,156.00	22.11%	461,142.25	1.01%
1998	(240.80)	18,868.26	-1.28%	679,469.70	-0.04%
1999	(1,865.62)	22,131.30	-8.43%	961,767.75	-0.19%
2000	(4,550.36)	23,825.05	-19.10%	1,319,210.53	-0.34%
2001	(2,977.39)	33,763.08	-8.82%	726,335.50	-0.41%
2002	145.09	27,551.69	0.53%	632,024.77	0.02%
2003	(596.92)	23,184.68	-2.57%	568,563.99	-0.10%
2004	1,896.08	38,747.82	4.89%	716,659.69	0.26%
2005	8,336.26	56,751.15	14.69%	1,358,708.16	0.61%
2006	4,914.20	55,161.67	8.91%	2,105,579.20	0.23%
2007	6,928.48	70,015.53	9.90%	3,017,718.60	0.23%
2008	9,318.45	68,930.84	13.52%	2,392,629.95	0.39%
2009	4,877.37	40,127.97	12.15%	1,330,304.35	0.37%
2010	15,292.01	59,971.39	25.50%	1,921,545.21	0.80%
2011	20,564.94	69,889.87	29.42%	2,214,546.24	0.93%
2012	21,200.78	62,929.44	33.69%	1,836,747.93	1.15%
2013	23,344.32	93,194.61	25.05%	2,207,354.65	1.06%

*Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>) e.t:09.08.2015)*

### 2.2.2.1. Endonezya Sermaye Piyasası

Son beş yılda Endonezya sermaye piyasaları sağlam bir büyüme trendi göstermiş ve hisse ihraç eden firma sayısı artış görülmüştür. Bu gelişim sürecinde bir yandan da ülke piyasası global hassasiyetlere daha duyarlı bir hale gelmiştir.<sup>294</sup>

Ülkede finansal sistemin iki ayağı söz konusudur. Birincisi bankacılık sektörünü düzenleyen Merkez Bankası ve ikincisi de leasing ve finans şirketlerini, sigorta şirketlerini vb. düzenleyip denetleyen Bapepam-LK'dır. Finansal sistemin belirleyici gücü toplam finansal varlıkların % 80'ini temsil eden bankacılık

<sup>294</sup> [http://www.gbgindonesia.com/en/finance/article/2013/indonesia\\_s\\_capital\\_markets.php](http://www.gbgindonesia.com/en/finance/article/2013/indonesia_s_capital_markets.php)  
e.t:17.03.2015

sektörüdür.<sup>295</sup> Bu oran 2013'te % 77,9'a düşmüş, sigorta aracıları % 10,8, finans şirketleri % 6,8, emeklilik fonları % 2,8 olarak ölçülmüştür.<sup>296</sup>

Endonezya'da ilk borsa 1912 Doğu Hindistan Hollanda Şirketi tarafından bugün Jakarta olarak bilinen Batavia'da kurulmuştu. Batava Menkul Kıymetler Borsası I.Dünya Savaşında kapatılmış, 1925 de tekrar açılmıştır. Aynı tarihte Semarang ve Subaray'da<sup>297</sup> yeni bir borsa açılmış ancak politik nedenlerden dolayı II. Dünya Savaşı esnasında kapanmıştır. Jakarta Menkul Kıymetler Borsası II.Dünya Savaşında tekrar kapanmıştır.1952'de Adalet bakanlığının çıkardığı regülasyon yasası ile JSE' tekrar faaliyete geçmiştir. Sonrasındaki süreçte ise hükümetin Hollanda Doğu Hindistan Şirketine yönelik olumsuz tavrı nedeniyle JSE pasif duruma geçirilmiştir.1977'de JSE tekrar aktif olmuştur. 1987'de çıkarılan bir paket ile şirketlerin halka açılması ve yabancı yatırımcıların Endonezya'da yatırım yapabilmelerinin önü açılmıştır.1988'de broker ve dealerden oluşan Endonezya Pararel Burse faaliyete başlamıştır. 1989 de Surabaya Menkul Kıymetler Borsası işleme açılmıştır.2007'de Surabaya Menkul Kıymetler Borsası , Jakarta borsası ile birleşmiştir ve bu birleşme sonrası Jakarta borsası, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası olarak isim değiştirmiştir.<sup>298</sup>

Endonezya Sermaye piyasasının düzenleyici kuruluşu: Endonezya Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumları Denetleme Ajansı'dır. Daha önceden piyasada düzenleyici rol üstlenen iki ayrı kurum olan Finans Kurumları genel Müdürlüğü ile Sermaye Piyasası Düzenleme ajansı 2005 yılında birleşerek Endonezya Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumları Denetleme Ajansını oluşturmuşlardır. Ajans bankacılık dışındaki finansal kuruluşları denelerken, bankacılık kesiminin denetimi

---

<sup>295</sup> IMF, **Indonesia: Financial Sector Assessment Program**, IMF Country Report No. 12/335, Washington 2012

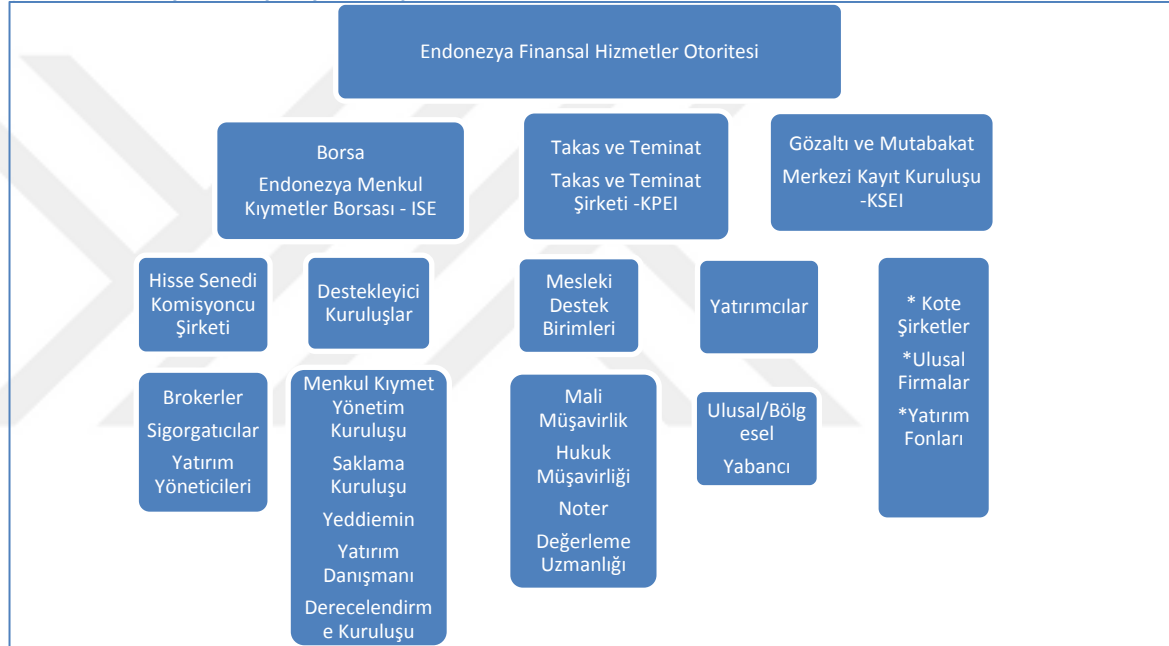
<sup>296</sup> Bank Indonesia, **Financial Stability Review**, No. 21, 2013  
[http://www.bi.go.id/en/publikasi/perbankan-dan-stabilitas/kajian/Documents/d964c20601354894b7cf352adf9309d0FSRNo20March2013\\_rev\\_5.pdf](http://www.bi.go.id/en/publikasi/perbankan-dan-stabilitas/kajian/Documents/d964c20601354894b7cf352adf9309d0FSRNo20March2013_rev_5.pdf) , e.t: 10 Mart 2015.

<sup>297</sup> Endonezya'da bulunan iki şehirdir. Ayrıca Surabaya Endonezya'nın ikinci büyük şehridir.(Kaynak:<https://tr.wikipedia.org/wiki/Surabaya> , <https://tr.wikipedia.org/wiki/Semarang> )

<sup>298</sup> Indonesia Stock Exchange (ISE), <http://www.idx.co.id/en-us/home/aboutus/history.aspx> e.t.20.08.2015

ise Endonezya Merkez Bankasının sorumluluğundadır.<sup>299</sup> Endonezya Merkezi Saklama Kuruluşu; Menkul kıymet borsasında işlem gören ürünlerin saklanması görevini yapmaktadır. Endonezya Merkezi Takas Kuruluşu ise merkezi karşı taraf olarak hizmet verir ve borsada yapılan tüm işlemlerin takasını gerçekleştirir. Endonezya Aracı Kurumlar Birliği ise aracı kurumlara ilişkin faaliyetlerin düzenlenmesini, denetlenmesini, personel eğitimlerinin planlanmasını ve sektöre ilişkin AR-GE faaliyetlerini yerine getirir.

Şekil 7: Endonezya Sermaye Piyasası Yapısı

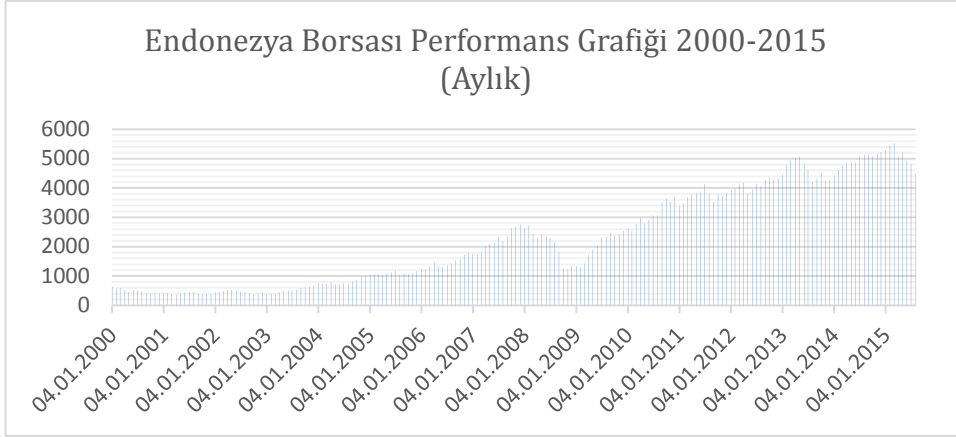


**Kaynak:** Endonezya Menkul Kıymet Borsası  
[http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/AboutUs/IndonesiaCapitalMarketStructure/StrukturPasarModallIndonesiaEnq\\_big.jpg](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/AboutUs/IndonesiaCapitalMarketStructure/StrukturPasarModallIndonesiaEnq_big.jpg) e.t.20.08.2015

Ülke borsasının 2000-2015 dönemi arasındaki performansına bakılacak olursa (bkz. **Grafik 75**). 2000-2008 yılları arasında borsada büyük bir sıçrama olduğu görülebilmektedir. Ancak 2008 Krizi sert bir düşüş yaşatmıştır. 2009'dan sonra ise Endonezya borsası çok hızlı bir yükseliş trendi yakalayarak, boğa piyasasına girmiştir.

<sup>299</sup>Efsun Ayça Değertekin, "Endonezya Sermaye Piyasası" s:9

Grafik 75: Endonezya Borsası Performansı



**Kaynak:** Yahoo Finance <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EJKSE&a=00&b=1&c=2000&d=07&e=20&f=2015&g=m> 20.08.2015

Endonezya borsasında işlem gören şirketlerin kapitalizasyon grafiğine bakıldığında ise (**Grafik 76**) bir önceki grafiği teyit eder nitelikte bir görüntüden bahsedebiliriz. 2000’de 26.8 milyar \$ olan kapitalizasyon 2014’de 419.8 milyar \$’a ulaşarak çok büyük bir artış göstermiştir.

Grafik 76: Endonezya Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu (milyon \$)

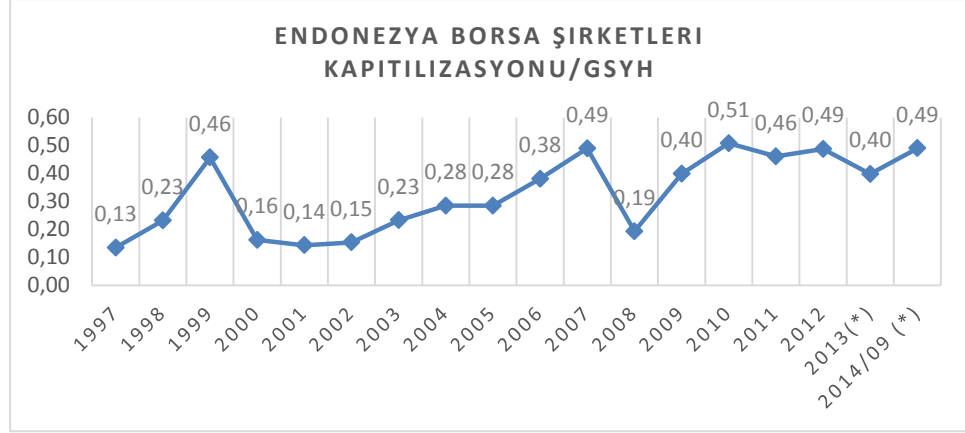


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Borsa kapitalizasyonunun GSYH’ya oranına bakıldığında, ülke borsasının gösterdiği yüksek performansın izini görebilmekteyiz. 2000 yılından 2015 yılına kadarki süreçte ülke borsasının ülke ekonomisi içerisinde değerinin giderek artmakta olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan bir ülke için bu oranın artışı olumlu bir gösterge sayılabilir (bkz. **Grafik 77**).



**Grafik 77: Endonezya Borsa Şirketleri Kapitalizasyonu/GSYH**

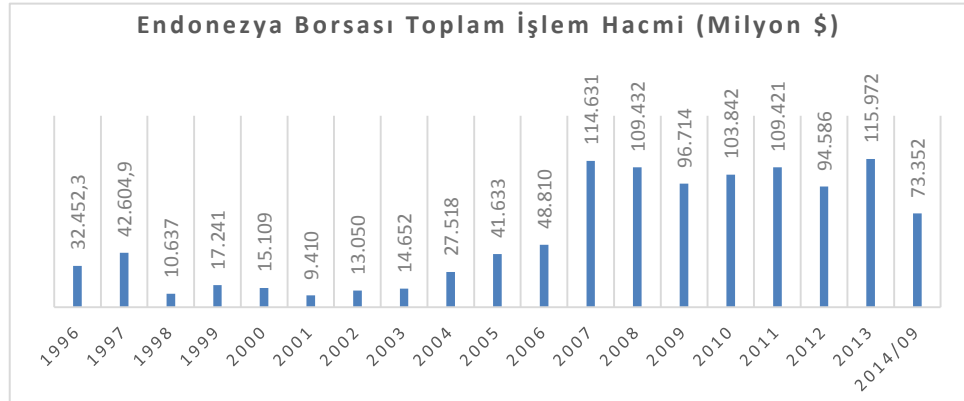


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Endonezya borsasındaki işlem hacmi grafiğine bakacak olursak 2000 yılından itibaren yüksek oranlı bir işlem hacmi trendinin hareket ettiğini **Grafik 78** yardımıyla görmekteyiz. Ancak 2008 Krizinden sonra bu hacim miktarında çok yüksek olmayan oranlarda dalgalanma görülmektedir. İşlem hacminin artması bir borsanın derinliğini artıracak ve menkul kıymet pazarının gelişimine katkıda bulunacaktır.

**Grafik 78: Endonezya Borsası Toplam İşlem Hacmi (Milyon \$)**

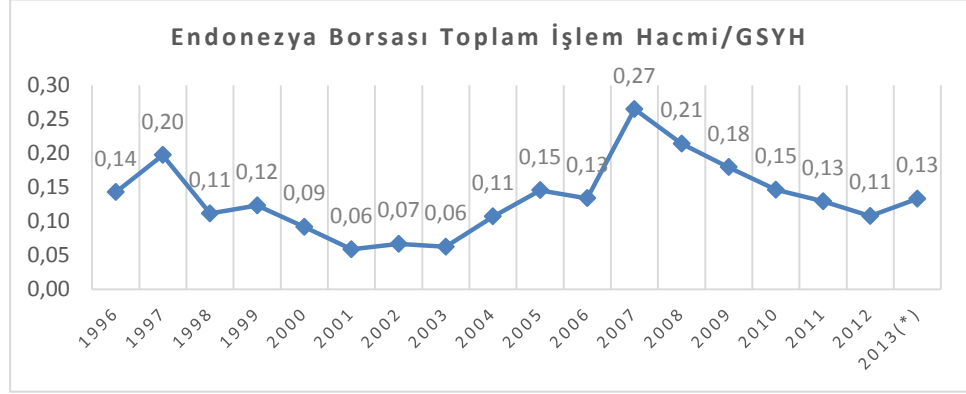


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Toplam işlem hacminin GSYH'ya oranına bakıldığında (**Grafik 79**), 2000'lerden 2007 ye kadar hızla yükselen bu oranın 2007'den 2012 yılına kadar ise sürekli düştüğü görülmektedir. Bir ekonomide sürdürülebilir bir büyümeyi temin etmek için, o ekonomide gelişmiş ve iyi işleyen bir finansal sistemin var olması

önemlidir. Finansal sistemin ekonomik büyümedeki katkısı ne oranda ise o finansal sistem için gelişmişlik düzeyi o orandadır denilebilir.<sup>300</sup>

**Grafik 79: Endonezya Borsası Toplam İşlem Hacmi/GSYH**

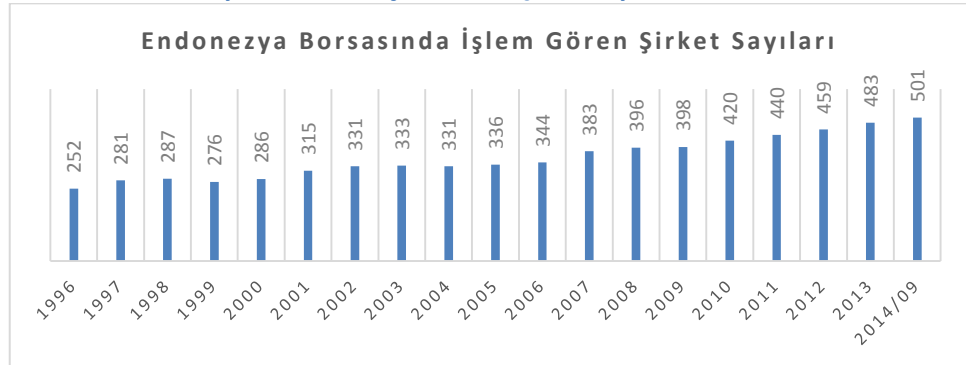


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Ülke borsasında işlem gören şirket sayılarına bakıldığında 2000'lerinden başından 2014 yılına kadar bir iki dönemlik istisna dışında genel olarak sürekli bir artış görülmektedir. Bir borsada kote olan şirket sayılarındaki artış o borsanın ekonomideki ağırlığının artacağına ve fon ağının gelişmesine katkı sağlayacağına işaret edebilir.

**Grafik 80: Endonezya Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

<sup>300</sup> Serkan Yılmaz Kandır, Ömer İskenderoğlu ve Yıldırım B. Önal, "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması", Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 16 Sayı 2 2007 s:311-326

### 2.2.3.Güney Kore (South Korea)

Güney Kore, resmi adıyla Kore Cumhuriyetidir. Coğrafi olarak, Asya kıtasının doğusunda, Kore yarım adası'nın güneyinde yer almaktadır. Ülkenin başkenti Seul'dur. Ilıman iklim kuşağında bulunan ülkenin arazisi (100,210 km<sup>2</sup>) dağlık topraklardan oluşmaktadır.<sup>301</sup>

Güney Kore'de başkanlık sistemiyle yönetilmektedir. Ülkede Cumhurbaşkanı yürütmenin başıdır ve beş yıl için halk tarafından seçilir. Yargı organı görevini hem ulusal hem yerel düzeyde yürürken yerel hükümetler yarı-özerktir ve kendilerine ait yasama ve yürütme organları vardır. Anayasal bir demokrasiye sahiptir. Güney Kore, 1960'lardan 1980'lere kadar birçok kez askeri diktatörlükler ve darbeler yaşamış olsa da, ülke o tarihlerden günümüze kadarki süreçte başarılı liberal bir demokrasi gerçekleştirmiştir.<sup>302</sup>

Tarihi M.Ö. 3000 yılına kadar uzanan Kore, 7. yüzyıldan 20. yüzyıla kadar Çin'in ve değişik hanedanlıkların idaresi altında yaşamıştır. 1910 yılından 1945 yılına kadar ise Japonlar işgali altında kalmıştır. II. Dünya Savaşı'nda Japonya'nın yenilince, Güney Kore'yi ABD, Kuzey Kore'yi de SSCB işgal etti. Bölünen Kore'nin kuzeyinde komünist rejimli bir ülke kurulurken, güneyinde kapitalist rejime işleyen bir ülke kurulmuş oldu. Sonrasında ise, 1950'de Kuzey Kore, Güney Kore'yi işgal etti. Bunun üzerine BM, Kuzey Kore'nin işgalden kurtarılması için bölgeye askerler gönderildi. Yapılan görüşmeler neticesinde 1953'te taraflar arasında ateşkes imzalandı ve iki ülke arasında 38. paralel sınır olarak belirlendi.<sup>303</sup>

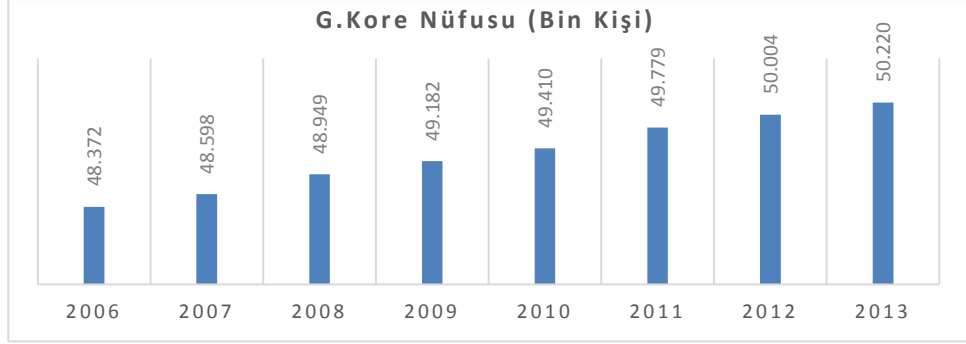
Ülkenin başkenti Seul şehridir. Çin ve Japonya gibi köklü iki devlet arasında adeta bir köprü konumunda olan ülkenin kendilerine özgü bir kültürü vardır. Ülke nüfusun % 85'i şehirlerde yaşamaktadır. Ülkede okur-yazar oranı % 92 gibi yüksek bir orandadır.

<sup>301</sup> [https://tr.wikipedia.org/wiki/G%C3%BCney\\_Kore](https://tr.wikipedia.org/wiki/G%C3%BCney_Kore) e.t:11.08.2015

<sup>302</sup> [https://tr.wikipedia.org/wiki/G%C3%BCney\\_Kore](https://tr.wikipedia.org/wiki/G%C3%BCney_Kore) e.t.20.08.2015

<sup>303</sup> Pasifik Ülkeleri Sosyal Yardımlaşma Derneği, <http://www.pasiad.org/ulkeler/ulkeler-1/guney-kore.html>

Grafik 81: Güney Kore Nüfusu (1000 kişi)

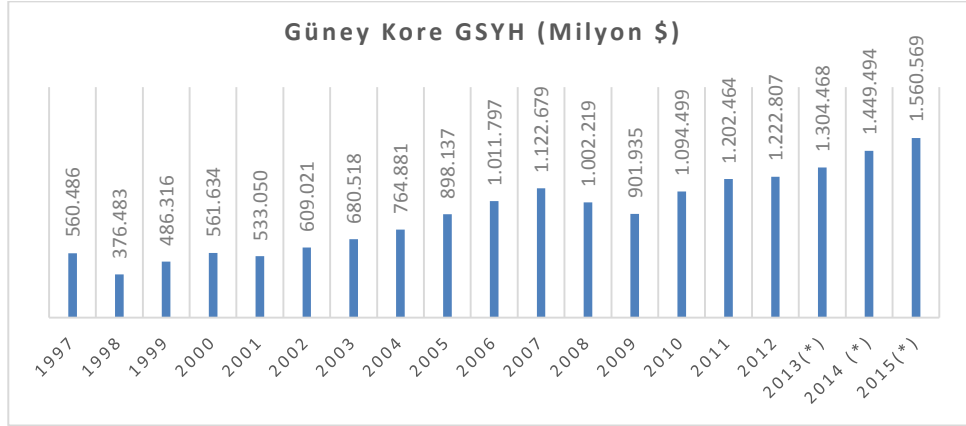


**Kaynak:** OECD

[http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-korea\\_20752288-table-kor](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-korea_20752288-table-kor)  
e.t:07.04.215

1960’larda az gelişmiş bir tarım ülkesi olan Kore, zaman içerisinde ihracat hedefli bir kalkınma stratejisi izlemiş ve böylece kendini modern ve sanayileşmiş ülkeler arasına yükseltmiştir. Ülke ekonomisi uzun yıllar boyunca yıllık ortalama % 8 gibi bir büyüme oranı sergilemiş ve ülke GSYİH’sını 1961’deki 2.1 milyar \$’dan 1996 yılında 520 milyar \$’a çıkarmayı başarmıştır. Yine bu dönemler arasında kişi başı GSYH’de 82 \$’dan 11,380 \$’a yükselmiştir.<sup>304</sup>

Grafik 82: Güney Kore GSYH (milyon \$)



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

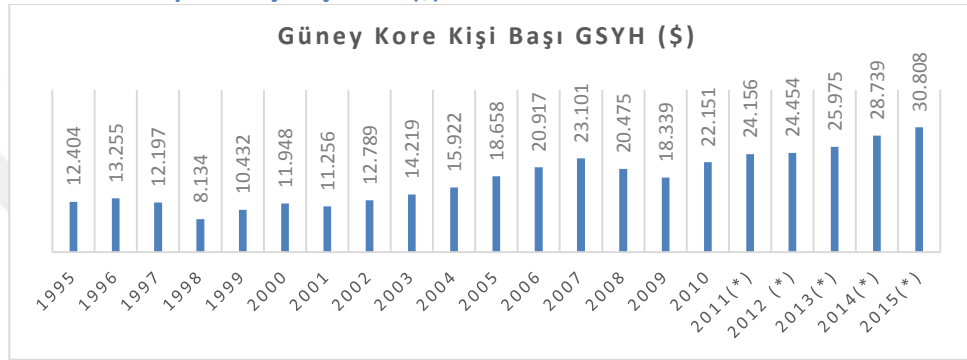
Güney Kore’nin, gerçekleştirdiği kalkınma başarısının altındaki en önemli faktörlerin başında yetişmiş ve eğitilmiş iş gücü gelmektedir. Hem ülke ekonomisinin yerel ve küçük oluşu hem de ülke doğal kaynaklarının azlığına rağmen ülke kalkınma hamlelerini başarıyla gerçekleştirebilmiştir. 1997’de Asya bölgesinde

<sup>304</sup> TSPAKB, "Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", Nisan 2004, s:3

ekonomilerini saran ekonomik krizler G. Kore ekonomisinde de sarsıntılarının yaşanmasına neden olmuştur.<sup>305</sup>

Güney Kore'nin liberalleşme sürecinde 1980-1990 yılları arasındaki gelişmeler önemli yer tutmaktadır. Bu gelişmelerin: "Chaebol" olarak adlandırılan aile holdingleri üzerindeki denetim baskısının kaldırılması, iç finansal piyasalarda serbestleşme yönünde yapılan düzenlemeler büyük rol oynamaktadır.<sup>306</sup>

**Grafik 83: Güney Kore Kişi Başı GSYH (\$)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Ülke 1997 yılında hem Asya bölgesinde farklı ülkelerde ortaya çıkan finansal ve mali krizlerinin etkisi hem de ülkenin kendi ekonomisinde baş gösteren aşırı dış borç ve yerel para biriminin dolar karşısında aşırı değer kaybetmesinin etkisiyle finansal istikrarsızlığa sürüklenmiştir. Bu durum ülkenin finansal krizle yüz yüze gelmesine zemin hazırlayan faktörlerden biridir.<sup>307</sup>

**Tablo 20: G.Kore Finansal Piyasalarının Trendi**

Kore Finansal Piyasalarının Trendi ( Milyar Won,% )				
	1990	2000	2005	2010
<b>Para Piyasaları</b>	44335	138757	201938	259946
<b>Sermaye Piyasaları</b>	130137	641741	1446128	2356213
<b>Finansal Pazarlar</b>	174472	780498	1648066	2616158
<b>Gayri Safi Yurtiçi Hasıla</b>	191383	603236	865241	1172803
<b>Finansal Pazarlar/GSYH</b>	0,91	1,29	1,90	2,23

**Kaynak:** Bank of Korea, <http://www.bok.or.kr/broadcast.action?menuNavild=2369>  
e.t:16.03.2015

<sup>305</sup> TSPAKB, a.g.e. s:3

<sup>306</sup> Seyhun Doğan ve Halil Özekicioğlu, "Güney Kore ve Türkiye'de Uygulanan IMF Politikaları", Cumhuriyet Üniv. İİBF Dergisi Cilt:6 Sayı:1 2005 ss:147-176

<sup>307</sup> Seyhun Doğan ve Halil Özekicioğlu, a.g.e. s:147-176

1960'lara kadar bir ekonomik gelişme modeli olarak gösterilen Güney Kore, 1961'de 1987'ye kadar sürecek bir diktatörlük rejiminin tahakkümü altında kalmış ve ekonomik gelişme ciddi bir güç kaybetmiştir. 1987'den sonra ise sivil seçimlerin yapılması, ekonomik yönetimde etkilerini gösteren liberal politikaların hayata geçmesi sürecini başlatmıştır. 2007 yılında uygulamaya koyulan korumacı ve ihracata yönelik politikalar krizle birlikte güç kaybetmiştir. 2008-2009 krizi Güney Kore'de de etkili olmuş, Güney Asya ülkelerinde dolar bazında ihracat % 25 civarında ve üretim de % 15 ila 30 arasında düşüş göstermiştir.<sup>308</sup>

2011 yılında büyüme oranı % 3,5 olan (Rumbaugh, 2012), 48,9 milyon nüfuslu Güney Kore'nin milli hasılası 2012 yılında % 2 2013'te ise % 2,6 büyümüştür. 2013 yılında dış borcun milli hasılaya oranı % 34'tür.<sup>309</sup>

2012 yılında ülkede yönetimin öngördüğü büyüme oranlarını yakalamamanın önünde ciddi engeller görülmektedir. Ekonomide hane halkı borç oranlarının artışı, gelir eşitsizliği göstergelerinde beklenenin ötesinde farklılaşma gibi yapısal unsurlara bir de petrol fiyatlarının artışının eklenmesi büyümeyi yavaşlatmıştır. Bu çerçevede Güney Kore ekonomisinin ihracat avantajından bahsedilebilir. Özellikle bilgi işlem teknolojileri alanında ihracatın sürekli ve önemli oranda büyümesi (2012'de % 5,1 seviyesinde) güçlü yan olarak görülebilir.<sup>310</sup> Ancak bu büyüme hane halkı borç oranlarında artış, küçük işletmelerin yapısal sorunları gibi sorunları da beraberinde getirmiştir.<sup>311</sup> Ülkedeki demokratik sistemin işleyişi, siyasal sistemin oturmuşluğu ve sosyal entegrasyon ülke ekonomisinin de güçlü yanları olarak görülmektedir. Ülkede % 50'lere varan kadın işgücü oranı gibi belli özellikle ülke İnsan Gelişim indeksinde 15. Sırada gösterilmektedir.<sup>312</sup> Ülkede Ar-Ge'ye yapılan harcamanın OECD ülkeleri

---

<sup>308</sup> Taeho Bark, **The Changing Global and Korean Economies**, (within) Byongwon Bahk ve Gi-Wook Shin (editör), **South Korea and the Global Economy in Transition**, APARC-Shorenstein Asia-Pasific Research Center, 2012 ss: 1-42.

<sup>309</sup> EY, **Rapid-Growth Markets**,2014 <http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/EY-rapid-growth-markets-forecast-february-2014-report-highlights> , Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

<sup>310</sup> Pyo Hak-kil, **The Political Economy Of South Korea Under The New International Order, Korea's Economic Prospects and Challenges**, (within) Troy Stangarone, Korea's Economy 2012, Korea Economic Institute and the Korea Institute for International Economic Policy, Cilt. 28, USA, ss. 7-12

<sup>311</sup> OECD, **OECD Economic Surveys: Korea**, 2014

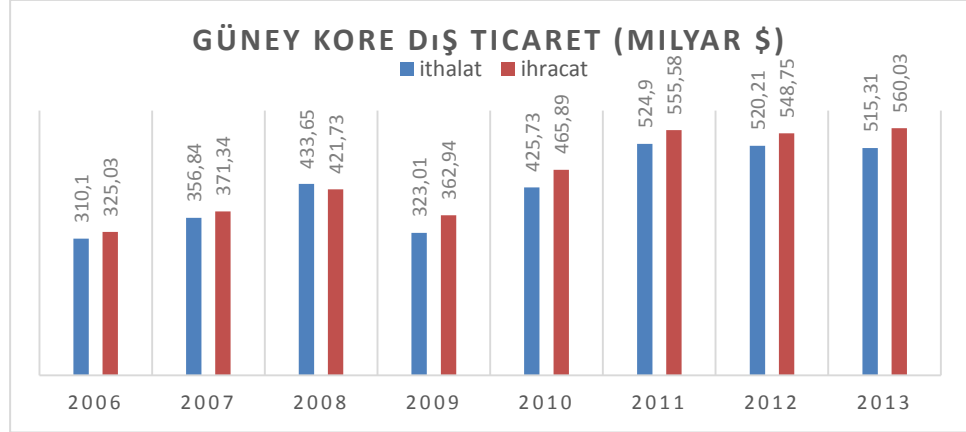
[http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview\\_Korea\\_2014.pdf](http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview_Korea_2014.pdf) , Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

<sup>312</sup> Bertelsmann Stiftung, "**South Korea Country Report**", Gütersloh: Bertelsmann Stiftung,2014

arasında en yüksek oranda olması (milli hasılanın % 4,4'ü), düşük enflasyon gibi olumlu unsurlar yanında küçük işletmelerin fonlanmasındaki sorunlar, üniversitelerin katkısının sınırlılığı gibi sorunlar da belirleyicidir.<sup>313</sup> Buna karşın hükümet politikalarının odaklandığı noktalardan birisi de yaratıcı ekonomi uygulamalarını geliştirmek, dolayısıyla üniversitelerin, toplumun bilimle ilişkilerini geliştiren yapılanmaların kurgulanması, yenilikçiliğin desteklenmesi ve girişimciliğin önünün açılması çalışmalarına yoğunlaşmaktır. Bu kapsamda ABD ve gelişmiş ülkelerle iş ilişkilerinin geliştirilmesi de yenilikçi sektörlerde gelişmeyi kolaylaştırmaktadır.<sup>314</sup>

Güney Kore 2013 yılında 70 milyar dolar dış ticaret fazlası vermiş, bu rakam 2012'de kaydedilen 48,1 milyar doları önemli oranda aşmıştır.<sup>315</sup> 2013 yılında 50 milyon nüfusa ulaşan ülkede kişi başına milli gelir 30.800 dolardır.

Grafik 84: Güney Kore Dış Ticaret (Milyar \$)



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Ülke kriz sonrasında belirsizliğin yüksek olduğu finansal araçlara yönelimi sınırlandırmanın yanında, Kore üreticilerinin ihracatta rekabetçiliği, düşük faiz

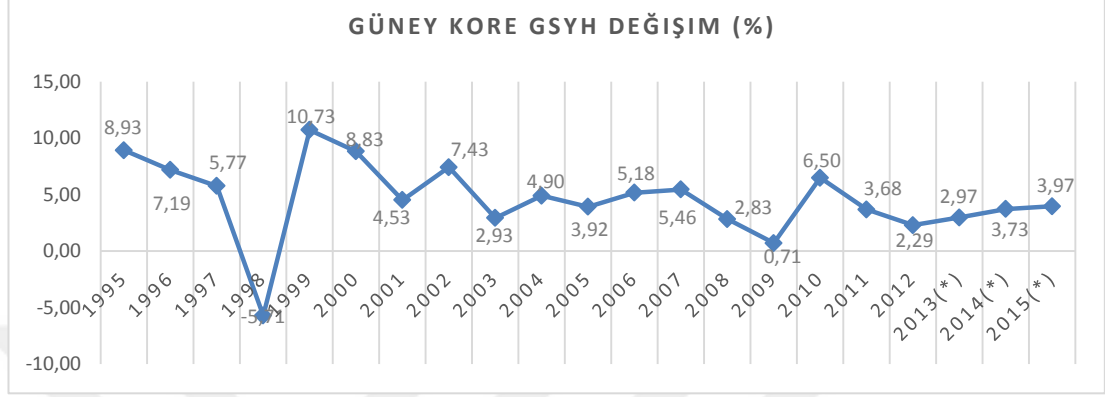
<sup>313</sup> OECD, OECD Economic Surveys: Korea, 2014

<sup>314</sup> Connell, Sean P. , "Creating Korean's Future Economy: Innovation, Growth, and Korea-US Economic Relations", East-West Center, 2014

<sup>315</sup> Euromoney, South Korea: Maintaining Economic Momentum, Shinhan Bank, 2014  
<http://www.euromoney.com/Media/documents/shared/euromoney/guides/Korea-guide-2014.pdf> ,  
Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

oranları ve rekabetçi kur fiyatları belirlenmek suretiyle hızlı bir toparlanma yaşamıştır. Ticari hamlelere önem veren ülke yönetimi de bunda etkili olmuştur.<sup>316</sup>

**Grafik 85: Güney Kore GSYH Değişim (%)**

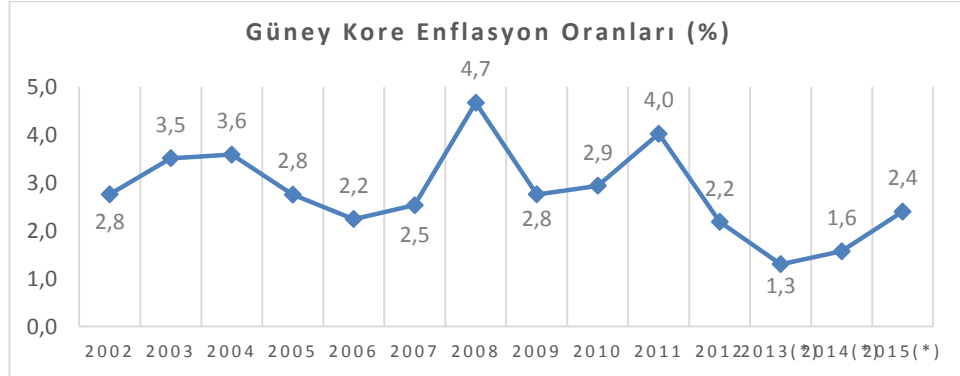


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Ülkedeki enflasyon oranlarının 2002'den sonraki durumuna bakıldığında yüksek bir enflasyon varlığından söz edemeyiz. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde en düşük ve istikrarlı enflasyona sahip ülkelerin başında Güney Kore gelmektedir. Ancak 2008 Krizinde enflasyonda sert bir sıçrama olmuş sonrası süreçte ise enflasyonun toparlanmaya başladığını söyleyebiliriz.

**Grafik 86: Güney Kore Enflasyon Oranları (%)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

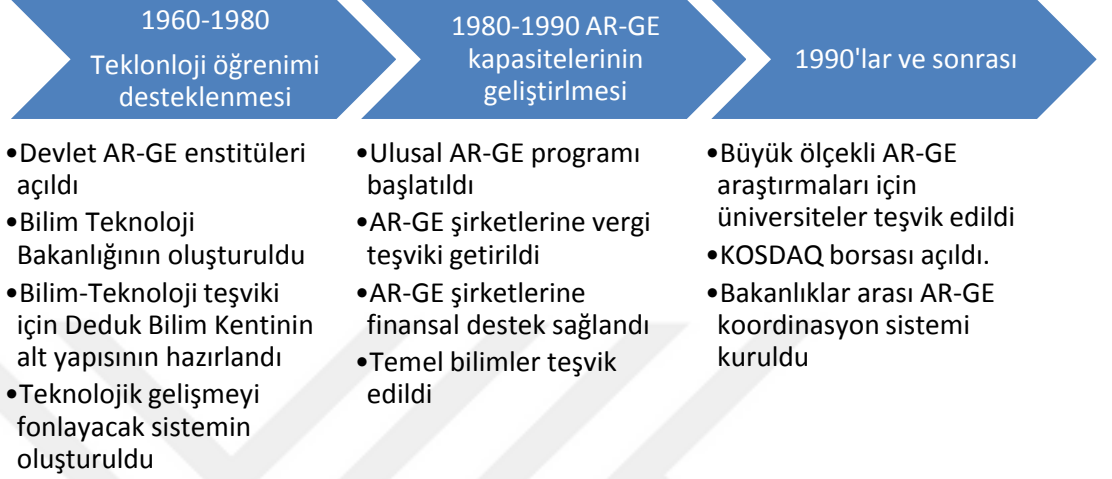
Bilim, yenilik ve teknoloji, Güney Kore ekonomisinin başarısının ardındaki önemli faktörlerden birisidir.<sup>317</sup> Ülkede 1999 yılında, ülkedeki yüksek teknoloji

<sup>316</sup> Bertelsmann Stiftung ,a.g.e.



şirketlerine ve KOBİ'lere finansman desteği sağlayan kurulan KOSDAQ borsası kurulmuştur.<sup>318319</sup>

Şekil 8: Güney Kore Teknolojik Gelişiminin Tarihsel Süreci (1960-1990)



*Kaynak: Sunghchul Chung, "Innovation, Competitives and Growth: Korean Experiences", p:333-357*

1992 yılında yapılan demokratik seçimlerle uzun bir süredir generaller tarafından yönetilen ülke seçilmiş bir hükümetle tanıştı. Kalkınma ağırlıklı uzun süreli ekonomi politikaları sayesinde ekonomik kalkınma hedeflerine büyük ölçüde ulaşmış ve ülkenin demokratikleşmesi sürecinde önemli mesafeler kaydedilmiştir. Ülkede teknolojik inovasyona ağırlık verilmiş, eğitim sistemin yeniden yapılandırılmış, ülkenin alt yapı güçlendirilmesine gayret edilerek ve dünya ile entegrasyona yönelik politikalar ön planda tutulmuştur. Ülke ekonomisine yabancı yatırımcıyı çekebilecek önemli kolaylıklar sağlanmıştır.

<sup>317</sup> Sunghchul Chung, "Innovation, Competitives and Growth: Korean Experiences", ss:333-357, (within) Lesson From East Asia and the Global Financial Crisis (editör) Justin Yifu Lin ve Boris Pleskovic, Annual World Bank Conference on Development Economics Global (61894) 2010 <https://openknowledge.worldbank.org> e.t:12.08.2015

<sup>318</sup> KOSDAQ :1996 yılında kurulmuş olan, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren küçük-orta boyutlu işletmelere ve girişim şirketlerine doğrudan finansman olanağı sağlamak için kurulmuş bir borsadır. (Kaynak: Invest Korea, **Venture Companies in Korea**, s:30 [www.investkorea.org](http://www.investkorea.org) e.t:12.08.2015 )

<sup>319</sup> <https://www.ekodialog.com/Makaleler/kobi-borsalari.html> e.t: 24.05.2016

**Tablo 21: Güney Kore Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)**

	Kuzey Kore	MIST (milyon \$)	MIST DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	809.00	14,498.50	5.58%	241,862.11	0.33%
1995	1,775.80	16,533.09	10.74%	319,889.62	0.56%
1996	2,325.40	18,427.00	12.62%	363,597.44	0.64%
1997	2,844.20	21,156.00	13.44%	461,142.25	0.62%
1998	5,412.30	18,868.26	28.68%	679,469.70	0.80%
1999	9,333.40	22,131.30	42.17%	961,767.75	0.97%
2000	9,283.40	23,825.05	38.96%	1,319,210.53	0.70%
2001	3,527.70	33,763.08	10.45%	726,335.50	0.49%
2002	2,392.30	27,551.69	8.68%	632,024.77	0.38%
2003	3,525.50	23,184.68	15.21%	568,563.99	0.62%
2004	9,246.20	38,747.82	23.86%	716,659.69	1.29%
2005	13,643.20	56,751.15	24.04%	1,358,708.16	1.00%
2006	9,161.90	55,161.67	16.61%	2,105,579.20	0.44%
2007	8,826.90	70,015.53	12.61%	3,017,718.60	0.29%
2008	11,187.50	68,930.84	16.23%	2,392,629.95	0.47%
2009	9,021.90	40,127.97	22.48%	1,330,304.35	0.68%
2010	9,497.40	59,971.39	15.84%	1,921,545.21	0.49%
2011	9,773.00	69,889.87	13.98%	2,214,546.24	0.44%
2012	9,495.90	62,929.44	15.09%	1,836,747.93	0.52%
2013	12,766.60	93,194.61	13.70%	2,207,354.65	0.58%

**Kaynak:** Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)

Ülkede yönetime gelen farklı hükümetlerin uyguladığı kalkınma politikalarının ülke ekonomisinde nasıl bir değişim sağladığını daha net bir şekilde görebilmek için, ülkenin ihracat listesindeki ilk 10 ürünün zamana göre nasıl farklılaştığına bakabiliriz. **Tablo 21'** de listelendiği şekliyle 1980'lerde ihracat edilen ürünlerin başında konfeksiyon ürünleri gelirken, 2007 yılında ilk sırada otomotiv sektörü gelmektedir. 1980'lerdeki ilk 10 ihraç ürünü ile 2007'deki ilk 10 ihraç ürünü arasında mukayese yaptığımızda ekonomideki değişimin ne denli büyük olduğu anlaşılabilir. 1980 dönemi ihraç ürünleri daha çok üretim ve emek gücüne dayalı iken, 2000'li yıllardaki üretimin teknoloji ağırlıklı olduğu anlaşılabilir.<sup>320</sup>

<sup>320</sup> Erhan Atay, "Krizden İnnovasyona: Güney Kore Örneği", DPUJSS Sayı:32, Cilt. II, April 2012 ss:239-254 [http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG\\_/32/2.cilt/239-254.pdf](http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/32/2.cilt/239-254.pdf) e.t:11.08.2015

**Tablo 22: Güney Kore'nin İhracat Ürünlerindeki Değişim Tablosu (1980-1990-2000-2007)**

	1980	1990	2000	2007
1	Konfeksiyon	Konfeksiyon	Yarı İletkenler	Otomotiv
2	Demir-Çelik	Yarı İletkenler	Otomotiv	Yarı İletkenler
3	Gemi Sanayi	Ayakkabı	Gemi Sanayi	Telekomünikasyon Ekipmanları
4	Yapay Elyaf	Gemi Sanayi	Cep Telefonları	Gemi Sanayi
5	Ses cihazları	Video Ekipmanları	Yapay Elyaf	Petrol Ürünleri
6	Lastik Tekerlek	Demir-Çelik	Otomotiv Yedek Parçaları	Ekran-Görüntü Cihazları
7	Ahşap Ürünler	Yapay Elyaf	Ekran-Görüntü Cihazları	Otomotiv Parçaları
8	Çeşitli Eşyalar	Bilgisayar	Telekomünikasyon Ekipmanları	Bilgisayar
9	Yarı İletkenler	Ses Ekipmanları	Bilgisayar	Görsel Donanım Cihazları
10	Video Cihazları	Otomotiv	Renkli Televizyon	Elektronik Parçalar

*Kaynak: Kore Uluslararası Ticaret Kuruluşu (Aktaran) Sunghchul Chung, "Innovation, Competitives and Growth: Korean Experiences", ss:333-357*

### 2.2.3.1. Güney Kore Sermaye Piyasaları

Ülkede ilk menkul kıymet arzı 19. Yüzyılda arz edilen kamu pay senetleri olmuştur ve yine bu dönemde finansman bonusu ihraç edilmiştir. Ardından 1905'te de ilk kamu tahvilleri ihraç olunmuştur.<sup>321</sup>

Ülkedeki ilke organize sermaye piyasası ise Japon aracı kuruluşlarının kurduğu Spot Piyasa Aracı Kurumlar Birliği'dir. Ülke, Japon yönetiminin altındayken Japonlar tarafından düzenlemeye tabi tutulan Chosun Menkul Kıymetler borsası, ülkenin Amerika gücü altına girdiği dönemde kapatılmıştır.<sup>322</sup>

1956 senesinde kurulan Deahen borsasında, kote olan şirketler ve devlet tahvilleri işlem görmüştür. Bu borsa 1962 senesinde çıkarılan kanunla anonim şirket hüviyetini almıştır. Zaman içerisinde sermaye piyasasında ortaya çıkan sorunları çözmek amacıyla yapılan yeni düzenlemeler sonucunda Deahen borsası, 1963 de Kore borsası (Korean Stock Exchange - KSE) adını almıştır.<sup>323</sup>

1981 de uluslararası bir adım atarak ülke borsası ABD Newyork Borsasına kote olmuştur. Bu sayede ülkedeki büyük şirketlerin kağıtları yabancı yatırımcıya arz edilmiştir. Zaman içerisinde ülkede kurulan fonlarında yurt dışında yatırım

<sup>321</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", a.g.e., s:7

<sup>322</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", a.g.e, s:8

<sup>323</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", a.g.e, s:9

yapmasının yolu açılmıştır. 1992 de kısıtlı da olsa yabancı yatırımcıya açılan borsa 1998 de yabancı yatırımcılara tamamen açılmıştır.<sup>324</sup>

Ülkenin sermaye piyasalarının yönetimde iki grup yer alır bunlardan birisi; devlete ait kurumlar olan Maliye ve Ekonomi Bakanlığı (piyasanın yönetim ve kontrolünü yapar ve yeni politikalar üretir) ve Finansla Denetleme Komisyonu'dur (piyasanın denetim ve gözetimini yapar). Diğer grup ise, öz düzenleyici kuruluşlar olan Kore Aracı kuruluşlar Birliği ve Kore Borsasıdır.<sup>325</sup>

Ülkenin sermaye piyasasında yer alan diğer önemli piyasalar, teknolojik yatırımların ağırlıklı olduğu şirketlerin ve KOBİ niteliğindeki işletmelerin yer aldığı KOSDAQ borsası, ülkedeki tek türev piyasa olan Kore Vadeli İşlemeler borsası (KOFEX), menkul kıymet finansman imkanı sağlayan Kore Menkul Kıymetler Finansman Şirketi (KSFC), Kore Takas ve Saklama Merkezi dir.<sup>326</sup>

Güney Kore borsasının kapitalizasyon miktarına baktığımızda, **Grafik 87**'de görüldüğü gibi 2000'lerin başından 2007 yılına kadar çok büyük bir artış oranı görülmektedir. 2008 Kriziyle düşüş yaşanmıştır ancak 2008'den sonra tekrar hızlı bir artış yaşanmıştır. Güney Kore Borsasının yüz milyon \$'lardan trilyon \$ seviyesine gelmesi büyük bir artış olmakla beraber güney Kore'nin yaşadığı ekonomik gelişmenin de bir kanıtı olduğunu söyleyebiliriz.

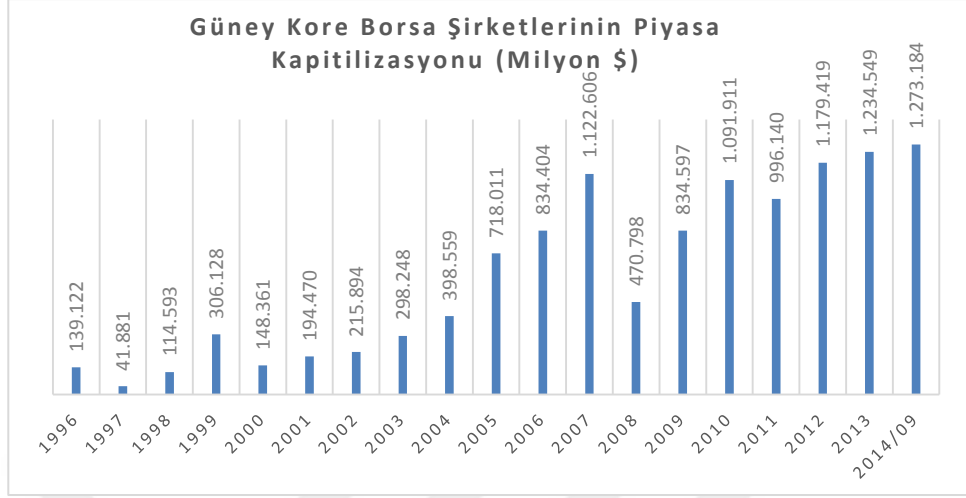
---

<sup>324</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", a.g.e, s:13

<sup>325</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", Nisan 2004, s:20

<sup>326</sup> TSPAKB, " Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları", Nisan 2004, s:24

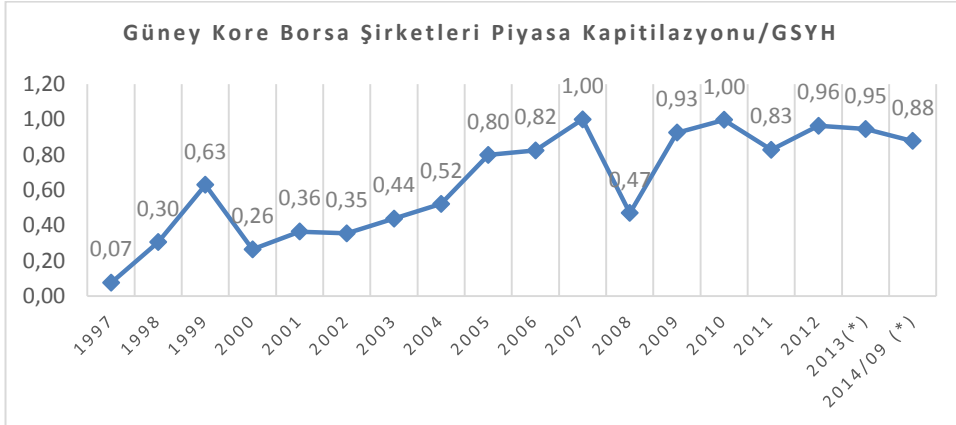
**Grafik 87: Güney Kore Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Bir önceki grafikte Güney Kore'nin borsa kapitalizasyonundaki muazzam artıştan bahsetmiştik ve bunun da ülke ekonomisinin yakaladığı büyük gelişim süreciyle ilintili olduğunu belirtmiştik. **Grafik 88'**e baktığımızda ülke borsasının ülke ekonomisi içerisindeki öneminin ne denli yüksek olduğunu görebilmekteyiz. 2000'lerden 2014'e kadar ki süreçte % 26'dan % 100'lere yaklaşan oranları görebiliyoruz. Daha önceden diğer ülke borsalarının incelerken belirttiğimiz gibi ele aldığımız oranlar borsaların ekonomileri içerisindeki önemlerinin de bir göstergesi olmaktadır.

**Grafik 88: Güney Kore Borsa Şirketleri Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH**

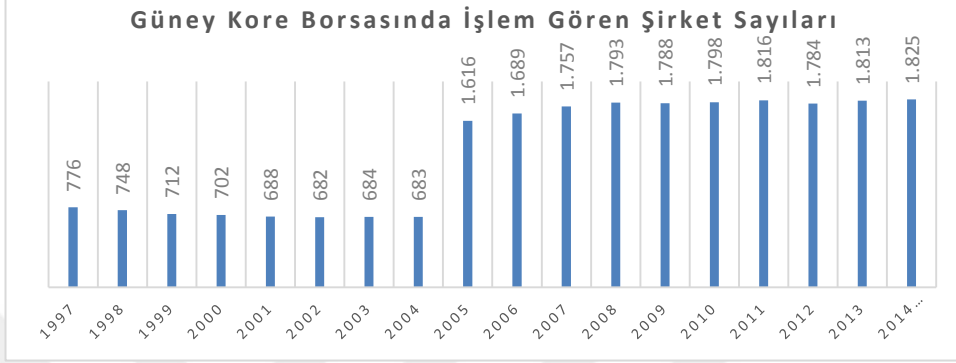


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Ülke borsasında işlem gören şirket sayılarına baktığımızda 2005 yılının çok önemli bir dönem olduğunu ve bu yılda şirket sayısında önceki yıllara göre büyük bir artış olduğu görülmektedir.

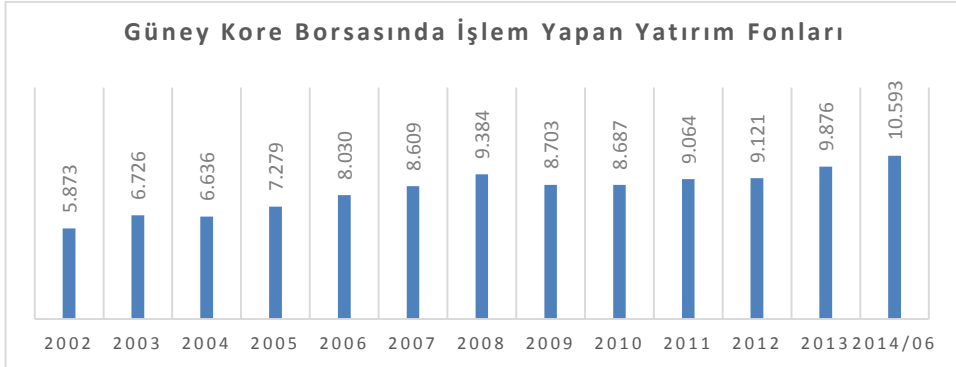
**Grafik 89: Güney Kore Borsasında İşlem Gören Şirket Sayıları**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

**Grafik 90'**de Güney Kore borsasında işlem yapan fonların sayısı verilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde en yüksek borsa fonu sayısına sahip ülkelerden birisi de Güney Kore'dir. 2002 yılından 2014 yılına kadar iki katı artış gösteren fon sayısının Güney Kore sermaye piyasasının derinliğinin de büyük bir gelişim potansiyeline sahip olduğunu göstermektedir.

**Grafik 90: Güney Kore Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonları**

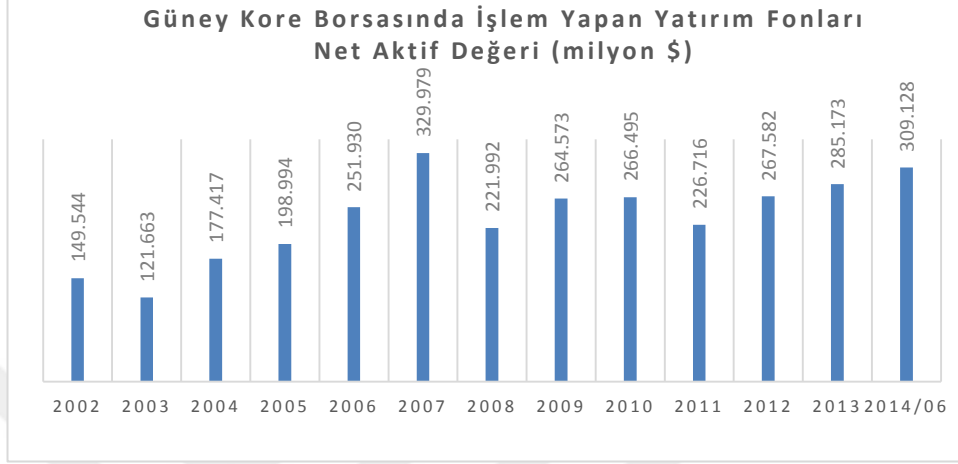


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Bir öndeki grafikte ülke borsasında işlem yapan fon miktarındaki artışın büyüklüğüne değinmiştik. Yine **Grafik 91'**de de ülke borsasında işlem yapan fonların net aktif değerinin 2000 yılında 2007 yılına değin büyük bir artış gösterdiğini söyleyebiliriz. Ancak 2008 Krizinin fon aktiflerinde yaşatmış olduğu olumsuz etki uzun bir süredir devam etmektedir. Grafikte görüldüğü gibi 2007 den

sonraki düşüştten sonra net aktiflerdeki erime büyük bir değer kaybına neden olmuştur.

**Grafik 91: Güney Kore Borsasında İşlem Yapan Yatırım Fonları Net Aktif Değeri (Milyon \$)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

#### 2.2.4. Türkiye (Turkey)

Resmi adıyla Türkiye Cumhuriyetidir. Coğrafi olarak Asya ve Avrupa kıtalarında toprağı bulunan bir yarımadadır. Bulunduğı coğrafi konum nedeniyle de jeopolitik önemi çok büyük bir ülkedir. Sadece iki kıtayı birleştiren bir toprak parçası değil aynı zamanda birçok medeniyetin doğup büyüdüğü bir kültür noktasıdır. Türkiye, Avrupa ve Asya kıtaları arasında adeta bir köprü konumunda olması nedeniyle jeopolitik bir konuma ve önemli bir jeostratejik güce sahiptir.

Ülke, Cumhuriyet rejimiyle yönetilir. Ülkede seçimler 4 yılda bir yapılır. Ülkeyi temsil makamı cumhurbaşkanlığıdır. Türkiye Büyük Millet Meclisi ise yürütme ve yasama erklerinin gerçekleştiğı yerdir. Yasama erki meclisin bütünüyle kullandığı bir yetkidir. Yürütme ise meclis içerisinde yer alan bir veya birden fazla siyasi partinin kurdukları bakanlar kurulunun, meclis tarafından güven oyu alınarak kullandığı bir erktir. Yargı erki ise bağımsız mahkemeler tarafından kullanılmaktadır. Ülkede son yargı mercii olarak Anayasa Mahkemesi, anayasada yer alan hak ve hürriyetler başta olmak üzere anayasal teamüllerden kaynaklanan bireysel ve kamu davalarında vuku bulan bazı davalara bakmaktadır.

Türkiye toprakları üzerinde Aiol, İyonya, Traklar, Persler gibi eski Anadolu medeniyetleri yaşamıştır. Sonrasında Helenistik dönemde ünlü komutan İskender'den sonraki tarihsel süreçte de sırasıyla Roma imparatorluğu ve Bizans imparatorluğu dönemleri yaşanmıştır. 11. asırda Selçuklu Türklerinin Anadolu topraklarına göçleriyle birlikte Anadolu'da Türkleşme süreci başlamış ve 1071 Malazgirt Muharebesi ile zafer kazanan Selçuklular Anadolu'daki üstünlüğü sağlamıştır. 1243'teki Moğol istilasına kadar Anadolu Selçuklularının yönetiminde olan bu coğrafyada, Moğol istilası sonrasında çok sayıda küçük Türk beylikleri ortaya çıkmıştır. 13. asırdan itibaren ise Anadolu'nun tarih sahnesinde Osmanlı İmparatorluğu büyük rol oynamıştır. Osmanlı imparatorluğu, Güneydoğu Avrupa, Batı Asya ve Kuzey Afrika topraklarının bir kısmı üzerinde hakimiyet kurarak büyük bir güce sahip olmuştur. Asırlarca üç kıtada büyük bir güce sahip olan Osmanlı imparatorluğu, coğrafi keşifler, milliyetçilik akımları, ticari ve sınai şartlardaki değişimler, modern orduların hızlı yükselişi karşısında yeterli önlemlerin



alınmaması ve ıslahatların zamanında yapılamaması gibi birçok nedenden dolayı giderek gücünü yitirmiştir. 20. yy başında iyice yıpranmış bir durumda olan imparatorluğu ayakta tutmak adına en uygun diplomatik strateji olarak “denge siyasetin” izlenmeye çalışılmıştır. Osmanlı İmparatorluğu, I. Dünya Savaşı'na (1914-18) İttifak Devletleri bloğunda yer almış ve İttifak devletlerinin yenilmesiyle Osmanlı da yenik sayılmış ve imparatorluğun yıkılma süreci hızlanmıştır. Anadolu'nun bazı İtilaf devletlerince işgal edilmesine karşında Türk halkının büyük fedakarlık ve cesaretle yaptığı kurtuluş mücadelesi (1919-1922) başarıya ulaşmış ve bu mücadeleye liderlik eden Mustafa Kemal Atatürk tarafından 1923'te Türkiye Cumhuriyeti kurulmuştur.<sup>327</sup>

Türkiye uluslararası alanda işbirliği sağlamaya gayret etmiş ve ülke Avrupa Konseyi, NATO, OECD, AGİT ve G-20 gibi topluluklarına üye olmuş, 1963'te Avrupa Ekonomik Topluluğuna ve 1995'te AB Gümrük Birliği'ne katılmıştır. Ülke halen Avrupa Birliği'ne katılmak için çeşitli AB ile çeşitli müzakereler yapmaktadır. Ülke ayrıca Türk Konseyi, Uluslararası Türk Kültürü Teşkilatı, İslam İşbirliği Teşkilatı ve Ekonomik İşbirliği Teşkilatı üyesidir.<sup>328</sup>

Türkiye, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2014 yılında 77,6 milyonluk nüfusuyla<sup>329</sup> dünyada nüfus büyüklüğü sıralamasında 18. sırada yer almaktadır.<sup>330</sup>Yıllar itibariyle ülke nüfusu artmaktadır (bkz. **Grafik 92**). Bu durum ülkenin işgücü piyasasındaki işgücü arzının yıllar itibariyle artmasında etkindir. Ancak ülke ekonomisindeki işgücü talebinin artış oranı ile işgücü arz artış oranı arasındaki dengesizlikler, buna ek olarak ekonomideki diğer faktörler nedeniyle Türkiye'de istihdam piyasasında sorunlar yaşanmaktadır. Bir taraftan yüksek oranlı işsizlik diğer taraftan kalifiye eleman açığı git gide yapısal bir sorun haline gelmiştir.

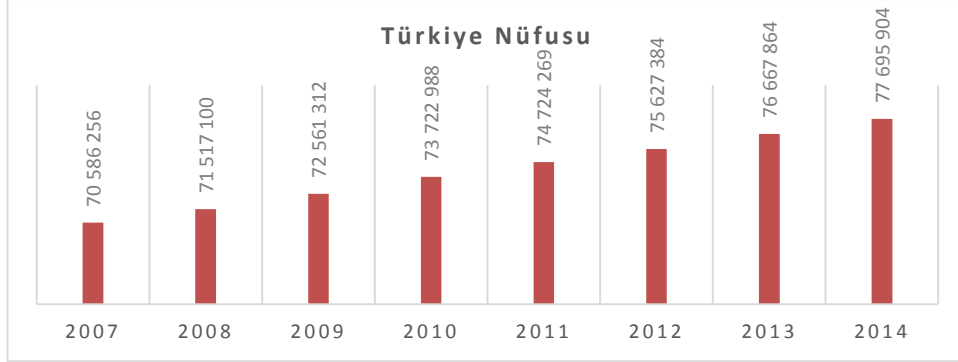
<sup>327</sup> <https://tr.wikipedia.org/wiki/T%C3%BCrkiye> (e.t:11.07.2015)

<sup>328</sup> <https://tr.wikipedia.org/wiki/T%C3%BCrkiye> (e.t:11.07.2015)

<sup>329</sup> <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> (e.t: 11.07.2015)

<sup>330</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_and\\_dependencies\\_by\\_population](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_and_dependencies_by_population) (e.t:11.07.2015)

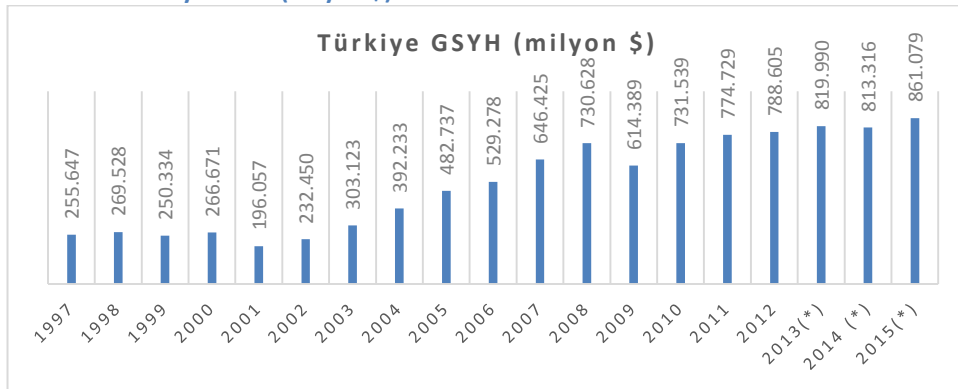
**Grafik 92: Türkiye Nüfusu**



**Kaynak:** Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)  
<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> e.t:07.04.2015

Türkiye'nin sahip olduğu zengin doğal kaynaklar ve aktif bir nüfus potansiyeli dikkate alındığında ülkenin ekonominin gelişimini sağlayacak çeşitli imkanlara sahiptir. Ancak ülke ekonomisinin en büyük sorunlarından birisi enerjide dışa bağımlılıktır. Bu durum enerji ithal eden ülkenin, hem ödemeler dengesini hem de ekonominin sanayi performansını enerji piyasalarındaki hareketlere karşı aşırı duyarlı bir hale getirmektedir. Bir diğer sorun ise ülke ekonomisinin katma değeri yüksek ürünler üretememesidir. Son yıllarda artan AR-GE yatırımları ve girişimciliği teşvik uygulamaları ülke ekonomisinde katma değeri yüksek ürünler üretilmesini sağlamaya çalışmaktadır. Türkiye ekonomisi gelişmekte olan ülkeler sınıfında yer almaktadır. **Grafik 93**'de ülke GSYH'nın yıllar itibariyle gösterdiği artışlar görülmektedir. Ülke 2001 krizinde daralmış ardından 2008 Küresel Krize kadarki konjonktürde güçlü bir artış göstermiştir. 2008 den sonra daralan ekonomi 2010 da tekrar büyümüş ve o tarihten sonra düşük oranlı da olsa büyümeye devam etmiştir.

**Grafik 93: Türkiye GSYH (milyon \$)**

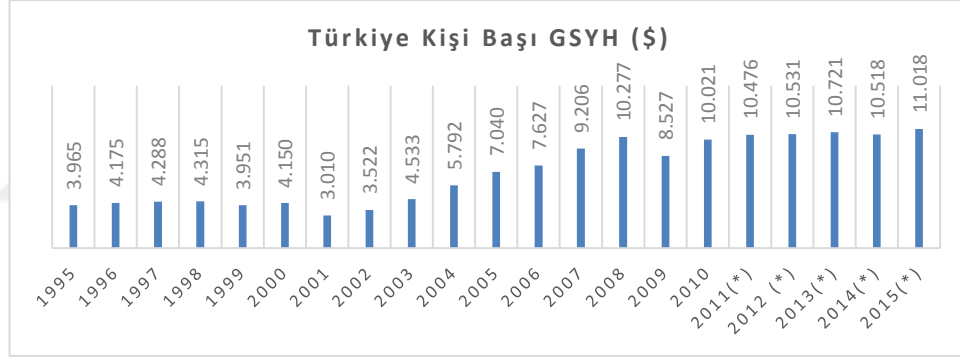


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Kişi başı GSYH rakamı özellikle ekonomi yönetimleri ve yazını tarafından çokça kullanılan bir göstergedir. Ancak bu rakam, ekonomideki kişi başı düşen pay miktarını gerçek anlamda göstermemektedir. Gelir rakamları tek başlarına ekonomideki refahın veya kalkınmanın göstergesi olarak değerlendirilmesi güç verilerdir.<sup>331</sup> Ancak bu çalışmada, ülke ekonomisi hakkında temel bir manzara çizilmeye çalışıldığı için **Grafik 94**'de Türkiye'nin kişi başı GSYH'sı (dolar cinsinden) gösterilmiştir.<sup>332</sup> Grafikten görüldüğü üzere 2001 krizinden sonra ülke kişi başı GSYM miktarı 2009 yılına kadar artmıştır. Küresel finans krizinden sonraki süreçte ise düşük oranlı da olsa yine artış görülmektedir. Ekonomi için önemli olan noktalardan birisi bu gösterge oranının nüfus artış hızından daha yüksek bir orana ulaşmış olmasıdır.<sup>333</sup>

**Grafik 94: Türkiye Kişi Başı GSYH (\$)**



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Ülkenin GSYH değişim oranlarını gösteren **Grafik 95**'e göre ülkenin 2001 yılında yaşadığı ekonomik krizdeki % 5.72lik daralmadan sonra 2008 Küresel Finans Krizine kadar GSYH'sı ortalama % 6.7 gibi bir oranda büyümüştür (2002-2007). Bu dönem aynı zamanda küresel likiditenin bol olduğu ve özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yoğun olduğu bir dönemdir. Türkiye de bu dönemin likidite fırsatlarından istifade etmiştir. Ancak 2008 yılından sonra, grafikte görüldüğü gibi 2009 döneminde GSYH'da sert bir düşüş yaşanmış ve ekonomi daralmıştır.

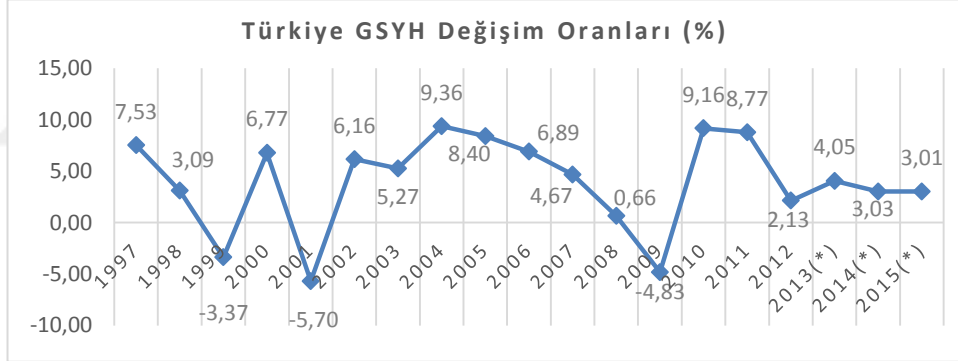
<sup>331</sup> Özgür Tonus, "Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi", İkinci Baskı: Ekin Yayınevi, Bursa 2015 s.19

<sup>332</sup> GSYH ve kişi başı GSYH (GSMH ve kişi başı GSMH) gibi rakamlar ülkeler arası mukayeselerde kullanılırken bu rakamlar genellikle dolar cinsinden ifade edilir. Yerel para biriminden verilen rakamları dolar cinsinden ifade edebilmek için, bu göstergelerin cari fiyatları (nominal), ortalama dolar kuruna bölünerek mukayeseye uygun hale getirilir (Özgür Tonus, a.g.e. s.19).

<sup>333</sup> Özgür Tonus, a.g.e. s.19

Ertesi dönemde ise % 9.1'lik yüksek bir büyüme rakamına ulaşılmış ve 2011'de ise % 8.7'lik başarılı bir büyüme gerçekleşmiştir. Ancak 2008 Krizinden sonra dünya ekonomilerinde istenilen toparlanma sağlanamamıştır. Dünya ticaretinde ortaya çıkan ticaret daralmaları, ülke ekonomilerinin geçmiş dönemlere göre daha düşük oranlı büyümelere takılmasına neden olmuştur. Türkiye'nin 2012'den sonraki % 2 veya % 3'ler seviyesindeki büyüme oranları içinde bulunulan küresel ekonomik ortam göz önüne alındığında çok da kötümser bir tablo oluşturmamakta ve ülkenin hala büyük bir gelişme potansiyeli olduğunu göstermektedir. Ancak belirtmek gerekir ki bir ülke ekonomisinin gelişmesi sadece ticaret ağının mevcut durumuna değil aynı zamanda ülke ekonomisini yönlendiren para ve maliye yönetimlerinin de etkili müdahale, şeffaf bir politika ve belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde stratejik kararlar alabilme gibi yönetsel kabiliyetlerine de bağlıdır.

**Grafik 95: Türkiye GSYH Değişim Oranları**



\*Tahmini rakamlar

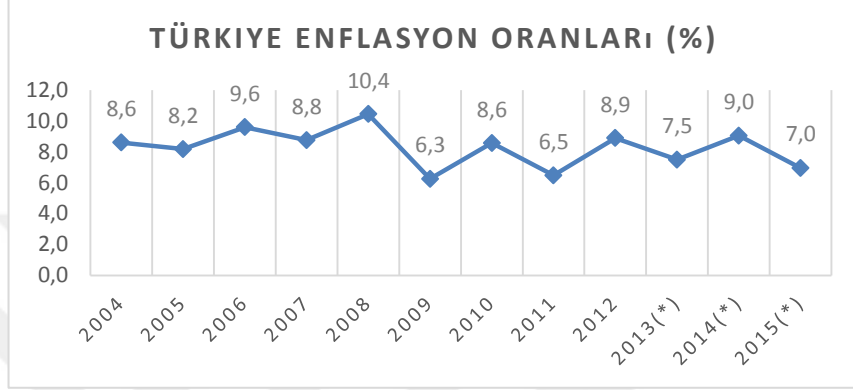
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

Enflasyon Türkiye ekonomisinin en büyük yapısal bir sorunlarından birisidir. Ülke ekonomisi 2002 de % 45.1'lerde olan enflasyon 2003 de % 25.3 'e düşmüş sonrasında ise hızlı düşüşünü sürdürerek tek haneli rakamlara ulaşmıştır (bkz. **Grafik 96**).Ülkede enflasyonla mücadelenin en büyük aktörü Merkez Bankasıdır. Bankanın temel amacı ülke ekonomisinde “fiyat istikrarını sağlamaktır”<sup>334</sup>. Banka, uyguladığı para politikalarıyla ekonominin sağlık bir biçimde ilerlemesine yardımcı olur. Para politikası doğrultusunda kullanılan,

<sup>334</sup> Fiyat İstikrarı (genel bir tanım olarak), “...bir ekonomide insanların yatırım, tasarruf ve tüketim kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir...” (**Kaynak:** Hafize Akbaş, “**Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği**”, (yayımlanmamış YL Tezi), Gazi Ü. SBE Ankara 2007, s.8).

doğrudan araçlar ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirlenir veya sınırlandırılırken diğer taraftan uygulanan dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz - talep koşulları etkileyerek istenilen politika amacına ulaşılmaya çalışılır.<sup>335</sup>

Grafik 96: Türkiye Enflasyon Oranları (%)



\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

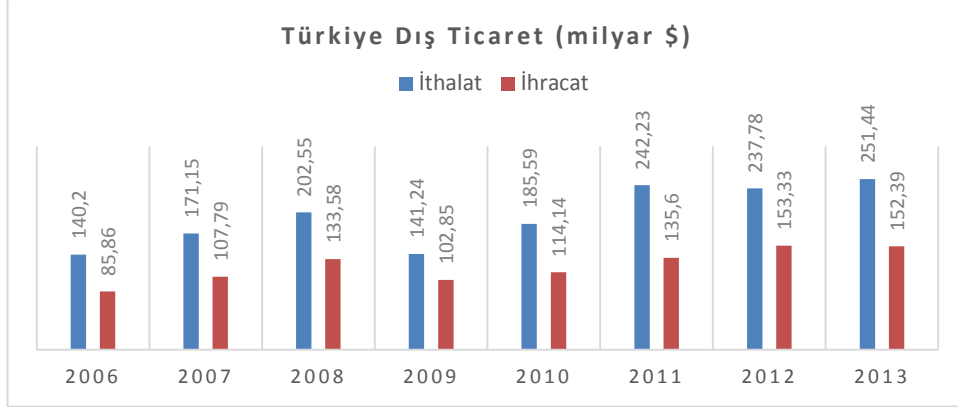
Türkiye ekonomisinin dış ticaret karnesine baktığımızda, ülke dış ticaret açığı veren bir pozisyondadır. Ancak dış ticaret hacminde yıllar itibariyle gelişme göstermektedir. Ülkenin dış ticaretine ilişkin en büyük sorunlarından birisi ülke ekonomisinin katma değeri yüksek ürünler üretmede sıkıntılar yaşamasıdır. Ülke ihracatı ise ithalata bağımlıdır. 2014 yılında ülke ihracatının ithalatı karşılama oranı ortalama olarak % 65 civarındadır.<sup>336</sup> Ülkenin bulunduğu coğrafi bölgedeki jeopolitik risklerdeki artış ve en büyük ticaret ağını teşkil eden AB ekonomilerindeki sorunlar ülke ekonomisini son yıllarda dış talep daralması yaşamasına neden olmakta bu durum da ihracat rakamlarına olumsuz yansımaktadır.<sup>337</sup>

<sup>335</sup> Hafize Akbaş, "Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği", (yayımlanmamış YL Tezi), Gazi Ü. SBE Ankara 2007, s.20

<sup>336</sup> TÜSİAD, "2015 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi", Yayın No: TÜSİAD/T 2014-12/566 Aralık 2014, s.23

<sup>337</sup> TÜSİAD, "2015 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi", s.23

Grafik 97: Türkiye Dış Ticaret (milyar \$)



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Ülkenin dış ticaret karnesine daha dikkatli baktığımızda, 2010-2014 dönemine ilişkin 5 yıllık süreçte ithalat yapılan ilk on ülke **Tablo 22**'de görülmektedir. **Tablo 22**'daki sıralama 2014 senesindeki ithalat verilerine göre yapılmıştır. Tabloda BRICS ülkelerinden Rusya, Çin Hindistan'ın ve MIST ülkelerinden G.Kore'nin de olması Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler grubunda bulunan diğer ülkelerle yakın ticaret ilişkileri kurmuş olduğunu göstermektedir. En büyük ithalat hacmi Rusya ile gerçekleşmekte olup son beş yıldır ilk sırayı Rusya almaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre ilk üç ülkenin 2014 yılı toplam ithalatındaki payları Rusya % 10,4, Çin % 10,3 ve Almanya % 9,2 'dir.<sup>338</sup>

**Tablo 23: Türkiye'nin En Çok İthalat Yaptığı 10 Ülke (2014-2010)**

Ülkelere göre yıllık ithalat (en çok ithalat yapılan 10 ülke)						
Imports by country and year (top 10 country in imports)						
(Değer: Bin \$ / Value: Thousand \$)						
Sıra	Ülke	2014	2013	2012	2011	2010
	<b>Toplam</b>	<b>242 177 117</b>	<b>251 661 250</b>	<b>236 545 141</b>	<b>240 841 676</b>	<b>185 544 332</b>
1	Rusya Federasyonu	25 288 597	25 064 214	26 625 286	23 952 914	21 600 641
2	Çin	24 918 224	24 685 885	21 295 242	21 693 336	17 180 806
3	Almanya	22 369 476	24 182 422	21 400 614	22 985 567	17 549 112
4	ABD	12 727 562	12 596 170	14 130 546	16 034 121	12 318 745
5	İtalya	12 055 972	12 884 864	13 344 468	13 449 861	10 139 888
6	İran	9 833 290	10 383 217	11 964 779	12 461 532	7 645 008
7	Fransa	8 122 571	8 079 840	8 589 896	9 229 558	8 176 600
8	Güney Kore	7 548 319	6 088 318	5 660 093	6 298 483	4 764 057
9	Hindistan	6 898 577	6 367 791	5 843 638	6 498 651	3 409 938
10	İspanya	6 075 843	6 417 719	6 023 625	6 196 452	4 840 062
	Diğerleri*	106 338 686	114 910 811	101 666 955	102 041 202	77 919 475
<b>Ülke sıralaması; 2014 yılına göre yapılmıştır.</b>						
Countries are ranked by 2014 figures.						
Kaynak:TÜİK , <a href="http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046">http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046</a> e.t: 13.07.2015						
<b>Kaynak:</b> TÜİK , <a href="http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046">http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046</a> e.t: 13.07.2015						

<sup>338</sup> TÜİK , [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1046](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046) e.t: 13.07.2015

Türkiye'nin ihracat rakamlarına baktığımızda ilk on ülke **Tablo 23**'de listelenmiştir. İhracatta ilk sırayı AB ülkelerinden Almanya almaktadır. Listenin başında yer alan ilk üç ülkenin 2014 yılı toplam ihracatındaki payları; Almanya % 9.6, Irak % 6.9 ve İngiltere % 6.3 'dür.<sup>339</sup>

**Tablo 24: Türkiye'nin En Çok İhracat Yaptığı 10 Ülke (2014-2010)**

<b>Ülkelere göre yıllık ihracat (en çok ihracat yapılan 10 ülke)</b>						
Exports by country and year (top 10 country in exports)						
(Değer: Bin \$ / Value: Thousand \$)						
Sıra	Ülke	2014	2013	2012	2011	2010
Rank	Country	2014	2013	2012	2011	2010
	<b>Toplam</b>	<b>157 614 412</b>	<b>151 802 637</b>	<b>152 461 737</b>	<b>134 906 868</b>	<b>113 883 219</b>
1	Almanya	15 147 995	13 702 577	13 124 375	13 950 825	11 479 066
2	Irak	10 887 848	11 948 905	10 822 144	8 310 130	6 036 362
3	İngiltere	9 903 435	8 785 124	8 693 599	8 151 430	7 235 861
4	İtalya	7 141 223	6 718 355	6 373 080	7 851 480	6 505 277
5	Fransa	6 464 460	6 376 704	6 198 536	6 805 821	6 054 499
6	ABD	6 341 841	5 640 247	5 604 230	4 584 029	3 762 919
7	Rusya Federasyonu	5 943 045	6 964 209	6 680 777	5 992 633	4 628 153
8	İspanya	4 749 947	4 334 196	3 717 345	3 917 559	3 536 205
9	BAE	4 655 710	4 965 630	8 174 607	3 706 654	3 332 885
10	İran	3 886 190	4 192 511	9 921 602	3 589 635	3 044 177
	Diğerleri	82 492 719	78 174 179	73 151 442	68 046 672	58 267 814
<b>Ülke sıralaması; 2014 yılına göre yapılmıştır.</b>						
Countries are ranked by 2014 figures.						
Kaynak: TÜİK , <a href="http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046">http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046</a> e.t: 13.07.2015						

Türkiye'nin 1994-2013 dönemleri arasında aldığı DYY tutarlarına baktığımızda ülke zaman içerisinde DYY payını artırmıştır (bknz. **Tablo 24**). Özellikle MIST bloku içerisindeki payının 2005 yılında büyük bir artış göstermiş olduğu görülmektedir. Ülkenin gelişen dinamik bir ekonomiye sahip olması yabancı yatırımların ilgisini çekebilmesinde önemli bir etkidir.

<sup>339</sup> TÜİK , [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1046](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046) e.t: 13.07.2015

Tablo 25: Türkiye Doğrudan Yabancı Yatırım Tutarları (milyon \$)

	Türkiye	MIST (milyon \$)	MIST DYY içindeki payı (%)	Dünya (milyon \$)	Dünya DYY içindeki payı (%)
1994	608.00	14498.5	4.19%	241,862.11	0.25%
1995	885.00	16533.09	5.35%	319,889.62	0.28%
1996	722.00	18427	3.92%	363,597.44	0.20%
1997	805.00	21156	3.81%	461,142.25	0.17%
1998	940.00	18868.26	4.98%	679,469.70	0.14%
1999	783.00	22131.3	3.54%	961,767.75	0.08%
2000	982.00	23825.05	4.12%	1,319,210.53	0.07%
2001	3,352.00	33763.08	9.93%	726,335.50	0.46%
2002	1,082.00	27551.69	3.93%	632,024.77	0.17%
2003	1,702.00	23184.68	7.34%	568,563.99	0.30%
2004	2,785.00	38747.82	7.19%	716,659.69	0.39%
2005	10,031.00	56751.15	17.68%	1,358,708.16	0.74%
2006	20,185.00	55161.67	36.59%	2,105,579.20	0.96%
2007	22,047.00	70015.53	31.49%	3,017,718.60	0.73%
2008	19,851.00	68930.84	28.80%	2,392,629.95	0.83%
2009	8,585.00	40127.97	21.39%	1,330,304.35	0.65%
2010	9,099.00	59971.39	15.17%	1,921,545.21	0.47%
2011	16,176.00	69889.87	23.14%	2,214,546.24	0.73%
2012	13,282.00	62929.44	21.11%	1,836,747.93	0.72%
2013	12,457.00	93194.61	13.37%	2,207,354.65	0.56%

Kaynak: Dünya Bankası (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> e.t:09.08.2015)

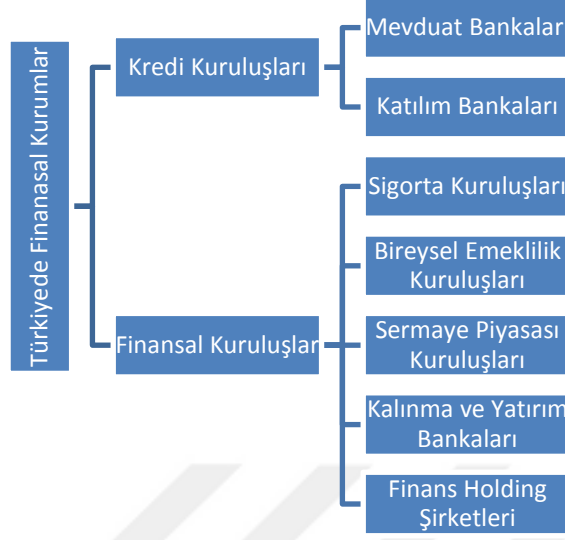
### 2.2.4.1. Türkiye Sermaye Piyasaları

Türkiye de finansal kurumlar iki ayrılır. Bunlar biri, mevduat bankalarını ve katılım bankalarını ifade eden kredi kuruluşlarıdır. Diğeri ise finansal kuruluşlardır ki finansal kuruluşlar ise sigortacılık, bireysel emeklilik kuruluşları, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulan kuruluşlar, kalkınma ve yatırım bankaları ve finansal holding şirketleridir.<sup>340</sup>

<sup>340</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", 2015 s.11



Şekil 9: Türkiye'de Finansal Kuruluşlar



Türkiye finansal sisteminin denetleyici ve düzenleyici kuruluşları:

- ❖ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ( kurumun bu bağlamdaki fonksiyonu finansal sistemde istikrarı temin edecek politikalar oluşturmak, para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak ve mali piyasaları izlemektir)
- ❖ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (kurum, ekonomideki, kredi kuruluşlarını, kalkınma ve yatırım bankalarını, finansal kiralama şirketlerini, faktöring şirketlerini ve tüketici finansman şirketleri denetler)
- ❖ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (temel görevi ülke sermaye piyasalarının sağlıklı biçimde çalışmasını ve küçük yatırımcıların hak ve faydalarının korunmasını sağlamak olan SPK, menkul kıymet piyasalarındaki işlemleri ile ilgili düzenleme ve denetleme yapmaktadır)

Türkiye’de 1923-1980 arası döneminde izlenen dışa kapalı mali sistem politikaları nedeniyle ülkenin finansal piyasaların gelişiminin yavaş bir seyir izlediği söylenebilir. Yine bu dönemde, finans piyasalarında devletin düzenleyici-denetleyici olarak büyük bir rol üstlenen devlet buna ilaveten finans sektöründe de öncü bir rol üstlenmiştir.<sup>341</sup>

Ülkede, 1980’li yıllarda başlayan mali serbestleşme sürecinde, finansal sistemde çok önemli yapısal değişimler görülmüştür (faiz oranları ve döviz

<sup>341</sup> TCMB, "Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri", s.20

kurlarındaki sınırlamaların kaldırılması gibi). Böylece bankacılık sektörünün ve mali sistemin gelişmesinin ve büyümesinin önü açılmıştır.

1923 yılından gerçekleştirilen İzmir İktisat Kongresi ile ülkenin başta bankacılık olmak üzere ülke finansal sisteminin kurulması ve geliştirilmesi doğrultusunda önemli bir adımlar atılmıştır. İlerleyen dönemde, 1930 yılında 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu çıkarılmış ve merkez bankası 1931 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır. Ülkenin kuruluşundan hemen sonraki dönemlerde ülkedeki özel sermayenin yeteriz olması devletin finans ve diğer ekonomik alanlarda ağırlığının artmasına neden olmuştur. 1945 den sonraki süreçte ise özel sermayedeki artışla beraber finansal alanda da sanayi alanlarında da özel sektörün payı artmaya başlamıştır.

Türkiye’de 24 Ocak 1980 tarihli ekonomi politikası kararları ile ekonomi dışı açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecine girmiştir. Bu doğrultuda bankacılık sektöründe de önemli değişiklikler yaşanmıştır. Böylece finansal serbestleşmenin sağlanması amaçlanmıştır. Bu süreçte uygulanan yeni politikalar şunlardır:<sup>342</sup>

- Vadeli mevduat ve kredi faizi oranları serbest bırakılmış,
- Yeni bankaların sisteme girişleri kolaylaştırılmış,
- Yabancı bankaların, Türkiye’de faaliyet göstermeleri için uygun bir ortam hazırlanmış,
- Bankacılık sektörünün uluslararası piyasalardan fon temin edebilmesinin önü açılmış,
- Bankaların yabancı para cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiş,
- Bankaların uluslararası kriterlere uygun yapılanma içine girmesine yönelik yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir.

Ülkede uygulanan yeni ekonomi politikaları çerçevesinde 1981’de sermaye piyasası kanununun çıkarılması ve 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve 1986’da İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (İMKB) faaliyetlerine başlamıştır. 1988 yılında Merkez Bankası bünyesinde kurulan “Bankalar Arası Döviz ve Efektif Piyasası” aracılığıyla döviz kurlarının piyasa koşullarında belirlenmesine yönelik

---

<sup>342</sup> TCMB, “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, s.23

önemli bir adım atılmıştır. 1989 yılında ise sermaye hareketleri 32 Sayılı Kararname ile bütünüyle serbestleştirilmiştir ve kambiyo rejiminde serbestleşme artırılmıştır. Yapılan yeni yasal düzenlemeler ile yurt içi yerleşiklerin dövizle ilgili işlemlerine serbestlik getirilmiştir. Uluslararası yatırımcıların ülke finans piyasalarından, menkul kıymet, devlet tahvili ve hazine bonosu gibi varlıkların alım-satımını yapabilmelerinin önü açılmıştır. Bununla beraber yurt içindeki yatırımcıların da yurt dışındaki finans piyasalarında aynı faaliyetleri yapabilmeleri serbestleştirilmiştir. 1989 yılında Türk lirası, tam çevrilebilirlik (konvertibilite) niteliği kazanmıştır. Bu gelişmeler ülke bankalarının bankaların dışı açılma eğilimlerini güçlendirmiştir.<sup>343</sup>

Ülkede, teknolojik altyapının gelişmesi, finans sektöründeki rekabetin ve banka hizmetlerindeki çeşitliliğinin artması, yapılan yasal ve kurumsal düzenlemeler finansal sistemin gelişmesine ve büyümesine katkı sağlamıştır. Ekonomik büyümenin istikrarsızlığı, reel faiz oranları sert dalgalanmalar, kronikleşen yüksek enflasyon, kamu açıkları, ödemeler dengesi sorunları gibi makroekonomik düzensizlikler ülkenin finansal sisteminin iç ve dış şoklara karşısında güçsüz kalmasına neden olmuştur. Ülkedeki makro ekonomik sorunların azaltılması amacıyla (cari işlemler ve bütçe açıklarının yüksek boyutlarda olması, kamunun faiz yükündeki fazlalık vb.) 1993 yılı sonunda ekonomiye enjekte edilen likidite artışının döviz talebi olarak geri dönmesi, ekonomiye dair artan risk algısı uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkenin notunu düşürmesi ve sermaye piyasalarında yoğunlaşan spekülasyon sermaye hareketleri gibi faktörler 1994 yılında ortaya çıkan ekonomik krizini tetikleyicisi olmuştur. Bu ekonomik sarsıntının giderilmesi amacıyla “5 Nisan Kararları” olarak bilinen istikrar programı uygulamaya konmuştur. Bu istikrar programı kapsamına, dolar kurunda devalüasyon yapılmış ve tasarruf mevduatları % 100 devlet garantisi altına alınmıştır.<sup>344</sup> Türkiye ekonomisinde bu tarihlerde sadece kendi içerisindeki yapısal sorunlardan değil aynı zamanda 1994 yılı Meksika’da yaşanan ve Tekila Krizi olarak bilinen krizden, sonrasında ise 1997 yılında Asya Krizinden, 1998’de Rusya Krizinden ve 1999 yılında ülkede yaşanan deprem felaketinden sert bir şekilde etkilenmiştir.

<sup>343</sup> TCMB, “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, s.24

<sup>344</sup> TCMB, “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, s.24

2000 yılında faaliyete geçen Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK) ve yine 2000 senesinde yürürlüğe giren Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ülke ekonomisinin ve finansal sistemin sorunlarını çözmeye, ekonomide güveni tesis etmeye büyük birer adım olmuşlardır.<sup>345</sup> Ülkede kronik enflasyonla mücadeleyi ve sürdürülebilir büyümenin temin edilebilmesi için kapsamlı ekonomik istikrar programları uygulamaya konulmuştur. Bu programlar içerik olarak sıkı maliye politikalarını ve kapsamlı yapısal reformların uygulanmasını kapsamaktaydı. Programın uygulanmasıyla birlikte faiz oranları hızlı bir düşüş gözlenirken, kamu açıklarının azaltılması ve diğer yapısal reformların uygulanmasında önemli mesafeler kaydedilmiştir. Ancak programın tam anlamıyla uygulanmaması ve kamu borcunun yeterli hızda düşürülebilmesi sonucunda 2000 yılının sonlarına ekonomide olumsuz bir algı oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde ülke ekonomisine gelen yabancı sermayedeki yavaşlama ekonomide likidite sıkışıklığına neden olmuştur. 2000 yılının Kasım ayında faiz oranları büyük miktarda yükselirken, ekonomiden büyük miktarda sermaye çıkışı olmuştur. Bu çalkantılı dönemde Merkez Bankasının izlediği kur politikası neticesinde bankanın uluslararası rezervlerinde hızlı bir gerileme olurken ve ülkenin ulusal borsası olan İMKB’de de hisse senetlerinde sert düşüşler görülmüştür. 2001 yılı Şubat ayında ekonomi politikasına olan güvenin tamamen kaybolması, ülke para birimine (Türk lirası) karşı spekülasyon pozisyon alma zemini oluşturmuştur. Yine 2001’in Şubat ayında, döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. Yaşana bu ekonomik kriz sonrasında uygulanmaya çalışılan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)” ile mali sistemin iyileştirilmesine ve yapısal reformların hızlandırılarak devam ettirilmesine odaklanılmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının temel hedefleri:<sup>346</sup>

- Krizin sebebiyet verdiği makroekonomik istikrarsızlığı gidermek,
- Enflasyonu oranlarını aşağı çekmek,
- Büyümede sürdürülebilir bir ortam inşa etmek,
- Bankacılık sektöründe yapılacak reformlarla birlikte bankaların aracılık faaliyetlerinde etkinliği artırmak,
- Kamu maliyesinde güçlü bir dengeye inşa etmek,

<sup>345</sup> TCMB, “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, s.25

<sup>346</sup> TCMB, “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, s.24

- Ekonomide yapısal reformlar oluşturabilecek ve bu reformları güçlü kılabilen yasal çerçeveleri oluşturmak ve adımları gerçekleştirmek,

Finansal sistemin en önemli tabanlarından biri olan Bankacılık sektörünü kapsayan reformlar vasıtasıyla sektörün yeniden yapılandırılması, ülkede mali disiplinin sağlanması ve ülkenin kamu borç stoğunun azaltılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda, 2001 senesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklikler yapılarak Merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir. Böylece, Merkez Bankası, uygulayacağı para politikasının ve kullanacağı para politikası araçlarının tespitinde kendi iradesini kullanabileceği bir özerkliğe kavuşmuştur.<sup>347</sup> Bir diğer önemli yenilik ise Merkez Bankasının kamunun finansman ihtiyacını karşılama mercii olmaktan çıkarılmıştır. Ülkede bankacılık sektörünün gelişmesi ülkedeki finansal derinleşmenin artmasını sağlamıştır. 2003-2004 dönemi sonrasında bankacılık sektöründe Kredi/GSYH oranları artmaya başlamış (2002'de % 23 iken 2013 de % 60'a yükselmiştir ve bu dönem arası yıllık ortalama % 33 büyüme sağlanmıştır).<sup>348</sup> Bir diğer önemli gösterge olan sermaye yeterlilik rasyoları ise 2000 yılında % 9,3 iken 2013 sonu itibarıyla % 15 düzeyine çıkmıştır (Sermaye yeterlilik rasyosunun yasal sınırı % 8 ve hedef seviyesi de % 12'dir).<sup>349</sup>

Osmanlı devletinde İlk borsacılık faaliyetleri 1854 Kırım Savaşı'na dayanmaktadır. Savaşın finansmanı için çıkarılan Osmanlı tahvilleri İstanbul'da alınıp satılmaya başlanmıştır. 1866'da Osmanlı İmparatorluğundan, alacaklı olan devletlerin de desteğiyle İstanbul'da bir borsa kuruldu. Bu Borsa 1873 yılında çıkarılan bir nizamnameyle "Dersaadet Tahvilat Borsası" adını aldı.<sup>350</sup> Osmanlı devleti döneminde sermaye piyasalarına yönelik ilk faaliyetlerde azınlıkların ve yabancı tacirlerin rolü büyüktür. Zamanla toplumun diğer kesimleri de bu faaliyetlerde yer almaya başlamıştır. 1864'te bir dernek kuran Galata bankerleri. Dersaadet Tahvilat Borsasının kurulmasıyla birlikte devlet himayesine girdiler. Dersaadet Tahvilat Borsasında yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri işlem

<sup>347</sup> TCMB, "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", s.26

<sup>348</sup> TCMB, "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", s.27

<sup>349</sup> TCMB, "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", s.29

<sup>350</sup> Borsa İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html> e.t: 16.07.2015

görmüş, bu esnada Avrupa borsalarıyla telgraf irtibat kurulmuştur. Türkiye Cumhuriyetin ilan edilmesinden sonra kapitülasyonların kaldırılmış, ülkedeki yabancı şirketlerin millileştirilmiş, ekonomide döviz (kambiyo) kontrolü getirilmiştir. İstanbul Esham ve Tahvilat Borsasının Ankara'ya taşınmasıyla birlikte bu ilk sermaye piyasası da kapanmıştır.<sup>351</sup>

1929 yılında çıkarılan menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunuyla birlikte İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında faaliyet gösteren borsa 1938 yılında Ankara'ya taşınınca yaptığı aracılık faaliyetleri durmuştur. 1941 ise borsa yeniden İstanbul'a taşınmıştır. Ülke ekonomisinde ortaya çıkan banker krizleri nedeniyle tasarruf sahipleri büyük zararlara uğramış ve bu olumsuz durum ülkede yeni bir finansal sistem arayışını doğurmuştur. Böylece modern borsacılık dönemine geçiş yapılır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 1985 yılında kurulmuş ve ülkedeki tüm sermaye piyasası kurumlarını denetlemek amacıyla da Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturulmuştur.<sup>352</sup>

İMKB'de ilk işlem gören finansal varlık, sembolik olarak satışa arz olunan Boğaziçi Köprüsüne ait gelir ortaklığı senetleri olmuştur. 1989 yılında borsayla ilgili iki önemli gelişme yaşanır. Bu gelişmelerden ilki 104 milyon dolarlık büyüklüğe sahip "Türkiye Fonu"nun kurulması, ikincisi gelişme ise yabancı yatırımcıların, Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapabilme imkanı veren 32 Sayılı Kararın çıkarılmasıdır.<sup>353</sup>

2012 tarihinde yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 138. maddesi gereğince, Borsa İstanbul A.Ş., borsacılık faaliyetleri yapmak üzere kurulmuştur. Borsa İstanbul kurulmasıyla birlikte ülkenin sermaye piyasalarında faaliyet gösteren borsaları tek çatı altında toplamıştır. Borsa İstanbul'un temel amacı ve faaliyet konusu; *"Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin*

<sup>351</sup> Barbaros Yalçınar, "SPK ve Türk Sermaye Piyasaları", (seminer sunumu) 15 Nisan 2010 ss:1-81 [http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk\\_gunleri/6.pdf](http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk_gunleri/6.pdf) e.t. 12/7/2015

<sup>352</sup> Borsa İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html> e.t: 16.07.2015

<sup>353</sup> Borsa İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html> e.t: 16.07.2015

*serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmelerini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandırarak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir. ”<sup>354</sup>*

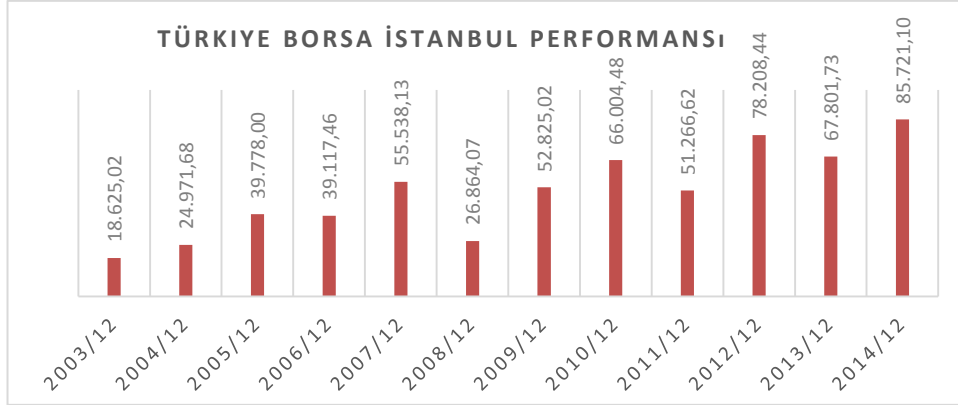
Sermaye Piyasası Kurulu, 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. İdari ve mali özerkliğe sahip yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanılır. Düzenleyici kamu kurumu niteliğindedir. İlgili olduğu bakanlık başbakan tarafından görevlendirilen devlet bakanlığıdır. Merkezi Ankara’da olup, İstanbul’da temsilciliği bulunmaktadır. Kurumun başlıca görevi, sermaye piyasalarının işleyiş kurallarını belirlemek, piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak, sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf yapan sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır.<sup>355</sup>

**Grafik 98**’da Borsa İstanbul 100 Endeksinin Aralık 2003 - Aralık 2014 aylarına ait verileri yer almaktadır.2008 Küresel Finans Krizine kadar boğa piyasasında olan borsa 2008’de sert bir düşüş yaşamıştır. Bundan sonraki süreçte ise bazı yıllar dalgalanma gösterse de tekrar yükseliş trendinde bir seyir izlediği söylenebilir.

<sup>354</sup> Borsa İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakinda/hakkimizda> e.t 16/07/2015

<sup>355</sup> Barbaros Yalçiner, a.g.e. s:1-81 [http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk\\_gunleri/6.pdf](http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk_gunleri/6.pdf) e.t. 12/7/2015

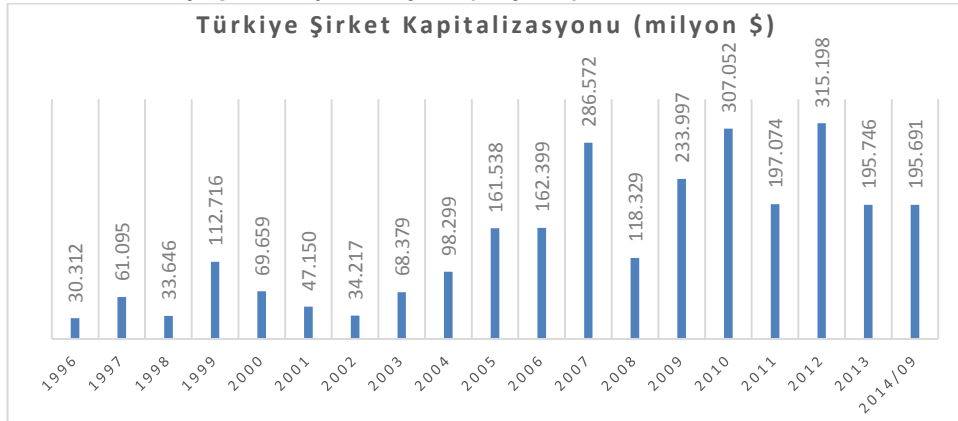
**Grafik 98: Türkiye Borsa İstanbul Performansı (İMKB)**



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014), Yahoo Finance, <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=XU100.IS&a=00&b=14&c=2014&d=06&e=14&f=2015&g=m> (e.t. 14.07.2015) derlenen verilerden oluşturulmuştur.

Ülke borsasında faaliyet gösteren şirketlerin kapitalizasyon miktarlarına bakıldığında 2002 yılından sonra bu miktarlarda hızlı bir yükseliş görülmektedir (bknz. **Grafik 99**). Bu dönemler dünya piyasalarından gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerdir. 2008 krizinden bir dönem önce yaşanan artış % 75’ler seviyesi gibi yüksek bir oranda gerçekleşmiş olması kriz öncesi dönemde ülke borsasının nedenli hareketli bir pozisyonda olduğu hakkında önemli bir bilgi sunmaktadır.

**Grafik 99: Türkiye Şirket Kapitalizasyonu (milyon \$)**



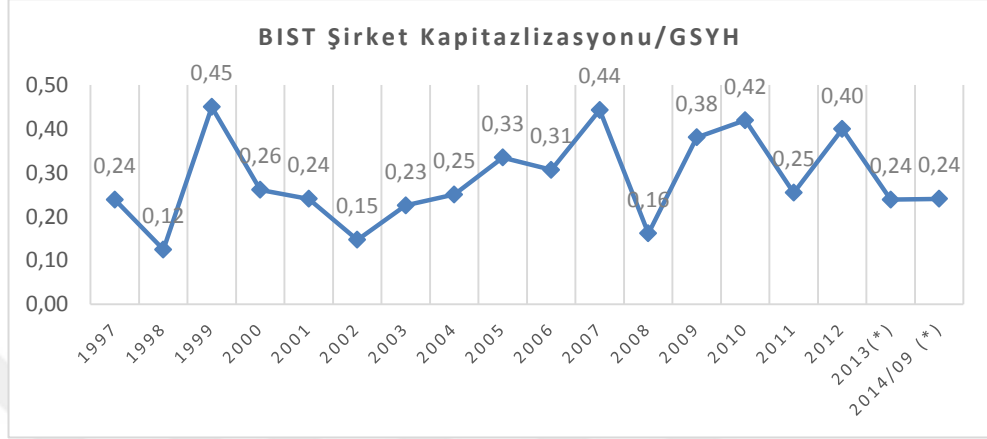
**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

BIST ‘de yer alan şirketlerin kapitalizasyonun GSYH’ya oranları hakkında bilgi veren **Grafik 100**’e bakıldığında bu oranın en yüksek olduğu yıl 1999 yılı olarak gözlemlenmektedir. Sonrasındaki süreçte ise oranlarda artış ve azalışlar görülmektedir. Şirket kapitalizasyonu/GSYH oranının yüksek olması borsanın



ekonomideki etkinliğinin yüksek olması anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması ekonominin lehinedir.

**Grafik 100: BIST Şirket Kapitalizasyonu/GSYH**

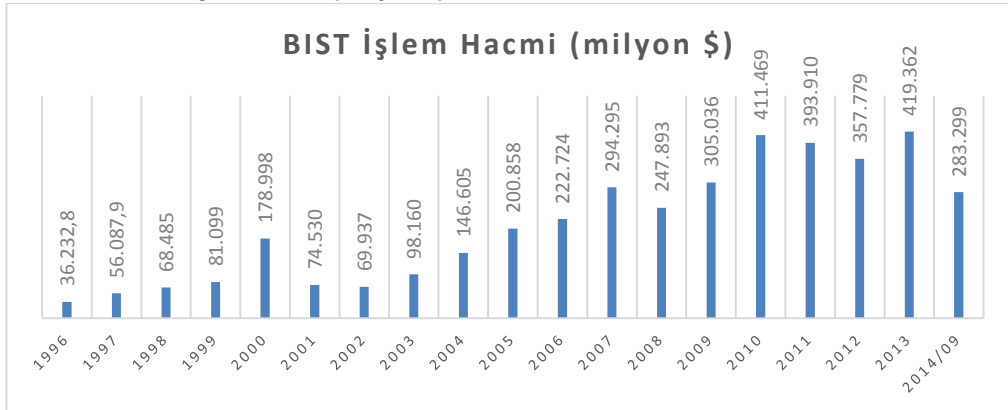


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014 (güncelleme 31.10.2014)

BIST’de işlem hacimlerinin 2000’ yılı sonrası dönemde önemli bir artış trendine girdiği söylenebilir (bknz. **Grafik 101**). 2008 Küresel Krizinden sonra gerileyen hacim 2009 yılından sonra ise dalgalı bir seyir izlemiştir. İşlem hacminin yüksek olması, piyasanın yüksek likit oluşunu ve piyasadaki volatilitenin ise düşük olduğunun göstergesidir. Hacmin arttığı piyasada yüksek devir hızına bağlı olarak piyasa aktörlerinin kar fırsatları artacaktır.<sup>356</sup>

**Grafik 101: BIST İşlem Hacmi (Milyon \$)**

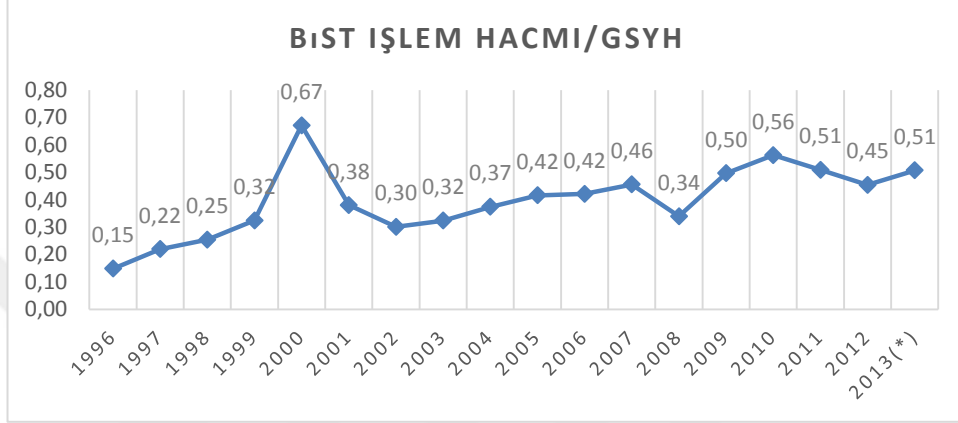


**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

<sup>356</sup> Koray Kayalidere ve Hüeyin Aktaş, "İMKB’de Fiyat-Hacim İlişkisi-Asimetrik Etkileşim", Celal Bayar Ün. Yönetim ve Ekonomi Dergisi Yıl:2009 Cilt:16 Sayı:2 ss:51-62

**Grafik 102**'da BIST işlem hacminin GSYH'ya oranı verilmiştir. Bu oranın 2000'den sonraki bir iki dönme haricinde sürekli büyüdüğü görülmektedir. Bu oranın büyümesi borsanın ekonomideki öneminin de artması anlamına geldiği söylenebilir.

**Grafik 102: BIST İşlem Hacmi/ GSYH**

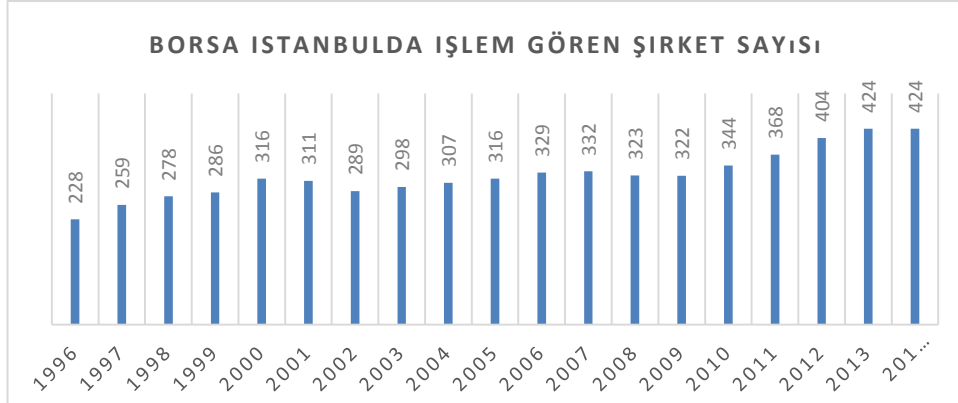


\*Tahmini rakamlar

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayılarına baktığımızda kriz dönemleri haricinde borsaya kote şirket sayılarında artış vardır (bknz. **Grafik 103**). Bu artışın olumlu olarak değerlendirilebileceğini söyleyebiliriz. Çünkü bir borsada, borsaya kote şirket sayısında artış olması piyasanın derinliğini artırıcı etki yapar. Yeni halka arzlarla birlikte yatırımcıların borsaya olan ilgisinin artırılması, şirketlerin kaynak ihtiyacını borsa sayesinde karşılaması ve böylece büyük projelere imza atabilmeleri hem yatırımcıya hem şirket karlarına hem de ülke ekonomisine olumlu katkılar sağlayabilir.

**Grafik 103: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirket Sayısı**



*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

BIST’de yatırım yapan fon sayılarında da 2002-2014 dönemleri arasında genel olarak artış olduğu **Grafik 104**’de görülmektedir. Fon miktarındaki artışın ülke borsası için önemli bir fırsat olduğu muhtemeldir.

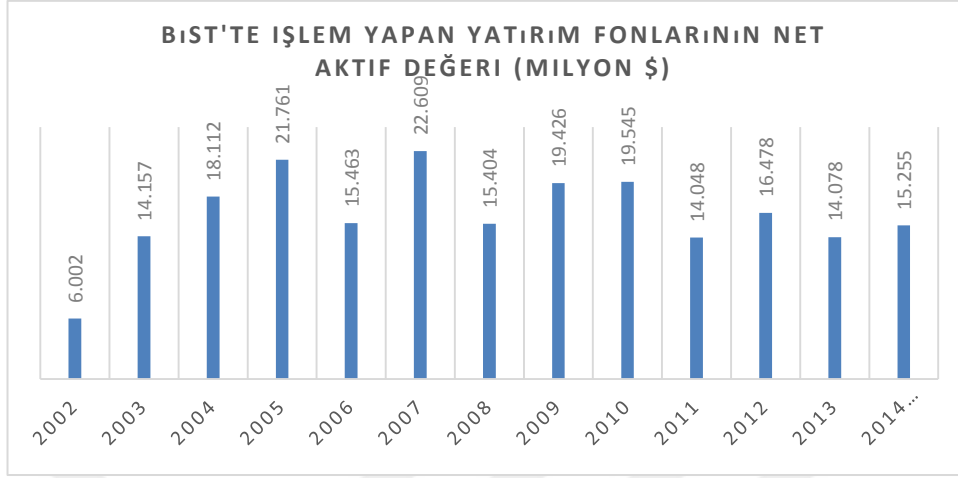
**Grafik 104: BIST de İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Sayısı**



*Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014*

BIST’de işlem yapan fonların net aktif değerine bakıldığında 2002 den sonraki süreçte büyük bir gelişme vardır. Bu durum ülkenin hem gelişmekte olan güçlü bir ekonomi olmasından hem o dönemki küresel likidite hacminin genişlemesinde hem de ülkedeki siyasal istikrar beklentilerinin yüksek olmasından kaynaklanabileceğini belirtebiliriz. Uzun bir dönem koalisyon hükümetleri ve ekonomik krizlerin istikrarsızlaştırdığı ekonomide tek parti iktidarıyla birlikte istikrar beklentileri artmıştı. Bununla beraber dünyadaki sermaye akımlarının daha yüksek getiri için gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin de etkisiyle borsalarda yüksek değerlemeler olmuştur.

Grafik 105: BİST'te İşlem Yapan Yatırım Fonlarının Net Aktif Değeri (Milyon \$)



**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

### 3.LİTERATÜR

Literatürde borsalar arası eşbütünleşme analizi üzerine çok sayıda çalışma yer almaktadır.

Wong ve diğerleri (2004), gelişmiş ülkelerden ABD S&P500, İngiltere FTSE100, Japonya NIKKEI225 ile doğu asya bölgesindeki gelişmekte olan ülkelere Malezya Kuala Lumpur, Tayland Bangkok STE, Kore SE, Tayvan SE, Singapur Straits Time Index ve Hong Kong Hang Seng borsa endeksleri arasında 01.01.1981 - 31.12.2001 dönemi arasındaki haftalık veriler kullanılarak eşbütünleşim analizi yapılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre; gelişmiş ana ülkelere olan ABD, İngiltere ve Japonya borsaları ile gelişmekte olan bazı Asya ülkeleri olan Malezya, Tayland, Kore, Tayvan, Singapur ve Hong Kong borsaları arasında bir eşbütünleşim mevcuttur. Japonya ile Singapur ve Tayvan, ABD ve İngiltere ile de Hong Kong borsaları arasında eşbütünleşme vardır. Malezya, Tayland ve Kore borsaları ile gelişmiş ülkeler olan ABD, İngiltere ve Japonya borsaları arasında ise uzun dönemli bir ilişki analizi sonucunda rastlanmamıştır.<sup>357</sup>

Wong ve diğerleri (2005) yaptıkları çalışmada, Hindistan borsası ile ABD, İngiltere ve Japonya olmak üzere üç gelişmiş ülke borsaları arasındaki uzun vadeli ilişkiyi ve borsalar arasındaki kısa vadeli dinamik bağlanımları incelemişlerdir. Çalışmanın veri aralığı 01 Ocak 1991-31 Aralık 2003 dönemi arasındaki borsa endeksi haftalık kapanış fiyatlarıdır. Çalışmada, birim kök testi, eş bütünleşme analizleri (ikili, kesirli ve çoklu eşbütünleşim), Granger nedensellik testi, Vektör otokorelasyon (VAR) ve hata düzeltme modelleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre: Uzun vadede Hindistan borsası gelişmiş borsalarla eşbütünleşiktir.

---

<sup>357</sup> Wing Keung Wong, Jack Penm, Richard Deane Teller ve Karen Yann Ching Lim, "The Relationship Between Stock Markets of Major Developed Countries and Assian Emerging Markets", Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences 8(4), 2004, ss:201-218

Kısa vadede ise Hem ABD hem de Japonya borsasının Hindistan borsası üzerinde tek yönlü nedensellik arz ettiği görülmüştür.<sup>358</sup>

Chen ve diğerleri (2006), Hindistan, ABD ve Çin Hissenedi Borsaları arasındaki ilişkiyi ikili gruplar yaparak incelemiştir. Analizin veri seti 02.01.1991-29.12.2004 dönemi Borsa endeksinin haftalık fiyatlarıdır. Eşbütünleşim analizi için FIVEMC modelinden yararlanılmıştır.

Hourvoulides (2009), sekiz Avrupa borsası (Euronext\*-Euronext 100, Almanya-Dax30, Yunanistan-FTSE/ATHEX20, Bulgaristan-SOFIX, Güney Kıbrıs-CY20, Romanya-BuchabET, Slovenya-SBI20, Türkiye-IMKB100) arasındaki kısa ve uzunvadeli ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada veri dönemi 2000-2008 yılları arasındaki verilerdir. Çalışmada, uzun vadeli eşbütünleşim ve korelasyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre söz konusu pazarlar arasında entegrasyon mevcut ve bu nedenle portföy çeşitlendirme stratejisinin etkinliği zayıf kalacaktır.<sup>359</sup>

Vuran (2010), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi ile bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsaları endeksleri arasındaki Ocak 2006-Ocak 2009 dönemi arasındaki uzun dönemli ilişkiyi Johansen Eşbütünleşim Analizi kullanarak incelemiştir. Çalışmada ABD Standart&Poors 500 (S&P 500), İngiltere Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100), Fransa-CAC 40,Almanya DAX, Japonya Nikkei 225 , Brezilya Bovespa, Arjantin Merval ve Meksika IPC Endeksleri alınmıştır. Sonuç olarak IMKB 100 endeksinin Almanya'nın DAX, İngiltere'nin FTSE 100, Brezilyanın Bovespa, Arjantin'in Merval ve Meksika'nın IPC endeksleri ile eşbütünleşik olduğu bulunmuştur.<sup>360</sup>

Bulut ve Özdemir (2012), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile Dow Jones Industrial arasındaki ilişki, 05.12.2001-30.12.2010 dönemi arasındaki haftalık

<sup>358</sup> Wing-Keung Wong, Aman Agarwal ve Jun Du, "Financial Integration for India Stock Market, a Fractional Cointegration Approach", National University of Singapore Department of Economics Working Paper:0501 2005

<sup>359</sup> Nikolaus L. Hourvoulides, "International Portfolio Diversification: Evidence from European Emerging Markets", European Research Studies, Cilt:XII Sayı:4 2009 ss:55-78  
[http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/09\\_4\\_p5.pdf](http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/09_4_p5.pdf) e.t:31.08.2015

<sup>360</sup> Bengü Vuran, "IMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri ile İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi İle Belirlenmesi", İstanbul Ü. İşletme Fakültesi Dergisi 39,1(2010)154-168

kapanış fiyatları temel alınarak incelenmiştir. Analizde Granger nedensellik ilişkisi, Johansen ve VEC yöntemleri ile kısa-uzun vadeli ilişkiler incelenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre İMKB 100 ile DJI endeksleri uzun vadeli eşbütünleşiktir ve DJI 'nin İMKB 100'ün Granger nedeni olduğu gözlemlenmiştir.<sup>361</sup>

Çelik ve Boztosun (2011), İMKB 100 ile Avustralya (Oll Ordinaries), Çin( Shangai Composite), Hong Kong (Hang Seng), Hindistan(BSE 30), Edonezya (Jakarta Composite), Malezya (KLSE Composite), Japonya (Nikkei 225), Kore (Seoul Composite), Tayvan (Taiwan Weighted), Singapur (Straits Times) ülke borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Ocak 1998-Aralık 2009 dönemine ait borsa endeksi fiyatları arasındaki ilişkinin analizinde Jaohansen-Juselius Eşbütünleşme Analizi kullanılmıştır.Çalışmanın sonucuna göre İMKB 100 ile Singapur'un Straits, Malezya'nın KLSE Composite, Tayvan'ın Taiwan Weighted ve Güney Kore'nin Seul Comosite Borsaları arasında veri tarihleri arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur. Diğer taraftan İMKB100 endeksi ile Japonya'nın Nikkei 225, Çin'in Shangai Composite, Hong Kong'un Hang Seng, Hindistan'ın BSE 30, Avustralya'nın Oll Ordinaries ve Endonezya'nın Jakarta Composite borsa endekleri arasında söz konusu veri aralığında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.<sup>362</sup>

Boztosun ve Çelik (2010), İMKB100 ile Avrupa ülkeleri borsaları: Avusturya ATX, Belçika BEL-20, Fransa CAC40, Almanya DAX, Hollanda AEX General, Norveç OSE All Share, İspanya Madrid General, İsveç Stockholm General, İsviçre Swiss Market, İngiltere FTSE100 arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemiştir. Araştırmanın veri dönemi Ocak 2002 ile Aralık 2009 olup ülke borsalarına ait hisse senedi endeks değerleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin analizinde Johansen-Jeselius eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Araştırmanın sonuçlarına göre: İMKB'nin Norveç OSE All Share, Hollanda AEX General, Belçika BEL-20, Almanya DAX ve İngiltere FTSE100 ile eşbütünleşme ilişkisi mevcuttur ancak İMKB'nin Fransa CAC40, Avusturya ATX, İsviçre Swiss Market, İsveç Stockholm General ve İspanya

<sup>361</sup> Şahin Bulut ve Abdullah Özdemir, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve "Dow Jones Industrial" Arasındaki İlişki: Eşbütünleşme Analizi", Celal Bayar Ü. İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi Cilt:19 Sayı:1 Yıl:2012

<sup>362</sup> Tuncay Çelik ve Derviş Boztosun, "Türkiye Borsası ile Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegresyon İlişkisi", Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:36, Ağustos-Aralık 2010 ss:57-71

Madrid General arasında ise 2002-2009 döneminde anlamlı bir eşbütünleşme ilişkisi mevcut değildir.<sup>363</sup>

Yıldız ve Aksoy (2014),Morgan Stanley geliştirmekte olan ülke piyasa endeksi ile BİST 100 endeksi arasındaki eşbütünleşme ilişkisini araştırmışlar ve bu araştırma için Ocak 1990 ve Aralık 2011 dönemi aylık endeks kapanış değerlerini kullanmışlardır. Çalışmada endeksler arasındaki eşbütünleşme analizi için Engle-Granger yöntemi ve Hata Düzeltme modeli kullanılırken durağanlık ve birim kök testlerinden yararlanılmıştır. Ayrıca çalışmada 1994,1997-1998,2001 ve 2008 krizleri de kukla değişken olarak modele eklenmek suretiyle analiz yapılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre seriler arasında uzun dönemde eşbütünleşme vardır.<sup>364</sup>

Çıtak ve Gözbaşı (2007), İMKB 100 ile ABD, İngiltere, Japonya ve geliştirmekte olan Hindistan ve Malezya ülke borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Yine bu çalışmada İMKB ile Ülkelerin temel endekslerindeki bütünleşme 1986-2006 dönemi üç alt döneme ayrılarak da incelenmiştir. Çalışmanın sonucuna göre Ocak 1986-Temmuz 2006 döneminde İMKB ile ABD, İngiltere, Almanya ve Hindistan temel endeksleri arasında bütünleşme gözlemlenmiştir.<sup>365</sup>

Bozoklu ve Saydam (2010), çalışmalarında Türkiye, Brezilya, Çin, Hindistan ve Rusya Sermaye piyasaları arasındaki entegrasyonun şiddetini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada Johansen (1988,1991 ve 1994) ve Bierens (1997 ve 2004) tarafından geliştirilen parametrik ve parametrik olmayan eşbütünleşme testleri uygulanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular söz konusu ülke sermaye piyasaları

---

<sup>363</sup> Derviş Boztosun ve Tuncay Çelik, "Türkiye Borsasının Avrupa Borsaları ile Eşbütünleşme Analizi", Süleyman Demirel İİBF Dergisi, Y.2011 C.16 S.1 s.147-162

<sup>364</sup> Ayşe Yıldız ve Emine E. Aksoy, "Morgan Standley Geliştirmekte Olan Borsa Endeksi ile BIST Endeksi Arasındaki Eşbütünleşme İlişkisinin Analiz Edilmesi", Atatürk Ün. İİBF Dergisi Cilt:28 Sayı:1, 2014 ss:1-19

<sup>365</sup> Levent Çıtak ve Onur Gözbaşı, "İMKB ile Bazı Gelişmiş ve Geliştirmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Bütünleşmenin Temel Endeks ve ana Sektör Endeksleri Temelinde Analizi", Dokuz Eylül Ün. İİBF Dergisi Cilt:22 Sayı:2 Yıl:2007 s:249-271



arasında entegrasyonun var olduğudur. Yani söz konusu ülkeler arasında uzun dönemli kar imkanı yoktur.<sup>366</sup>

Gözbaşı (2010), İMKB ile Arjantin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Malezya, Macaristan ve Mısır ülkeleri hisse senedi piyasaları arasındaki etkileşimi, Aralık 1995-Aralık 2008 dönemlerine ait haftalık veriler kullanmak suretiyle eşbütünleşme ve nedensellik analizleri yardımıyla incelemiştir. Elde edilen sonuca göre İMKB ile Meksika ve Macaristan borsaları arasında etkileşime rastlanmıştır. Bu sonuca göre İMKB ile gelişmekte olan bazı ülke borsaları arasında söz konusu dönem için portföy çeşitlendirilmesi yapılabilir.<sup>367</sup>

Yalama (2009), gelişmekte olan ülkelere Türkiye İMKB ve Brezilya BOVESPA borsaları arasında ki etkileşimi incelemiştir. 2002-2009 dönemleri arasındaki verilerinin kullanıldığı çalışmada, Johansen-Juselius eşbütünleşim analizi, vektör hata düzeltme modeli VECM ile Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Eşbütünleşim (Johansen ve Juselius cointegration analysis) analizine göre İMKB ile Bovespa arasında uzun vadeli anlamlı bir ilişki görülmüştür.<sup>368</sup>

Elmas (2013), İstanbul menkul kıymetler borsasında yer alan endeksleri Ulusal-Tüm, Ulusal-100, Ulusal-50, Ulusal-30, Ulusal-Mali, Ulusal-Sınai, Ulusal-Himmetler, Ulusal-Teknoloji ve Kurumsal Yönetim endeks serilerini- 28.11.2005-06.12.2010 tarihleri arasındaki günlük verileri analiz etmiştir. Çalışmada Engle-Granger Eşbütünleşme analizi, Johansen Eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik analizleri uygulanmıştır. Sonuç olarak, Engle-Granger analizine göre, Ulusal-100 ve Ulusal 50 arasında, Ulusal 100 ve Ulusal 30 arasında, Ulusal -100 ve Kurumsal yönetim serileri arasında uzun dönemli ilişki mevcuttur. Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, Ulusal-100 ve Ulusal-30 , Ulusal-100 ve Kurumsal Yönetim serileri arasında %1 önem düzeyinde Ulusal-100 ve Ulusal-50

---

<sup>366</sup> Şeref Bozoklu ve İpek M. Saydam, "BRIC Ülkeleri ve Türkiye Arasındaki Sermaye Piyasaları Entegrasyonunun Parametrik ve Parametrik Olmayan Eşbütünleşme Analizi", Maliye Dergisi Sayı:159 Temmuz-Aralık 2010 ss:416-431

<sup>367</sup> Onur Gözbaşı, "İMKB ile Gelişmekte Olan Ülke Hisse Senedi Piyasalarının Etkileşimi: Eşbütünleşme ve Nedensellik Yaklaşımı", Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:35 Ocak-Temmuz 2010 ss:98-118

<sup>368</sup> Abdullah Yalama, "Stock Market Linkages in Emerging Markets: Evidence From Turkey and Brasil", Bank and Bankins Systems", Volume:4 Issue:3 2009 p:71-78

serileri arasında %5 önem düzeyinde eş-bütünleşme mevcuttur. Yapılan Granger nedensellik analizinde Ulusal-Tüm endeksi ile Ulusal-100 endeksi arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi ve Ulusal-100 endeksinden Ulusal-Sınai endeksine doğru ise tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Diğer değişken çiftleri arasında ise herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. <sup>369</sup>



---

<sup>369</sup> Bekir Elmas, İstanbul “**Menkul Kıymetler Borsasında Hesaplanan Endeksler Arası İlişkiler**”, Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt 2 Sayı 5 (Güz)2013 ss:21-34

## 4. BIST 100 ENDEKSİ İLE BRICS VE MIST ÜLKELERİ BORSA ENDEKSLERİ ARASINDAKİ UZUN DÖNEMLİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

Farklı finansal pazarlarda işlem yapılan borsalar arasında korelasyon yoksa veya korelasyon yapısı istikrarlı ise bu farklı borsalara yatırım yapmak riski azaltmak adına önemli bir finansal karar olacaktır. Bu durumda borsaların indeks gerçekleştirmeleri üzerinden karşılaştırılması ve özellikle eşbütünleşme analizleri gibi çalışmalar yaygındır. Ancak, bu çalışmaların genellikle büyük ve gelişmiş ülke borsaları üzerine yoğunlaştığı, gelişen pazarların bu açıdan analizinin oldukça sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır.<sup>370</sup> Ülkelerin aralarındaki ticari bağların ve büyüme oranlarındaki benzerliklerin krizde birbirinden etkilenmeyi belirleyen unsurlar olduğu ampirik olarak tespit edilmektedir.<sup>371</sup>

Dünya genelinde gelişmiş ülke borsaları arasında eşbütünleşme çalışmaları tutarsız sonuçlar ortaya koymaktadır. Çünkü sonuçlar seçilen pazarlara, seçilen örnekleme periyodlarına, gözlem sıklıklarına (günlük, haftalık ve aylık gibi) ve yönteme bağlı olarak değişmektedir.<sup>372</sup> Bu çalışmada da gelişmekte olan ülke borsa endekslerinin zaman serileri eş bütünleşme analize tabi tutulmaktadır.

Çalışmanın analiz bölümünde analize alınan ülke borsa endeksleri ifade edilirken Türkiye için BIST 100 ifadesi kullanılırken diğer ülkelerin ulusal borsa endekslerini ima etmek için ülkelerin isimleri kullanılarak hipotezler oluşturulmuştur ve yapılan analiz yorumlanmıştır.

### 4.1. Analizin Amacı

Çalışmanın amacı, Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST 100) ile gelişmekte olan ülkeler olarak ifade edilen BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney

<sup>370</sup> Chen, Gong-meng, Firth, Michael ve Rui, Oliver Meng (2002), " **Stock market linkages: Evidence from Latin America**", Journal of Banking & Finance, 26: 1113–1141.

<sup>371</sup> Gregorio, J. ve R.O. Valdés (2001), "**Crisis Transmission: Evidence from Debt, Tequila, and Asian Flu Crises**", The World Bank Economic Review, Cilt. 15, Sayı. 2, 289- 314.

<sup>372</sup> Chen, Gong-meng, Firth, Michael ve Rui, Oliver Meng (2002), **a.g.e.** ss:1113–1141

Afrika Ülkeleri) borsa endeksleri ve MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye Ülkeleri) borsa endeksleri arasındaki uzun vadeli ilişkinin eşbütünleşme (cointegration) analizi ile incelenmesidir. Türkiye-BIST100 endeksi, Brezilya-IBOVESPA endeksi, Rusya-MICEX endeksi, Hindistan Nifty100 endeksi, Çin-SSE Composite endeksi, Güney Afrika JSE Limited Cop.<sup>373</sup> hisse senedi kapanış fiyatları, Meksika-IPC endeksi, Endonezya Jakarta Composite endeksi, Güney Kore KOSPI Composite endeksi analizin veri setini oluşturmaktadır.

Engle-Granger analizlerine ait tablolar, BIST100-IBOVESPA analizinde ilgili bölüm içerisinde yer almıştır. Diğer ülkelerle olan analizlerin ait tabloları ise çalışmanın EKLER bölümünde yer almaktadır.

#### **4.2. Veri Seti ve Analiz Metodu**

Veri aralığı olarak araştırmaya konu borsaların 11.01.2010-13.07.2015 olacak şekilde son beş yıllık borsa endeks kapanış fiyatlarıdır. Ancak bu tarih aralığında bütün borsaların işlem yaptığı aynı tarihler filtrelenerek bu tarihlerle oluşturulan zaman serileri analize alınmıştır. Analize alınan tarihler, tüm borsaların işlem yaptığı tarihlerdir.

Analizde kullanılan metod Engle-Granger ve Johansen eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik analizidir. Analizler, EViews-8 istatistik programı yardımıyla yapılmıştır.

Öncelikle analize alınan ülke borsaların çalışma dönemine ait kapanış fiyatlarının doğal logaritmik serileri oluşturulmuştur. “Log” notasyonu ile ifade edilen seriler, ülke endekslerin ulusal para birimi cinsinden kapanış değerlerinin “doğal logaritmaları” alınarak oluşturulan serilerdir. Logaritmik seriler üzerinden ülke borsaları arasındaki korelasyon katsayıları ve tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Tanımlayıcı istatistikler vasıtasıyla ülke borsa endeks getirilerinin aritmetik ortalamaları, standart sapmaları, çarpıklık ve basıklık değerleri

---

<sup>373</sup> Çalışmanın veri seti toplanırken Güney Afrika için ulaşılan veri seti, Johannesburg Borsası LTD. şirketinin kapanış fiyatları olduğundan dolayı Güney Afrika için endeks değeri değil de ülke borsası hisse senedi kapanış fiyatları serisi analize alınmıştır.

hesaplanmıştır. Borsaların kapanış değerlerine ADF birim kök testi uygulanarak serilerin durağanlıkları test edilmiştir.

### **4.2.1.Eşbütünleşme (Koentegrasyon) Testleri**

Eşbütünleşme analizi için yaygın olarak kullanılan iki yöntem vardır. Bunlar Engle-Granger (EG) ve Johansen eşbütünleşme testleridir.

#### **4.2.1.1. Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi**

İki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını test etmek için yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri, iki aşamalı Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme testidir. İlk defa Granger tarafından ortaya atılan eşbütünleşme ve hata düzeltme modelleri arasındaki ilişki, Engle ve Granger (1987) tarafından temel alınarak tahmin süreçlerinin, testlerin ve uygulamalı örneklerin elde edilmesi amacıyla genişletilmiştir. Birinci dereceden durağan değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediğini araştırmayı amaçlayan Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme testi, eşbütünleşme alanındaki ilk test olması bakımından zaman serileri literatüründe önemli bir yer tutmaktadır.<sup>374</sup>

Engle ve Granger (1987)'e göre ortak trende sahip olan zaman serileri aynı dereceden bütünleşik ise ve zaman serileri arasındaki fark durağansa eşbütünleşmeden bahsedilebilir ve böyle bir durumda serilerin uzun dönem denge değerleri hakkında bilgi edinme imkanı olabilir.

DF ya da GDF birim kök testini şu şekilde yapılırken regresyonu tahmin edilir, artıklarını bulunur, DF ya da GDF testlerini uygulanır. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus şudur ki, tahmin edilen  $u_t$ , yığının tahmin edilen eşbütünleşme katsayısı  $\beta_2$ 'ye bağlıdır. Bu durumda DF ve GDF kritik değerleri bu iş için pek de uygun sayılmaz. Engle ve Granger, kaynaklar arasında bulunabilecek bu

---

<sup>374</sup> Zehra Ayça Öztürk, "Türkiye'nin G-20 Ülkeleri İle Finansal Bütünleşmesinin Analizi: Vektör Hata Düzeltme Modellerinde İki Rejimli Eşik Değerli Eşbütünleşme Testi Yaklaşımı", (yayımlanmamış YL. Tezi) İstanbul Üniv. S.B.E. İstanbul 2011 s:13

değerleri hesaplamış oldukları için DF ve GDF testleri bu bağlamda Engle-Granger (EG) testi ve Genişletilmiş Engle-Granger (GEG) testi adlarını alır.<sup>375</sup>

#### 4.2.1.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi

Johansen (1988) yöntemi, Engle-Granger (EG) yönteminin çok denklemlilikten geliştirilmesidir. EG testinde değişkenler arasındaki sadece bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edilirken, Johansen eşbütünleşme testi birden fazla eşbütünleşme ilişkisini ortaya koyabilmektedir. Ayrıca EG testi eşbütünleşme vektörünün tahmini için En Küçük Kareler (EKK) yöntemini kullanırken, Johansen testi ise en çok güvenilirlik yöntemini kullanır. Bu iki eşbütünleşme testi dışında uygulamada eşbütünleşme ilişkisini ortaya çıkaran başka testler de mevcuttur.<sup>376</sup>

Çok değişkenli zaman serilerinde, değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilen ve bu ilişkiyi ifade eden regresyon denklemlerinin yanıtıcı olup olmadığını kanıtlayabilecek analiz yöntemi eşbütünleşme yöntemidir. Bu yöntem, aynı dereceden durağan olmayan değişkenlerin oluşturduğu lineer ilişkinin durağan olması temeline dayanır.<sup>377</sup>

Analize tabi tutulan modelde ikiden fazla değişken varsa, birden fazla eşbütünleştirici vektör olma olasılığı vardır yani modeldeki değişkenler arasında birden fazla denge ilişkisi olabilir. Bundan dolayı Johansen (1988), Johansen-Juselius ve Johansen (1995) de çok denklem yaklaşımını geliştirmiş ve değişkenler arasından birden fazla eşbütünleşme ilişkisi olabileceği ortaya konulmuştur.<sup>378</sup>

Johansen eşbütünleşme testinin dayandığı VAR (vektör auto regression) analizinin denklem sistemi şöyle tanımlanır:<sup>379</sup>

<sup>375</sup> Naciye Pınarörü, "Johansen ve Kısmi Lineer Tekil Değer Eşbütünleşme Testlerinin Bir Uygulama Problemi Üzerinde Karşılaştırılması", (Yayımlanmamış YL. Tezi) Gazi Üniv. F.B.E. Ankara 2007 s:18

<sup>376</sup> Aytaç Pekmezci, "Eşbütünleşme (Koentegrasyon) Yöntemlerinin Simülasyon Verileri İle Karşılaştırılması ve Bir Model Uygulaması", (Yayımlanmamış Doktora Tezi) Muğla Ü. Kasım 2011 s:4

<sup>377</sup> Naciye Pınarörü, "a.g.e" s:1-2

<sup>378</sup> Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Çınar, "Ekonometrik Zaman Serileri Analizi; Eviews Uygulamalı" 4. Baskı: Bursa, Dora Basım-Yayın 2014, s:580

<sup>379</sup> Recep Tari ve Durmuş Ç. Yıldırım, "Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye İçin Bir Uygulama", Celal Bayar Üniv. İİBF. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:16 Sayı:2 Yıl:2009 ss:95-105

$$\Delta X_t = \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k} + \Pi \Delta X_{t-k} + \varepsilon_t$$

$$\Gamma_i = -I + \Pi_1 + \dots + \Pi_i, i = 1, \dots, k$$

Bu VAR denkleminde Johansen eşbütünleşme testinde yer alan aynı mertebeden durağan serilerin denklemleri, sistemdeki her değişkenin düzey ve gecikmeli değerleri yer almaktadır. Denkleminde yer alan  $\Pi$  katsayılar matrisini ifade eder ve katsayılar matrisinin rankı, sistemde yer alan eşbütünleşmenin ilişki sayısını belirtir.  $\Pi$  matrisin rankının sıfıra eşit olması  $X$  vektörünü oluşturan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı şeklinde yorumlanır. Matrisin rankı 1'e eşit olması değişkenler arasında 1 tane eşbütünleşme ilişkisinin varlığını belirtirken, matris rankının 1'den büyük olması ise değişkenler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisinin var olduğunu belirtir.<sup>380</sup>

Johansen eşbütünleşme testinde, teste tabi tutulan zaman serileri arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığının belirlenmesinde, iz (trace) ve maksimum öz değer istatistikleri kullanılmaktadır. Eşbütünleşme ilişkisinin tespitinde öncelikle, matris rankın  $r$ 'ye eşit ve ya  $r$ 'den küçük bir değerde aldığını ifade eden temel hipotez ile alternatif hipotez mukayese edilir. Yapılan bu karşılaştırma, iz ve maksimum öz değer test istatistiklerinin ile kritik değerlerin karşılaştırılmasıdır. Eğer ki test istatistikleri, kritik değerden büyük ise temel hipotez reddedilir ve alternatif hipotez kabul edilir. Sonraki aşamada ise matris rankın  $r$ 'ye eşit olduğunu iddia eden temel hipotez ile  $r+1$  olduğunu iddia eden alternatif hipotez mukayese edilir. Karşılaştırmalarda kullanılan kritik değerler Johansen ve Juselius (1990) tarafından belirtilmiştir.<sup>381</sup>

#### 4.2.2. Nedensellik Analizi

Koenterasyon (eşbütünleşme) ilişkisi aynı mertebeden durağan seriler arasında aranacağı için, serilerin durağanlıkları hakkında bilgiye ihtiyaç vardır. Eğer

<sup>380</sup> Recep Tari ve Durmuş Ç. Yıldırım, a.g.e. ss:95-105

<sup>381</sup> Recep Tari ve Durmuş Ç. Yıldırım, a.g.e. ss:95-105

ki seriler aynı mertebeden durağansa bu seriler arasında eşbütünleşme gözlenmiyor olsa bile durağan oldukları aynı mertebede nedensellik ilişkisi araştırılabilir.<sup>382</sup>

Granger nedensellik testi olarak da bilinen (vektör) hata düzeltme prosedürü aşağıdaki eşitlikler ile ifade edilebilmektedir.<sup>383</sup>

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \lambda_{1i} \Delta Y_{t-i} + \gamma_1 ECT_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta Y_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^m \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \lambda_{2i} \Delta Y_{t-i} + \gamma_2 ECT_{t-1} + \varepsilon_{2t} \varepsilon \lambda$$

### 4.3. Analiz

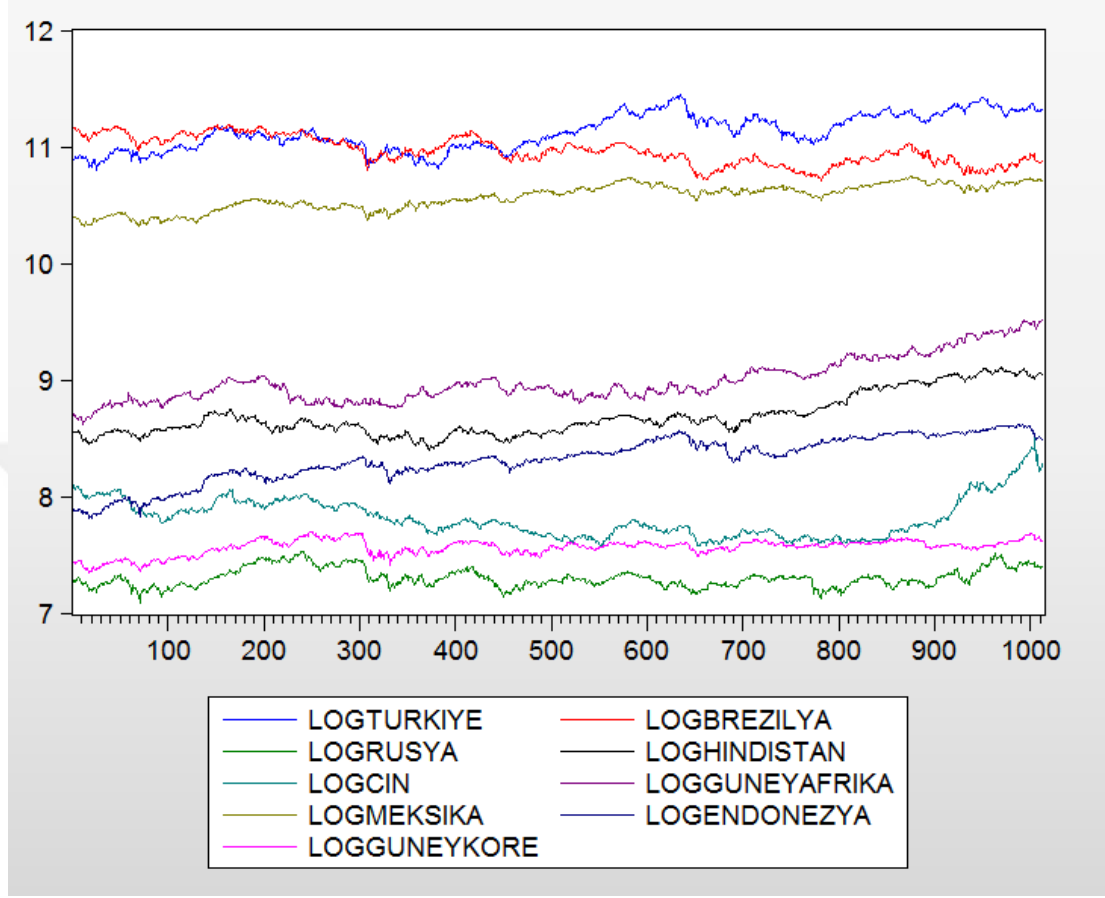
Çalışmamızın bu bölümünde, daha önceden belirttiğimiz analiz metotlarının uygulamaları ve sonuçları yer almaktadır. Öncelikle analize konu edilen endeks kapanış fiyatlarının toplu olarak logaritmik grafiği ve tekli olarak kapanış fiyat grafikleri verilmiştir.

<sup>382</sup> Figen Büyükakın, Hilal Bozkurt ve Vedat Cengiz, "Türkiyede Parasal Aktarımın Faiz Kanalının Granger Nedensellik ve Toda-Yamamoto Yönetimleri İle Analizi", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı:33 Temmuz-Aralık 2009, ss:101-118

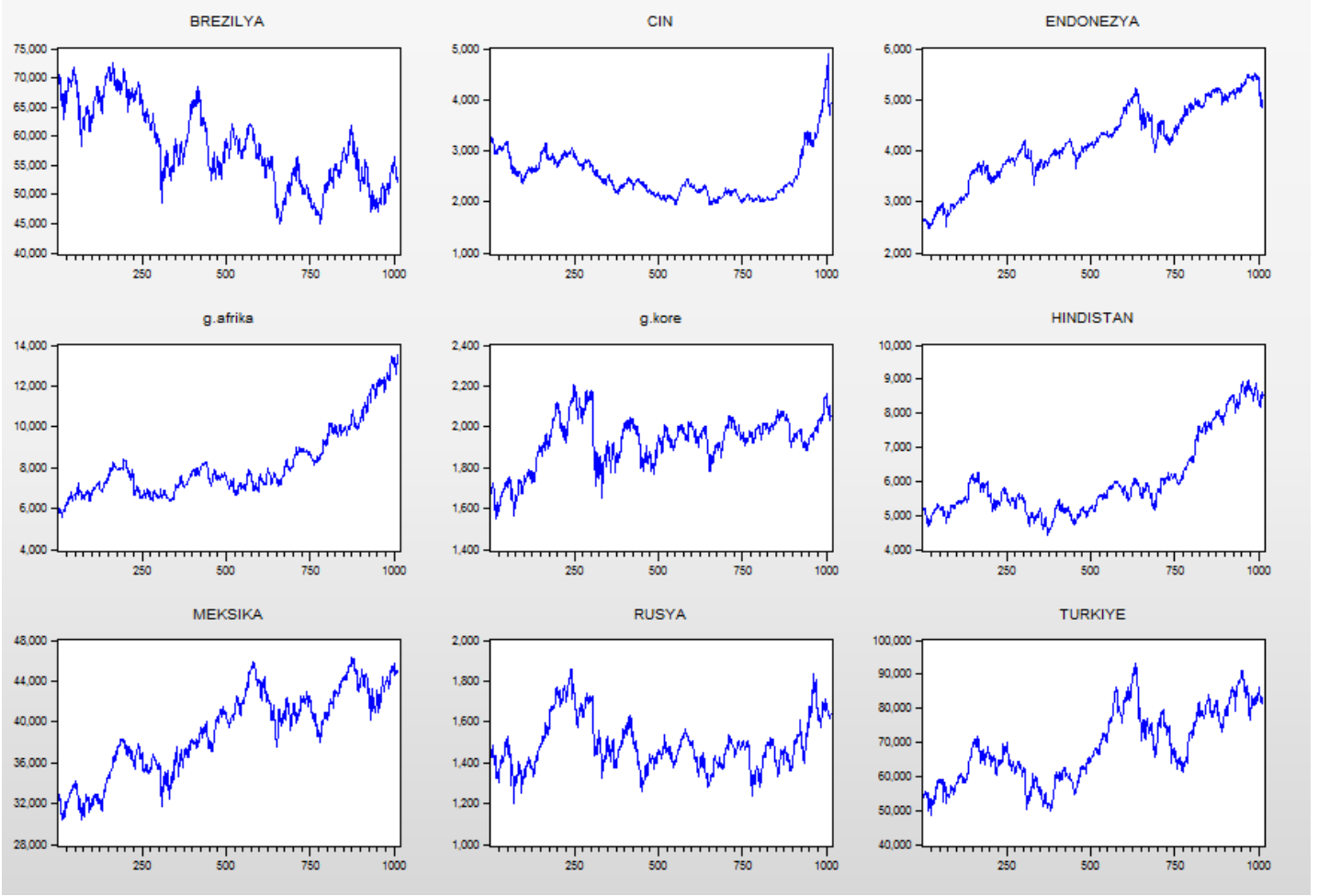
<sup>383</sup> Murat Çetin, "Sabit Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Ampirik Bir Analiz", Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, ss:221-230



Grafik 106: Endeks Serilerinin Toplu Grafiği (Logaritmik)



Grafik 107: Endeks Serilerinin Kapanış Fiyatlarının Tekli Grafiği



### 4.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

*Tablo 25*'de serilere ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Jarque-Bera istatistikleri incelendiğinde teste tabi tutulan serilerin normal dağıldığı % 1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir.

Tablo 26: Logaritmik Endeks Serilerinin Tanımlayıcı İstatistikleri

	LOGBRSL	LOGCIN	LOGEND	LOGGAFRIK	LOGHIND	LOGKORE	LOGRUS	LOGMEX	LOGTURK
Mean	10.96513	7.815970	8.317968	8.987703	8.686376	7.562334	7.301015	10.56627	11.12403
Median	10.95560	7.773809	8.333097	8.936167	8.633304	7.576046	7.289215	10.59096	11.11011
Maximum	11.19351	8.499025	8.616729	9.510445	9.104024	7.700001	7.528326	10.74319	11.44228
Minimum	10.71366	7.575590	7.814227	8.619750	8.391267	7.347809	7.087899	10.32115	10.79424
Std. Dev.	0.117918	0.170204	0.192034	0.192470	0.177808	0.066778	0.082058	0.108108	0.153502
Skewness	0.027966	0.918982	-0.643102	0.942602	0.949527	-0.816726	0.575492	-0.428089	0.022279
Kurtosis	2.021501	3.623053	2.783839	3.142448	2.774351	3.443021	2.759747	2.140322	1.938848
Jarque-Bera	40.54481	158.9695	71.79829	150.8647	154.3696	120.9029	58.35240	62.13442	47.61222
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	11107.68	7917.577	8426.102	9104.543	8799.299	7660.644	7395.928	10703.63	11268.64
Sum Sq. Dev.	14.07139	29.31693	37.31957	37.48911	31.99507	4.512792	6.814305	11.82769	23.84569
Observations	1013	1013	1013	1013	1013	1013	1013	1013	1013

Jarque-Bera istatistiğine göre  $H_0$  kabul,  $H_1$  reddedilecektir. <sup>384</sup>

$H_0 =$  Normallikten sapma yoktur.

$H_1 =$  Normallikten sapma vardır.

**Tablo 26**'da borsa endekslerinin logaritmik fiyatları arasındaki korelasyonlar verilmiştir. BIST 100 endeksinin Brezilya borsası endeksi ile % 44 (negatif) , Çin (Şangay) borsası endeksi ile % 0,7 (negatif), Endonezya'nın endeksi ile % 81,5 (pozitif), Güney Afrika borsası ile % 69, Hindistan borası endeksi ile % 79, Güney Kore borsası endeksi ile % 56, Rusya borsası endeksi ile % 19,4, Meksika borsası endeksi ile % 82 korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Yine tablodan görüldüğü üzere Meksika borası ile Endonezya borsası arasında (% 90), Hindistan borsası ile Güney Afrika borası arasında (% 90,5)., BIST100 ile Endonezya borsası endeksi arasında (% 81,4), BIST100 ile Hindistan borası arasında (% 79) ve BIST 100 ile Meksika borası arasında (% 82) yüksek korelasyon görülmektedir.

<sup>384</sup> Hilal Yıldız Bozkurt, "Zaman Serileri Analizi" 2.Baskı,Ekin Yayınevi 2013 s:130

Tablo 27: Logaritmik Endeks Serileri Korelasyon Tablosu

	LOGBRSL	LOGCIN	LOGEND	LOGGAFRIK	LOGINDA	LOGKORE	LOGRUS	LOGMEX	LOGTURK
LOGBRSL	1.000000								
LOGCIN	0.347465	1.000000							
LOGEND	-0.692426	-0.209064	1.000000						
LOGGAFRIK	-0.502800	0.217511	0.743427	1.000000					
LOGINDA	-0.424398	0.255128	0.719291	0.905449	1.000000				
LOGKORE	-0.151439	0.000414	0.672263	0.458917	0.454179	1.000000			
LOGRUS	0.265591	0.552116	0.132436	0.218673	0.247901	0.616657	1.000000		
LOGMEX	-0.552400	-0.242994	0.903663	0.699687	0.666680	0.633801	0.136959	1.000000	
LOGTURK	-0.438773	-0.007342	0.814926	0.688888	0.790568	0.561978	0.194556	0.820803	1.000000

### 4.3.2. Durağanlık Analizleri

Analiz yapılan zaman serilerinin analize konu olan dönem için durağan olup olmadığı belirlenmiştir. Yapılan durağanlık analizinde, yaygın olarak birim kök testleri kullanılmıştır.

Zaman serilerinde durağanlığın sınanması için literatür de en yaygın ve en geçerli kullanılan yöntem birim kök testleridir. Zaman serileri analizinde en yaygın kullanılan test teknikleri, Dickey-Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testleridir.<sup>385</sup> ADF'nin DF'den tek farkı ise ADF'nin hata terimlerinin otokorelasyonlu olmaları ve bu otokorelasyonu ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenini gecikmeli değerlerinin modele dahil edilmesidir.<sup>386</sup> Logaritmik serilerin durağan olup olmadığını belirlemek için ADF (Augmented Dickey Fuller) testi kullanılmıştır.

Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (ADF) regresyon modeli şu şekilde formüle edilebilir:<sup>387</sup>

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma_t + \delta Y_{t-1} \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-1} + u_t$$

$\Delta Y_t$  : durağanlık testine tabi tutulan değişkenin birinci farkı

t: genel eğilim değişkeni

$\Delta Y_{t-1}$  : durağanlık testine tabi tutulan değişkenin bir gecikmeli farkı

<sup>385</sup> Aytaç Pekmezci, "Eşbütünleşme (Koentegrasyon)Yöntemlerinin Simülasyon Verileri ile Karşılaştırılması ve Bir Model Uygulaması", (Yayımlanmamış Doktora Tezi) Muğla Ü. Kasım 2011 s:3

<sup>386</sup> Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Çınar, "a.g.e." s:392

<sup>387</sup> Selin Zaman, a.g.e, s:75

$\Delta$  : ilgili değişkenin birinci farkının alındığını gösteren notasyon.

Oluşturulan denklemde, hata terimlerinden ardışık bağımlılık problemine rastlanmaması için denkleme gecikmeli fark terimleri dahil edilmektedir. Denklemdeki gecikme uzunluğu (m) genel olarak Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Kriteri (SC) kullanılarak belirlenmektedir. Uygun gecikme uzunlukları bu değerlerin minimum olduğu değerlerde gerçekleşmektedir.<sup>388</sup>

ADF testi ile “serinin birim kökü vardır” sıfır hipotezi test edilir.

$$H_0 = \text{Logaritmik serilerde birim kök vardır.}$$

$$H_{01} = \text{Logaritmik serilerde birim kök yoktur.}$$

Çalışmada, Akaike Bilgi kriteri (AIC) yardımıyla, optimal gecikme uzunluğu 2 olarak bulunmuştur(bknz. *Analiz Tablosu 1*).

$$\Delta Y = \alpha + \beta t + \phi * Y_{t-1} \sum = p i 1 + \delta \Delta Y_{t-1} + e$$

Analiz Tablosu 1: Serilerin Gecikme Uzunluğu

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	10508.57	NA	6.27e-21	-20.97816	-20.93402	-20.96138
1	26796.48	32250.39	5.42e-35	-53.35960	-52.91825*	-53.19186
2	26959.61	320.0739	4.60e-35*	-53.52370*	-52.68514	-53.20500*
3	27012.81	103.4247	4.86e-35	-53.46816	-52.23238	-52.99850
4	27058.04	87.10421	5.22e-35	-53.39667	-51.76369	-52.77606
5	27103.73	87.19462	5.61e-35	-53.32614	-51.29594	-52.55456
6	27151.24	89.78721	6.00e-35	-53.25921	-50.83181	-52.33667
7	27192.21	76.70783	6.50e-35	-53.17924	-50.35462	-52.10574
8	27244.12	96.24015	6.90e-35	-53.12111	-49.89928	-51.89665
9	27288.35	81.22459	7.43e-35	-53.04765	-49.42861	-51.67223
10	27348.38	109.1402*	7.76e-35	-53.00575	-48.98950	-51.47937
11	27398.44	90.11808	8.26e-35	-52.94393	-48.53047	-51.26659
12	27450.24	92.31629	8.77e-35	-52.88559	-48.07491	-51.05728

\* Indicates lag order selected by the criterion  
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
FPE: Final prediction error  
AIC: Akaike information criterion  
SC: Schwarz information criterion  
HQ: Hannan-Quinn information criterion

<sup>388</sup> Selin Zaman, a.g.e., s:76

1. *Aşama*: değişkenlerin duran olup olmadıkları ve durağanlıklarının mertebeleri tespit edilir (DF, ADF ve PP testleri durağanlığın mertebesinin belirlenmesinde yardımcı analizlerdir). Değişkenlerin aynı mertebeden durağan olmaları gerekir.

2. *Aşama*: değişkenlerin düzey değerleri ile regresyon ilişkisi araştırılır ve hata teriminin durağanlığı test edilir.

$$y_t = \alpha + \beta x_t + e_t$$

ADF yardımıyla hata teriminin ( $e_t$ ) durağan olup olmadığına bakılır.<sup>389</sup>

Analiz Tablosu 2: ADF Birimkök Testi

Birimkök Testi	ADF			
	Seviye Değeri		I. Fark Değeri	
Seriler	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
LOGTURKİYE	0.772044	0.8801	-32.3491	0.0000
LOGBREZİLYA	-0.58336	0.4647	-16.9207	0.0000
LOGRUSYA	0.219752	0.7499	-32.0858	0.0000
LOGHINDISTAN	0.219752	0.7499	-32.0858	0.0000
LOGCIN	0.391996	0.7968	-9.16631	0.0000
LOGGUNEYAFRIKA	1.675936	0.9776	-30.2306	0.0000
LOGMEKSIKA	1.309301	0.9523	-7.86174	0.0000
LOGENDONEZYA	1.453873	0.9642	-8.66092	0.0000
LOGGUNEYKORE	0.790662	0.8834	-9.79557	0.0000

Serilerimizin durağanlık seviyesini belirlemek için yaptığımız ADF birim kök testi sonuçlarına göre serilerimiz seviye değerinde birim kök içerirken, serilerimizin hepsi birinci derecede birim kök içermemektedir (I(1)). Yani serilerimiz birinci mertebede durağandır (aynı mertebede).

<sup>389</sup> Hilal Yıldız Bozkurt, “Zaman Serileri Analizi” 2.Baskı, Ekin Yayınevi 2013 s:122

### 4.3.3.Engle-Granger Eşbütünleşme Analizleri Uygulama

Analizde ilk adım olarak Engle-Granger Eşbütünleşme analizini uygulanacaktır. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını analiz için Engle-Granger (1987) iki aşamalı bir yöntem önermişlerdir. Bu analiz yönteminde, değişkenlerin düzey değerlerinin tahmin edilmesiyle bulunan hata teriminin, geleneksel VAR modelinde yerine konmasıyla işleyen bir sürece sahiptir.<sup>390</sup>

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon_t$$

$Y_t$  ve  $X_t$  birinci dereceden durağan serilerdir (  $I(1)$ ). Eğer hata terimi  $\varepsilon_t$  durağan ise ( sıfırıncı dereceden  $I(0)$ ) değişkenler arasında eşbütünleşme olduğu söylenir.<sup>391</sup>

Engle-Granger eşbütünleşme analizi iki adımlı bir süreç olarak belirtilir. İlk adım analizin parametrelerinin tahmin edilir, ikinci adımda ise bu parametreler hata düzeltme modelinde kullanılır.<sup>392</sup>

Engle-Granger yaklaşımının adımlarını şu şekilde de sıralayabiliriz:

#### **Adım 1)**

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon_t$$

$Y_t$  ve  $X_t$  değişkenlerinin aynı mertebeden ( birinci mertebeden,  $I(1)$ ) durağan oldukları kabul edilir.

*Adım 1'* de verilen denklemden dengeden sapmayı gösteren kalıntıları yani  $\varepsilon_t$  elde edilir.

$$\hat{\varepsilon}_t = Y_t - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_t$$

**Adım 2)**  $\varepsilon_t$  'nin yani kalıntıların durağan olup olmadığı test edilir.  $\varepsilon_t$  'ye birim kök testi uygulanır. Kalıntılar  $I(0)$  yani sıfırıncı mertebeden durağan olmaları gerekir.

<sup>390</sup> Hilal Yıldız Bozkurt, "Zaman Serileri Analizi" 2.Baskı,Ekin Yayınevi 2013 s:116

<sup>391</sup> Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Çınar, "a.g.e." s:562

<sup>392</sup> Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Çınar, "a.g.e." s:562

**Adım 3)** Değişkenler arasındaki eşbütünleşme uzun vadeli bir ilişkinin varlığını temsil eder ancak kısa dönemde değişkenler arasında dengesizlik meydana geleceği belirtilmektedir. Bu dengesizliği ortadan kaldırmak için hata düzeltme modeline eklenir. Bir örnek model yazılabilir:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta \Delta X_t + \varepsilon_t + \lambda \varepsilon_{t-1}$$

Modelde yer alan  $\lambda$  değeri  $-1 < \lambda < 0$  olmalıdır. Ayrıca t-tablo değeri ve olasılık (probability) değerleri de % 5'den küçük olmalıdır (anlamli olmalıdır). Bu koşullar sağlanmışsa değişkenlerimizin uzun vadede eşbütünleşik olduğu söylenir.



### 4.3.3.1. BIST100 Endeksi ile Brezilya BOVESPA Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

Borsa İstanbul (BIST) endeksi olan BIST100 ile Brezilya borsası (BOVESPA) endeksi IBOVESPA arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenecektir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Brezilya endeks kapanış değerlerinin logaritması alınarak oluşturulmuştur.

*Model 1:*

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

*Model 1'e göre BIST100 ile Brezilya BOVESPA endeksi arasında analiz tablomuz şu şekildedir ( Tablo 3) .*

**Analiz Tablosu 3: BIST –BOVESPA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi**

Date: 12/30/15 Time: 15:08				
Series: LOGTURKIYE LOGBREZILYA				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministic: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-2.480087	0.2888	-12.54079	0.2343
LOGBREZILYA	-2.925368	0.1300	-16.32988	0.1151
*Mackinnon (1996) p-values.				

*Analiz Tablosu 3*'de Tau-istatistik değerimiz, % 5 'anamlılık değerinden yüksektir (0.288). Tau-istatistik değerinin %5 anlamlılık değerinden yüksek olduğu için değişkenlerin bu düzeyde eşbütünleşiktir.

BIST ve BOVESPA serilerinin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimiz *Analiz Tablosu 4*'e göre % 1 anlamlılık düzeyi hariç olmak üzere % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir.

Analiz Tablosu 4: BIST-BOVESPA Durağanlık Testi

Null Hypothesis: ECBREZILYA has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.480087	0.0128
Test critical values:		
1% level	-2.567249	
5% level	-1.941136	
10% level	-1.616489	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

#### 4.3.3.1.1. BIST 100 Endeksi İle Brezilya BOVESPA Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi

Borsa İstanbul (BIST) endeksi olan BIST100 ile Brezilya borsası endeksi IBOVESPA arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenecektir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Brezilya endeksi kapanış değerlerinin doğal logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Endeksler arasında eşbütünleşmenin varlığını tespit etmek amacıyla Engle-Granger eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Serilerimizi hata düzeltme modeli oluşturarak analiz ettiğimizde ise,

Model 2:

$$\Delta \ln Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln X_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

Analiz Tablosu 5: BIST – BOVESPA Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)									
Method: Least Squares									
Date: 01/03/16 Time: 22:53									
Sample (adjusted): 2 1013									
Included observations: 1012 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
D(LOGBREZILYA)	0.360610	0.032118	11.22753	0.0000					
C	0.000531	0.000509	1.042514	0.2974					
ECBREZILYA(-1)	-0.003705	0.003705	-1.000109	0.3175					

D(LOGBREZILYA) 'nın olasılık değeri % 5 'değerinden düşüktür aynı zamanda katsayısı (coefficient) pozitif değerlidir bu durumda BIST100 ile BOVESPA arasında kısa vadeli ilişki vardır diyebiliriz.

ECBREZILYA'nın ise katsayısı (coefficient değeri) -1 ile 0 değerleri arasındadır ancak olasılık değerimiz % 5'in çok üzerindedir bu nedenle bu modele dayanarak BIST100 ile Brezilya borsası arasında eşbütünleşme yoktur diyebiliriz.

Brezilya borsasının işlem saatiyle BIST100 endeksinin işlem saatleri arasında önemli bir zaman farkı bulunmaktadır. Finansal pazarlarda bilgiler anlık olarak fiyatlara yansiyabildiği için zaman genişlikleri çok büyük bir öneme sahiptir. Zaman farkından kaynaklı sapmayı gidermek amacıyla LogBreziya serisinin bir gecikmeli değeriyle model tekrar kurulmuştur.

Örnek referans model:  $\Delta \ln Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln X_{t-1} + \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1}$

Model 3:

$$\Delta \log \text{Turkiye}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log \text{Brezilya}_{t-1} + \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1}$$

Analiz Tablosu 6: BIST-BOVESPA Uzun Dönemli İlişki Analizi (BOVESPA Serisi Bir Gecikmeli Modellenmiştir)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGBREZILYA(-1))	0.172500	0.033551	5.141449	0.0000
C	0.000485	0.000534	0.909501	0.3633
ECBREZILYA(-1)	-0.007624	0.003871	-1.969663	0.0492
R-squared	0.028717	Mean dependent var		0.000436
Adjusted R-squared	0.026790	S.D. dependent var		0.017194
S.E. of regression	0.016962	Akaike info criterion		-5.312723
Sum squared resid	0.290010	Schwarz criterion		-5.298127
Log likelihood	2688.581	Hannan-Quinn criter.		-5.307179
F-statistic	14.90133	Durbin-Watson stat		2.144642
Prob(F-statistic)	0.000000			

Eviews8 programı kullanılarak elde ettiğimiz analiz sonuç tablomuzda, modele eklediğimiz bir gecikmeli LOGBREZILYA serisindeki değerlere göre katsayı

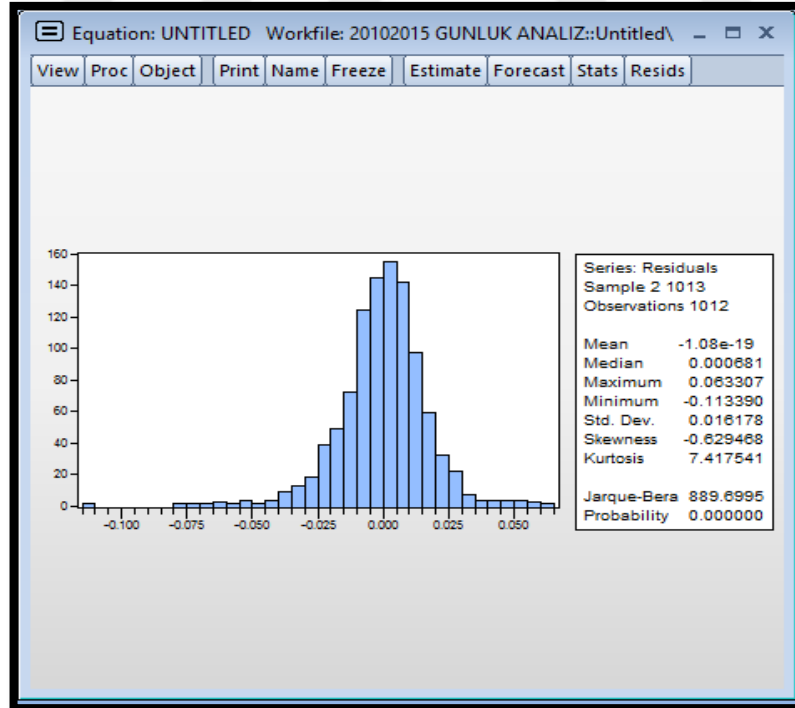
(coefficient) pozitif ve olasılık değerimiz % 5 anlamlılık düzeyinden küçüktür. Bu durumda BIST100 ile BOVESPA arasında kısa vadeli ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Hata terimlerinin bir gecikmeli analizinde ise, bir gecikmeli ECBREZILYA(-1) katsayısının -1 ile 0 arasında olduğu ve % 5'den küçük olarak hesaplanan istatistik değerinin de anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum Brezilya borsası ile BIST100 arasında uzun vadeli bir ilişkinin var olduğu şeklinde yorumlanır.

#### 4.3.3.1.2. BIST 100 Endeksi İle Brezilya BOVESPA Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri

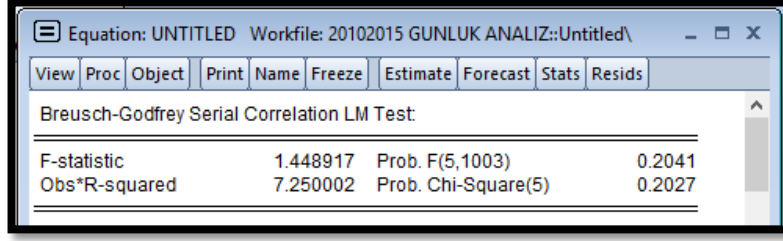
Oluşturulan modele Histogram-Normal Dağılım Testi uyguladığımızda Jarque-Bera olasılık değerinin %5 den küçük olduğu görülmektedir bu durumda seri normal dağılmamaktadır (bkz. *Analiz Tablosu 7*).

Analiz Tablosu 7: BIST-BOVESPA Histogram Tablosu



Modelimizde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için uyguladığımız testte F istatistiğine ait olasılık % 5 den büyük çıktığı için otokorelasyon yoktur (bkz. *Analiz Tablosu 8*).

Analiz Tablosu 8: BIST-BOVESPA Otokorelasyon Tablosu



Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test									
F-statistic	1.448917	Prob. F(5,1003)	0.2041						
Obs*R-squared	7.250002	Prob. Chi-Square(5)	0.2027						

#### 4.3.3.1.3. BIST100 ile Brezilya BOVESPA Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

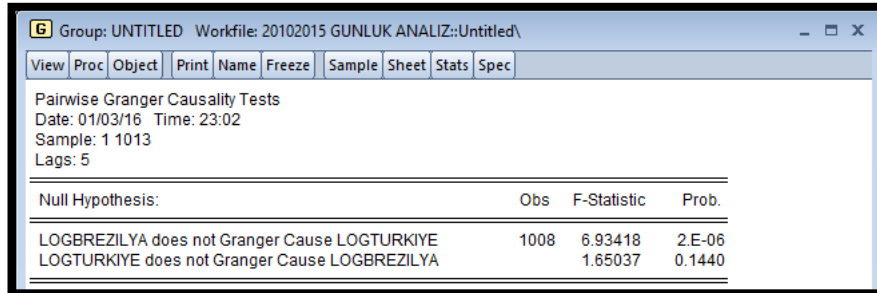
Serilerimize Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Böylece aralarındaki ilişkinin yönü hakkında kantitatif bir çıkarım elde edilmiştir. Granger nedensellik testlerimiz hem uzun dönemli hem de kısa dönemli nedensellik testleri olarak analiz edilmiştir.

Nedensellik testinde kullanacağımız hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGBREZİLYA LOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = \text{LOGBREZİLYA LOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

Analiz Tablosu 9: BIST-BOVESPA Arasında Kısa Dönemli Granger Nedensellik Analizi



Group: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Sample	Sheet	Stats	Spec
Pairwise Granger Causality Tests									
Date: 01/03/16 Time: 23:02									
Sample: 1 1013									
Lags: 5									
Null Hypothesis:									
		Obs	F-Statistic	Prob.					
LOGBREZİLYA does not Granger Cause LOGTURKIYE		1008	6.93418	2.E-06					
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGBREZİLYA			1.65037	0.1440					

Granger nedensellik analizinde günlük borsa verileriyle çalışıldığı göz önüne alınarak gecikme uzunluğu 5 olarak atanmıştır. Logaritmik seriler kullanıldığı için elde edilen nedensellik uzun dönemli nedensellik olarak kabul edilecektir. **Analiz Tablosu 9'**deki değerlere bakıldığında, uzun dönemde Brezilya borsasının BIST100 deki değişimin nedeni olduğunu ( $0.000002 < 0.05$ ; olasılık değeri anlamlıdır), Brezilya borsasındaki değişilerin Türkiye borsasını etkilediğini söyleyebiliriz. Uzun

dönemde BIST100'ün ise Brezilya borsasındaki değişimin nedeni olmadığı ( $0.144 > 0.05$ ; olasılık değeri anlamlı değildir) söylenebilir.

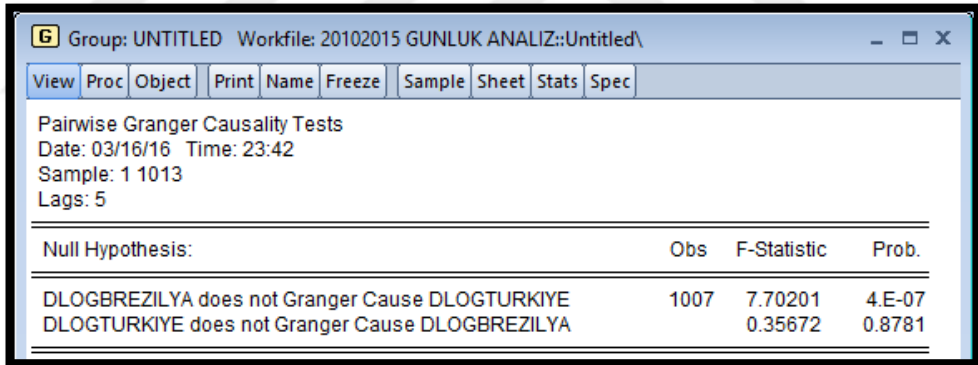
Bu durumda;

$H_0 = \text{LOGBREZİLYA LOGTURKIYE}$  serinin nedeni değildir, Reddedilir.

$H_1 = \text{LOGBREZİLYA LOGTURKIYE}$  serinin nedenidir. Kabul edilir.

*Analiz Tablosu 10*'de ise birinci dereceden farkları alınan logaritmik seriler arasındaki nedensellik analizi bize kısa dönemli bir nedenselliği verecektir. Bunun için LogBrezilya ve LogTürkiye serilerinin birinci farkları alınarak analiz yapılmıştır. Bu analize göre ise kısa dönemde Brezilya borsası Türkiye borsasındaki değişimin nedenidir. Türkiye borsası ise Brezilya borsasındaki değişimin nedeni değildir.

Analiz Tablosu 10: BIST-BOVESPA Arasında Kısa Dönemli Nedensellik Analizi



The screenshot shows the EViews software interface with the following data:

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGBREZİLYA does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	7.70201	4.E-07
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGBREZİLYA		0.35672	0.8781

#### 4.3.3.2. BIST100 Endeksi ile Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

Borsa İstanbul (BIST) endeksi olan BIST100 ile Rusya borsası Moskova'nın endeksi MICEX arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenecektir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Rusya endeksi kapanış değerlerinin doğal logaritması alınarak oluşturulmuştur.

*Model 1:*

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Modelimize göre BIST100 ile Rusya endeksi arasında analiz tablomuz şu şekildedir( *Analiz Tablosu 11* ) .

*Analiz Tablosu 11*'da Tau-istatistik değerimiz, % 5 ‘ anlamlılık değerinden yüksektir (0.6406). Bu nedenle değişkenlerimiz bu düzeyde eşbütünleşiktir.

*Analiz Tablosu 12*'da Serilerin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimizde, % 1 ve % 5 anlamlılık düzeyi hariç olmak üzere % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir.

Durağanlık analizde olasılık değeri 0.0715 çıkmıştır. Bu değer 0.05 değerinden büyüktür ancak serilerimiz % 10 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşiktir.

#### **4.3.3.2.1. BIST 100 Endeksi İle Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi**

Serilerin birinci farklarını alarak ve modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek modelimizi kuruyoruz.

*Model 2:* 
$$\Delta \ln Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln X_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

*Analiz Tablosu 13*'deki değerlere bakıldığında, D(LGRUSYA)'nın hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri %5 anlamlılık düzeyinden düşüktür yani kısa dönemde Rusya borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır. ECRUSYA'nın (hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0658 dir. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den yüksek olsa da analizimizde referans aldığımız kritik seviye olan % 10 ‘dan düşük bir değerdir. Bu bağlamda BIST100 ile Rusya borsa endeksi arasında uzun vadeli ilişki olduğunu söyleyen hipotezimiz kabul edilir.

#### 4.3.3.2.2. BIST 100 Endeksi İle Rusya Moskova Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (*Analiz Tablosu 14*).

Serilerimizde otokorelasyon olup olmadığını test ettiğimizde, *Analiz Tablosu 15*'de görüldüğü gibi F olasılık değerimiz %5den büyüktür yani serilerimizde otokorelasyon yoktur.

#### 4.3.3.2.3. BIST100 ile Rusya Moskova Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

Serilerimize Granger nedensellik testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGRUSYA LOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = \text{LOGRUSYA LOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

*Analiz Tablosu 16*'de BIST ile MOSKOVA borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Moskova borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yine uzun dönemde Borsa İstanbul da Moskova borsasındaki değişimlerin nedeni değildir. Yani  $H_0$  hipotezlerimiz kabul edilir.

*Analiz Tablosu 17*'de ise BIST ile MOSKOVA borsaları arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. *Analiz Tablosu 17*'deki olasılık değerlerine göre, kısa dönemde Moskova borsası, Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yine kısa dönemde Borsa İstanbul da Moskova borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.



### 4.3.3.3. BIST100 Endeksi ile Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

Borsa İstanbul (BIST) endeksi olan BIST100 ile Hindistan borsa endeksi NIFTY100 arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenecektir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Hindistan endeksi kapanış değerlerinin doğal logaritması alınarak oluşturulmuştur.

*Model 1:*

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Modelimize göre BIST100 ile Hindistan endeksi arasında analiz tablomuz şu şekildedir (*Analiz Tablosu 18*). Tabloda görülüşü üzere Tau istatistiğı % 5 anlamlılık düzeyinden yüksektir yani eşbütünleşme vardır.

BIST ve Hindistan serilerinin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimiz *Analiz Tablosu 19*'ye göre % 1 anlamlılık düzeyi hariç olmak üzere % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğı görölmektedir.

#### 4.3.3.3.1. BIST 100 Endeksi İle Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi

*Analiz Tablosu 20*'deki değerlere bakıldığında, D(LOGHINDISTAN)'nın hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür yani kısa dönemde Hindistan borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır. ECHINDISTAN'nin (hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0029'dir. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den düşük bir değerdir. Bu durumda BIST100 ile Hindistan borsa endeksi arasında uzun vadeli ilişki olduğunu söyleyen hipotezimiz kabul edilir.

#### 4.3.3.3.2. BIST 100 Endeksi İle Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (*Analiz Tablosu 21*).

Serilerimizde otokorelasyon olup olmadığını test ettiğimizde, *Analiz Tablosu 22*'de görüldüğü gibi F olasılık değerimiz % 5 'den büyüktür yani serilerimizde otokorelasyon yoktur.

#### 4.3.3.3.3. BIST 100 Endeksi ile Hindistan Ulusal Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

Serilerimize Granger Nedensellik Testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGHINDISTAN LOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = \text{LOGHINDISTAN LOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

*Analiz Tablosu 23*'de BIST ile HINDISTAN borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Hindistan borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedenidir. Yine uzun dönemde Borsa İstanbul da Moskova Borsasındaki değişimlerin nedeni değildir. Yani  $H_1$  hipotezlerimiz kabul edilir.

*Analiz Tablosu 24*'de ise BIST ile HINDISTAN borsaları arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. *Analiz Tablosu 24*'deki olasılık değerlerine göre, kısa dönemde Hindistan borsası, Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedenidir. Yine kısa dönemde Borsa İstanbul da Moskova borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.

#### 4.3.3.4. BIST100 Endeksi ile Çin Şangay Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

BIST100 ile Çin borsasının endeksi Şangay SSE Composite arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenmiştir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Çin endeks kapanış değerlerinin doğal logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Model 1:

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Logaritmik zaman serilerinin Engle-Granger cointegration analizine göre seriler arasında eşbütünleşme yoktur. *Analiz Tablosu 25*'de Tau-istatistik değerimiz, % 5 anlamlılık değerinden yüksektir (0.6159). Bu nedenle değişkenlerimiz bu düzeyde eşbütünleşiktir.

Serilerin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimizde, % 1, % 5 haricinde % 10 anlamlılık düzeyinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir (*Analiz Tablosu 26*).

##### 4.3.3.4.1. BIST 100 Endeksi İle Çin Şangay Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi

Serilerin birinci farklarını alarak ve modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek modelimizi kuruyoruz. *Analiz Tablosu 27*'deki değerlere bakıldığında, D(LOGCIN)'nin hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür yani kısa dönemde Çin borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır. ECCIN'nin(hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0225'dir. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den düşük bir değerdir. Bu bağlamda BIST100 ile Çin borsa endeksi arasında uzun vadeli ilişki olduğunu söyleyen hipotezimiz kabul edilir. Birinci farkı alınan serilerimiz arasında kısa ve uzun dönemli ilişki mevcuttur.

#### 4.3.3.4.2. BIST 100 Endeksi İle Çin Şangay Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (*Analiz Tablosu 28*).

Serilerimizde otokorelasyon olup olmadığını test ettiğimizde, *Analiz Tablosu 29*'de görüldüğü gibi F olasılık değerimiz % 5den büyüktür yani serilerimizde otokorelasyon yoktur.

#### 4.3.3.4.3. BIST 100 Endeksi ile Çin Şangay Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

Serilerimize Granger Nedensellik Testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGCİN LOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = \text{LOGCİN LOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

*Analiz Tablosu 30*'de BIST ile ÇİN borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Çin borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yani  $H_0$  hipotezlerimiz kabul edilir. Diğer taraftan uzun dönemde Borsa İstanbul da Çin borsasındaki değişimlerin nedenidir.

*Analiz Tablosu 31*'de ise BIST ile ÇİN borsası arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. *Analiz Tablosu 31*'deki olasılık değerlerine göre, kısa dönemde Şangay borsası, Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yine kısa dönemde Borsa İstanbul da Şangay borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.

### 4.3.3.5. BIST 100 Endeksi ile Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

BIST100 ile Güney Afrika borsasının JSE Ltd. şirketi arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenmiştir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Güney Afrika borsa kapanış değerlerinin doğal logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Model 1:

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Logaritmik zaman serilerinin Engle-Granger cointegration analizine göre seriler arasında eşbütünleşme yoktur. *Analiz Tablosu 32*'de Tau-istatistik değerimiz, % 5 anlamlılık değerinden yüksektir (0.2650). Bu nedenle değişkenlerimiz bu düzeyde eşbütünleşiktir.

Serilerin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimizde, % 1 haricinde % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir (*Analiz Tablosu 33*).

#### 4.3.3.5.1. BIST 100 Endeksi İle Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi

Serilerin birinci farklarını alarak ve modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek modelimizi kuruyoruz. *Analiz Tablosu 34*'deki değerlere bakıldığında, D(LGGUNEYAFRİKA)'nın hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür yani kısa dönemde Güney Afrika borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır. ECGUNEYAFRİKA'nın (hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0141'dir. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den düşük bir değerdir. Bu bağlamda BIST100 ile Güney Afrika borsası arasında uzun vadeli ilişki olduğunu söyleyen hipotezimiz kabul edilir. Birinci farkı alınan serilerimiz arasında kısa ve uzun dönemli ilişki mevcuttur.

#### **4.3.3.5.2. BIST 100 Endeksi İle Güney Afrika Johannesburg Borsası Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri**

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (*Analiz Tablosu 35*).

Seriler arasında otokorelasyon varlığını test ettiğimizde, *Analiz Tablosu 36*'e göre F istatistiğimizin olasılık değeri % 5 'den büyüktür yani serilerimiz arasında otokorelasyon

#### **4.3.3.5.3. BIST 100 Endeksi -Güney Afrika Johannesburg Borsası Arasında Granger Nedensellik Testi**

Serilerimize Granger nedensellik testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGGÜNEYAFRIKA LOGTURKIYE}$  serisinin nedeni değildir.

$H_1 = \text{LOGGÜNEYAFRIKA LOGTURKIYE}$  serisinin nedenidir.

*Analiz Tablosu 37*'de BIST ile GÜNEY AFRİKA borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Güney Afrika borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yani  $H_0$  hipotezlerimiz kabul edilir. Diğer taraftan uzun dönemde Borsa İstanbul da Güney Afrika borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.

*Analiz Tablosu 38*'da ise BIST ile GÜNEY AFRİKA borsaları arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. *Analiz Tablosu 38*'deki olasılık değerlerine göre, kısa dönemde Güney Afrika borsası, Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Yine kısa dönemde Borsa İstanbul da Güney Afrika borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.

### 4.3.3.6. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

BIST100 ile Meksika borsası endeksi IPC arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenmiştir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Meksika endeks kapanış değerlerinin logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Logaritmik zaman serilerinin Engle-Granger cointegration analizine göre seriler arasında eşbütünleşme yoktur. *Analiz Tablosu 39*'da Tau-istatistik değerimiz, % 5 anlamlılık değerinden yüksektir (0.0814). Bu nedenle değişkenlerimiz bu düzeyde eşbütünleşiktir.

*Analiz Tablosu 40*'da serilerin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimizde, % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir.

#### 4.3.3.6.1. BIST 100 Endeksi İle Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi

Serilerin birinci farklarını alarak ve modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek modelimizi kuruyoruz. Meksika'nın da Borsa İstanbul ile olan uzak mesafesinin ve buna bağlı olarak çalışma saatlerindeki zaman aralığının yüksek olması nedeniyle modelimizde Meksika'nın zaman serisinde bir gecikmeli değeri analize ekliyoruz. Yani modelimiz:

$$\Delta \log \text{Turkiye}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log \text{Meksika}_{t-1} + \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1}$$

şeklinde yeniden yazılmıştır.

*Analiz Tablosu 41*'da D(LOGMEKSİKA(-1))'nın hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür (0.0431) yani kısa dönemde Meksika borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır.

ECMEKSİKA'nın (hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0054'tür. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den düşük bir değerdir. Bu bağlamda BIST100 ile Meksika borsa endeksi arasında uzun vadeli ilişki olduğu söylenebilir.

#### **4.3.3.6.2. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri**

*Analiz Tablosu 42*'da görüldüğü gibi serilerimizi normal dağılıma uymamaktadır.

Borsa İstanbul ve Meksika borsası zaman serileri arasında yapılan otokorelasyon testine göre F olasılık değeri % 5 anlamlılık değerinden yüksek çıkmıştır yani serilerimizde otokorelasyon yoktur (bknz. *Analiz Tablosu 43*).

#### **4.3.3.6.3. BIST 100 Endeksi ile Meksika Ulusal Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi**

Serilerimize Granger nedensellik testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGMEKSİKA LOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = \text{LOGMEKSİKA LOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

*Analiz Tablosu 44* de BIST ile MEXİKA borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Meksika borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedenidir. Uzun dönemde Borsa İstanbul ise Meksika borsasındaki değişimlerin nedeni değildir. Yani  $H_0$  hipotezlerimiz kabul edilir.

*Analiz Tablosu 45*'de ise BIST ile MEKSİKA borsaları arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. *Analiz Tablosu 45*'deki olasılık değerlerine göre, Meksika



borsasının BIST üzerindeki nedenselliği ilişkisinde %10 anlamlılık kriterinin baz alacak olursak Meksika borsasının BIST100 endeksi üzerinde kısa dönemli nedenselliğe sahip olduğunu söyleyebiliriz. Ancak kısa dönemde Borsa İstanbul Meksika borsasındaki değişimlerin nedeni değildir.

#### **4.3.3.7. BIST100 Endeksi ile Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki**

Borsa İstanbul (BIST) endeksi olan BIST100 ile Endonezya ulusal borsa endeksi Jakarta Composite arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenecektir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Endonezya endeks kapanış değerlerinin logaritması alınarak oluşturulmuştur.

*Model 1:*

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Model 1'e göre BIST100 ile Endonezya endeksi arasında analiz tablomuz şu şekildedir ( Tablo 1) .

*Analiz Tablosu 46*'de Tau-istatistik değerimiz, % 5 'anlamlılık değerinden yüksektir (0.1556). Tau-istatistik değerinin %5 anlamlılık değerinden yüksek olduğu için değişkenlerin bu düzeyde eşbütünleşiktir.

BIST ve ENDONEZYA serilerinin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimiz *Analiz Tablosu 47*'ye göre % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir.

#### **4.3.3.7.1. BIST 100 Endeksi İle Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi**

Çalışmamızda model olarak kullandığımız temel modellerden birisi *Model 3*'tür.

*Model 3:*

$$\Delta \ln Y_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln X_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

Ancak diğer analizlerimizde de göz önünde bulundurduğumuz bir durum vardı ki o da borsalar arasındaki işlem saatlerinde olması muhtemel büyük zaman farklarıdır. Böyle bir durumda yani eğer iki borsa arasında işlem saatleri açısından büyük bir zaman farkı varsa bu durum seriler arasındaki ilişkide sapmaya neden olabilir. Bu neden modelimizde bir düzeltme ekleyerek analizimizi tekrarlıyoruz.

Model

4:

$$\Delta \log \text{Turkiye}_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log \text{ENDONEZYA}_t + \varepsilon_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1}$$

Serilerin birinci farklarını alarak, modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek ve logTurkiye serisinin bir gecikmeli değerini modele katarak modelimizi kuruyoruz. **Analiz Tablosu 48'**ya D(LOGENDONEZYA)'nın hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür (0.0431) yani kısa dönemde Endonezya borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır.

ECENDONEZYA'nın(hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasındadır ve olasılık değeri de 0.0067'dir. Anlamlılık kritik değeri olan 0.05 den düşük bir değerdir. Bu bağlamda BIST100 ile Endonezya borsa endeksi arasında uzun vadeli ilişki olduğu söylenebilir.

#### **4.3.3.7.2. BIST 100 Endeksi İle Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri**

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (**Analiz Tablosu 49**).

Borsa İstanbul ve Endonezya borsası zaman serileri arasında yapılan otokorelasyon testine göre F olasılık değeri % 5 anlamlılık değerinden yüksek çıkmıştır yani serilerimizde otokorelasyon yoktur (bkz. **Analiz Tablosu 50**).

### 4.3.3.7.3. BIST 100 Endeksi ile Endonezya Jakarta Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

Serilerimize Granger Nedensellik Testi uygulamak için hipotezlerimizi belirledik. Öncelikle uzun dönemli nedensellik irdelenmiştir. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = \text{LOGENDONEZYA LOGTURKIYE}$  serinin nedeni değildir.

$H_1 = \text{LOGENDONEZYA LOGTURKIYE}$  serinin nedenidir.

*Analiz Tablosu 51*'da BIST ile ENDONEZYA borsaları arasındaki uzun dönemli ilişki ele alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Endonezya borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedenidir. Uzun dönemde Borsa İstanbul ise Endonezya borsasındaki değişimlerin nedenidir. Yani  $H_0$  hipotezlerimiz reddedilir ve  $H_1$  hipotezi kabul edilir.

*Analiz Tablosu 52*'de ise BIST ile ENDONEZYA borsaları arasındaki kısa dönemli ilişki ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. Endonezya borsasının BIST100 endeksi üzerinde kısa dönemli nedenselliğe sahip olduğunu söyleyebiliriz. Ve kısa dönemde Borsa İstanbul Endonezya borsasındaki değişimlerin nedeni olduğu söylenebilir.

### 4.3.3.8. BIST100 Endeksi ile Güney Kore Borsası Endeksi Arasındaki Uzun Dönemli İlişki

BIST100 ile Güney Kore borsası endeksi KOSPI Composite arasındaki ilişkiyi Engle-Granger eşbütünleşme analizi kullanılarak incelenmiştir. İncelemede kullanacağımız seriler BIST100 ve Güney Kore endeks kapanış değerlerinin logaritması alınarak oluşturulmuştur.

*Model 1:*

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln X_t + u_t$$

Modelimize göre BIST100 ile Güney Kore endeksi logaritmik zaman serileri arasında Engle-Granger eşbütünleşme (cointegration) analizine göre seriler arasında eşbütünleşme yoktur. *Analiz Tablosu 53*'de Tau-istatistik değerimiz, % 5 'anlamlılık değerinden yüksektir (0.6153). Bu nedenle değişkenlerimiz bu düzeyde eşbütünleşiktir.

Serilerin artık değerinin durağanlığını analiz ettiğimizde, % 1, % 5 haricinde % 10 anlamlılık düzeyinde artık değerlerin durağan olduğu görülmektedir (*Analiz Tablosu 54*).

#### **4.3.3.8.1. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Borsası Endeksi Arasında Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi**

BIST 100 ile Güney Kore borsası arasındaki analizde modelimizde düzelme yaparak analiz edilmiştir.

Model 3: 
$$\Delta \ln Y_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln X_t + \alpha_2 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

Serilerin birinci farklarını alarak ve modele hata terimlerinin bir gecikmeli değerini ekleyerek modelimizi kuruyoruz. *Analiz Tablosu 55*'de D(LOGGUNEYKORE)'nin hem katsayısı (coefficient) pozitif hem de olasılık değeri % 5 anlamlılık düzeyinden düşüktür (0.000) yani kısa dönemde Güney Kore borsası endeksi ile BIST100 arasında ilişki vardır.

ECGUNEYKORE(-1)'nin (hata terimleri) bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 arasında değildir ve olasılık değeri de 0.0547'dir. Katsayının -1 ile 0 arasında olmaması uzun dönemli bir ilişkinin belirlenmediğini göstermektedir.

#### **4.3.3.8.2. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Endeksi Zaman Serilerinin Normal Dağılım ve Otokorelasyon Testleri**

Serilerimizin histogramına baktığımızda, serilerimizin normal dağılmadığı görülmektedir (*Analiz Tablosu 56*).

Borsa İstanbul ve Güney Kore borsası zaman serileri arasında yapılan otokorelasyon testine göre F olasılık değeri % 5 anlamlılık değerinden yüksek çıkmıştır yani serilerimizde otokorelasyon yoktur (bknz. *Analiz Tablosu 57*).

#### 4.3.3.8.3. BIST 100 Endeksi İle Güney Kore Borsası Endeksi Arasında Granger Nedensellik Testi

Serilerimizde uzun dönemli bir nedensellik ilişkisi belirlenemediği için uzun dönemli nedensellik irdelenmemiştir. Ancak kısa dönemli bir ilişki mevcut olduğundan kısa dönemli bir nedensellik ilişkisi araştırılacaktır. Bunun için kurduğumuz hipotezlerimiz :

$H_0 = DLOGGUNEYKORE \text{ DLOGTURKIYE serinin nedeni değildir.}$

$H_1 = DLOGGUNEYKORE \text{ DLOGTURKIYE serinin nedenidir.}$

*Analiz Tablosu 58*'da BIST ile GÜNEY KORE borsaları arasındaki kısa dönemli nedensellik ilişkisi ele alınmıştır. Bunun için serilerin birinci mertebeden logaritmik değerleri alınmıştır. Tablodaki olasılık değerlerine göre, uzun dönemde Güney Kore borsası Borsa İstanbul'daki değişimlerin nedeni değildir. Uzun dönemde Borsa İstanbul ise Güney Kore borsasındaki değişimlerin nedenidir. Yani  $H_1$  hipotezlerimiz reddedilir ve  $H_0$  hipotezi kabul edilir.

#### 4.3.3.9. Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi Sonucu

Çalışmamızda ele alınan 9 ülkeden biri bağımlı değişken olmak üzere (LOGTURKIYE serisi bağımlı değişken) iki eşbütünleşme analizi yapılmıştır.

Engle-Granger analizine göre elde ettiğimiz sonuçlara göre LOGTURKIYE serisinin LOGBREZILYA(-1), LOGRUSYA, LOGHINDISTAN, LOGCIN, LOGGUNEYAFRIKA, LOGMEKSİKA(-1), LOGENDONEZYA serileri ile kısa ve uzun dönemli ilişkisi varken LOGGUNEYKORE ile sadece kısa dönemli ilişkisi vardır.

Tablo 28: Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi Sonuç Tablosu

	KISA DÖNEMLİ İLİŞKİ		UZUN DÖNEMLİ İLİŞKİ	
--	---------------------	--	---------------------	--

	CONFİCİENT	ANLAMLILIK (%10)	SONUÇ		CONFİCİENT	ANLAMLILIK (%10)	SONUÇ
<b>DLOGBREZİLYA(-1)</b>	0.001725	0.0000	VAR	ECBREZİLYA(-1)	-0.007624	0.0492	VAR
<b>DLOGRUSYA</b>	0.465638	0.0000	VAR	ECRUSYA(-1)	-0.005960	0.0658	VAR
<b>DLOGHİNDİSTAN</b>	0.465561	0.0000	VAR	ECHİNDİSTAN(-1)	-0.016197	0.0029	VAR
<b>DLOGÇİN</b>	0.143178	0.0000	VAR	ECCİN(-1)	-0.074931	0.0225	VAR
<b>DLOGGÜNEYAFRİKA</b>	0.198855	0.0000	VAR	ECGÜNEYAFRİKA(-1)	-0.011747	0.0141	VAR
<b>DLOGMEKSİKA(-1)</b>	0.102038	0.0000	VAR	ECMEKSİKA(-1)	-0.017149	0.0054	VAR
<b>DLOGENDONEZYA</b>	0.215992	0.0000	VAR	ECENDONEZYA(-1)	-0.016235	0.0067	VAR
<b>DLOGGÜNEYKÖRE</b>	0.307746	0.0000	VAR	ECGÜNEYKÖRE(-1)	0.008022	0.0547	YOK

BIST100 endeksi ile Brezilya BOVESPA Borsası, Rusya MOKSOVA Borsası, Hindistan MUMBAI Borsası, Çin ŞANGAY Borsası, Güney Afrika JOHANNESBURG Borsası, Meksika MEXİCO Borsası, Endonezya JAKARTA Borsası arasında ikili eşbütünleşme vardır. GÜNEY KÖRE Borsası ile ise uzun dönemli ikili eşbütünleşme gözlemlenmemiştir.

Granger nedensellik analizinin  $H_0$  ve  $H_1$  hipotezlerini özetleyen tablo ya göre, BIST100 endeksi ile Brezilya, Hindistan, Meksika arasında uzun dönemli tekli yönlü nedensellik vardır. Bu endeksler uzun dönemde BIST100 deki değişimin nedenidir.

BIST100 endeksi ile Endonezya endeksi arasında ise çift yönlü uzun dönemli ilişki vardır. Diğer yandan BIST100 ile Rusya, Çin, Güney Afrika, Güney Kore borsaları arasında ise uzun dönemde nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

**Tablo 29 Uzun Dönem Granger Nedensellik Tablosu**

<b>UZUN DÖNEMLİ NEDENSELLİK</b>	
<b>HİPOTEZLER (BREZİLYA-TÜRKİYE)</b>	<b>SONUÇ</b>
$H_0 = \text{LOGBREZİLYA LOGTURKIYE}$ serisinin nedeni değildir.	RED
$H_1 = \text{LOGTURKIYE LOGBREZİLYA}$ serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Brezilya Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (RUSYA-TÜRKİYE)</b>	
$H_0 = \text{LOGRUSYA LOGTURKIYE}$ serisinin nedeni değildir.	KABUL
$H_1 = \text{LOGTURKIYE LOGRUSYA}$ serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Rusya Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	
<b>HİPOTEZLER (HİNDİSTAN-TÜRKİYE)</b>	

H0 = LOGHINDISTAN LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = LOGTURKIYE LOGHINDISTAN serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Hindistan Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (ÇİN-TÜRKİYE)</b>	
H0 = LOGCIN LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = LOGTURKIYE LOGCIN serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Çin Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	
<b>HİPOTEZLER (GÜNEY AFRIKA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = LOGGUNEYAFRIKA LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = LOGTURKIYE LOGGUNEYAFRIKA serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Güney Afrika Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	
<b>HİPOTEZLER (MEKSİKA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = LOGMEKSIKA LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = LOGTURKIYE LOGMEKSIKA serisinin nedeni değildir.	KABUL
Uzun dönemde Meksika Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (ENDONEZYA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = LOGENDONEZYA LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = LOGTURKIYE LOGENDONEZYA serisinin nedeni değildir.	RED
Uzun dönemde Endonezya Borsası BIST100 endeksi arasında çift yönlü nedensellik vardır.	
<b>HİPOTEZLER (GÜNEY KORE-TÜRKİYE)</b>	
H0 = LOGGUNEYKORE LOGTURKIYE serisinin nedeni değildir.	
H1 = LOGTURKIYE LOGGUNEYKORE serisinin nedeni değildir.	
Güney Kore borsası ile BIST100 endeksi arasında uzun dönemde bir ilişki yoktur.	

BIST100 endeksi ile ilgili diğer borsa endeksleri arasındaki kısa dönemli nedensellik analizinde ise, BIST100 endeksi ile Brezilya, Hindistan, Meksika arasında kısa dönemli tekli yönlü nedensellik vardır. Bu endeksler kısa dönemde BIST100 deki değişimin nedenidir.

BIST100 endeksi ile Endonezya endeksi arasında ise çift yönlü kısa dönemli ilişki vardır. BIST100 endeksi ile Güney Kore endeksi arasında ise kısa dönemli nedensellik vardır ve BISRT100 endeksi Güney Kore endeksindeki kısa dönemde değişimlerin nedenidir. Diğer yandan BIST100 ile Rusya, Çin, Güney Afrika, borsaları arasında ise kısa dönemde nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

**Tablo 30: Kısa Dönem Granger Nedensellik Tablosu**

<b>KISA DÖNEMLİ NEDENSELLİK</b>	
<b>HİPOTEZLER (BREZİLYA-TÜRKİYE)</b>	<b>SONUÇ</b>
H0 = D(LOGBREZİLYA) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGBREZİLYA) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Brezilya Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (RUSYA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGRUSYA) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGRUSYA) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Rusya Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	
<b>HİPOTEZLER (HİNDİSTAN-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGHİNDİSTAN) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGHİNDİSTAN) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Hindistan Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (ÇİN-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGCİN) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGCİN) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Çin Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	
<b>HİPOTEZLER (GÜNEY AFRIKA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGGÜNEYAFRIKA) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGGÜNEYAFRIKA) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Güney Afrika Borsası BIST100 endeksindeki arasında nedensellik yoktur.	



<b>HİPOTEZLER (MEKSİKA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGMEKSIKA) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGMEKSIKA) serisinin nedeni değildir.	KABUL
Kısa dönemde Meksika Borsası BIST100 endeksindeki değişimin nedenidir.	
<b>HİPOTEZLER (ENDONEZYA-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LOGENDONEZYA) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	RED
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGENDONEZYA) serisinin nedeni değildir.	RED
Kısa dönemde Endonezya Borsası BIST100 endeksi arasında çift yönlü nedensellik vardır.	
<b>HİPOTEZLER (GÜNEY KORE-TÜRKİYE)</b>	
H0 = D(LLOGGUNEYKORE) D(LOGTURKIYE) serisinin nedeni değildir.	KABUL
H1 = D(LOGTURKIYE) D(LOGGUNEYKORE) serisinin nedeni değildir.	RED
Kısa dönemde BIST, Güney Kore borsası endeksindeki değişimin nedenidir.	

#### 4.3.4. Johansen Eşbütünleşme Analizi

Johansen eşbütünleşme analizimizde sınavacağımız hipotezlerimiz şunlardır:

$H_0$ = Analize konu borsa endeksleri arasında çoklu eşbütünleşme yoktur.

$H_1$ = Analize konu borsa endeksleri arasında çoklu eşbütünleşme vardır.

LOGTURKIYE serisinin LOGBREZILYA, LOGRUSYA, LOGHINDISTAN, LOGCIN, LOGGUNEYAFRIKA, LOGMEKSIKA, LOGENDONEZYA ve LOGGUNEYKORE serileri ile olan çoklu eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Ewiev 8 istatistik programı yardımıyla yapılan analizin çıktısında *iz istatistik* (trace statistic) değerimiz *kritik değerden* (critical value) düşük çıkmıştır ve seriler arasında % 5 anlamlılık düzeyinde çoklu eşbütünleşmenin olmadığını belirten  $H_0$  hipotezi reddedilememiştir. Bu durumda uygulanan Johansen

eşbütünleşme analizine göre % 5 anlamlılık düzeyinde çoklu eşbütünleşme gözlemlenmemiştir.

**Analiz Tablosu 59: Johansen Eşbütünleşme Testi (Tüm Seriler)**

Johansen Cointegration Test				
Date: 04/12/16 Time: 12:52				
Sample (adjusted): 4 1013				
Included observations: 1010 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LOGTURKIYE LOGRUSYA LOGMEKSIKA LOGHINDISTAN LOGGUNEYKORE LOGGUNEYAFRIKA LOGENDONEZYA LOGBREZILYA LOGCIN				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.040743	165.1480	197.3709	0.6023
At most 1	0.032660	123.1356	159.5297	0.7898
At most 2	0.022885	89.59876	125.6154	0.8745
At most 3	0.018766	66.21614	95.75366	0.8351
At most 4	0.015354	47.08220	69.81889	0.7578
At most 5	0.012771	31.45410	47.85613	0.6420
At most 6	0.009448	18.47273	29.79707	0.5313
At most 7	0.006985	8.884493	15.49471	0.3762
At most 8	0.001785	1.804473	3.841466	0.1792

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level  
\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level  
\*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

1012 gözlem değerli serilerimizi iki parçaya ayırarak tekrar analize tabi tutulmuştur. Buna göre 1-500 gözlem sayısı arasında, ilgili tablodan görüldüğü iz değeri, kritik değerden düşük olup anlamlılık % 5'ten büyüktür yani çoklu eşbütünleşmeye rastlanmamıştır.

**Analiz Tablosu 60: Johansen Eşbütünleşme Testi (1-500 Arası Seriler)**

Johansen Cointegration Test				
Date: 04/24/16 Time: 21:02				
Sample (adjusted): 4 500				
Included observations: 497 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LOGTURKIYE LOGRUSYA LOGMEKSIKA LOGHINDISTAN LOGGUNEYKORE LOGGUNEYAFRIKA LOGENDONEZYA LOGCIN LOGBREZILYA				
Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.099177	167.9718	197.3709	0.5320
At most 1	0.065858	116.0621	159.5297	0.9117
At most 2	0.058197	82.20308	125.6154	0.9668
At most 3	0.031783	52.40345	95.75366	0.9948
At most 4	0.027656	36.35069	69.81889	0.9844
At most 5	0.021854	22.41179	47.85613	0.9696
At most 6	0.011770	11.42985	29.79707	0.9499
At most 7	0.008851	5.545458	15.49471	0.7485
At most 8	0.002265	1.126745	3.841466	0.2885

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level  
\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level  
\*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

501-1013 gözlem sayısı arasında yapılan Johansen eşbütünleşme analizine göre iz değeri, kritik değerden düşük olup anlamlılık % 5'ten büyüktür analizde çoklu eşbütünleşme görülmemiştir.

### Analiz Tablosu 61: Johansen Eşbütünleşme Testi (1-500 Arası Seriler)

Var: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ:Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Stats Impulse Resids

**Johansen Cointegration Test**

Date: 04/24/16 Time: 21:08  
Sample: 501 1013  
Included observations: 513  
Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: LOGTURKIYE LOGRUSYA LOGMEKSIKA LOGHINDISTAN LOGGUNEYKORE LOGGUNEYAFRIKA LOGENDONEZYA LOGCIN LOGBREZILYA  
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.092889	171.9752	197.3709	0.4333
At most 1	0.070667	121.9624	159.5297	0.8144
At most 2	0.043984	84.36572	125.6154	0.9485
At most 3	0.040493	61.29045	95.75366	0.9336
At most 4	0.030618	40.08547	69.81889	0.9463
At most 5	0.021453	24.13309	47.85613	0.9396
At most 6	0.014335	13.00772	29.79707	0.8912
At most 7	0.010092	5.600879	15.49471	0.7421
At most 8	0.000774	0.397274	3.841466	0.5285

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level  
\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level  
\*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

## SONUÇ

Finansal entegrasyonun artmasıyla birlikte çok büyük bir hareketlilik imkanı bulan global finans sisteminde yatırımcılar bir taraftan getirilerini artırmaya çalışırken diğer yandan da risklerini yönetebilecekleri yatırım stratejilerine yönelmekteler. Bu stratejilerden birisi de entegrasyon seviyesi yüksek pazarlara aynı anda yatırım yapmak yerine aralarında ilişkinin olmadığı farklı pazarlara yatırım yaparak risklerini dağıtmaktır. Eşbütünleşme analizleri bir anlamda farklı pazarlar arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını belirlemede yardımcı olabilmektedir. Ayrıca ilişkinin kısa ve ya uzun dönemli olması hatta ilişkinin nedensellik boyutunun da tespit edilmesi yatırımcıların risk dağıtım stratejilerini oluştururken onlara kolaylık sağlayabilecek önemli bir faktördür. Çünkü entegrasyon seviyesinin şiddetli olduğu dönemlerde önceden aralarında ilişkinin görülmediği pazarların zamanla birbirine yakınlaşması da söz konusudur. Bu nedenle analizler zaman serileri üzerine yapılan modellemeler sayesinde istatistiki olarak kabul edilen anlamlılık düzeylerinde iki pazar ve ya ikiden çok pazar arasındaki ilişkileri analiz etmemize yardımcı olmaktadır.

Bu çalışmada ele alınan zaman serileri BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ve MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye) ülke borsalarına aittir. Belirlediğimiz dönem aralığına ait bu seriler üzerine yaptığımız Engle-Granger ve Johansen eşbütünleşme analizleri ve Granger nedensellik analizlerinden elde ettiğimiz bulgulara dayanarak çıkarımda bulunulabilir.

Engle-Granger analizine göre, BIST100 endeksinin Güney Kore borsa endeksi haricindeki diğer yedi gelişmekte olan ülke borsasıyla (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika , Meksika, Endonezya) uzun dönemli ilişkisi mevcuttur. Yani risk dağıtım amaçlı oluşturulacak bir yatırım stratejisinde BIST100 endeksine yatırım yapan bir yatırımcının bu endeksle ilişkisi mevcut olan diğer pazarlara da yatırım yapması faydasız bir strateji olarak değerlendirilebilir. Örneğin, risk yönetimi amacıyla aynı anda BIST100 endeksine ve IBOVESPA endeksine yatırım yapılması risk dağıtım açısından faydasız bir yatırım olacağı söylenebilir.

Çünkü analizimize göre bu iki endeks arasında eşbütünleşme mevcuttur. Kısa dönemde ise BIST100 endeksi ile diğer tüm ülke borsaları endeksleri arasında ilişki mevcuttur. Yine risk dağıtımı açısından, analiz yapılan endekslere aynı anda yatırım yapılması pek de etkili bir yatırım stratejisi olmayacaktır.

Johansen eşbütünleşme analizi sonuçlarına bakıldığında ise çoklu bir eşbütünleşme yoktur. BIST100 endeksi dışındaki borsa endeksleri arasında bütüncül bir aynı yönlü hareket görülmemesi risk dağıtımı açısından uygun bir yatırım stratejisi sunabilir.

BIST100 endeksi ile BRICS ve MIST ülkeleri arasında uzun vadeli ilişkinin incelendiği bu çalışmada ele alınan veriler ilgili borsalara ait zaman serileridir. Zaman serilerinin elde edilmesi ve analize uygun bir şekilde işlenebilmesi sürecinde araştırmacılar bazen çeşitli kısıtlarla karşılaşabilmektedir. Uluslararası piyasalara entegrasyon sürecinde yavaş ilerleme kaydedilen ve ya ekonomisi dışa açılma sürecini henüz tamamlayamamış ülkelerin piyasaları hakkında bilgi toplanırken geçmişe dönük uzun süreli verilere ulaşmada bazı güçlüklerle karşılaşabilmektedir.

Borsalara ait fiyatlar borsanın içinde bulunduğu ekonominin gücü, borsada işlem gören şirketlerin performansı, borsanın derinliği ve piyasanın etkinliği gibi bir çok faktörden etkilenir. Etkinlik düzeyi düşük olan borsalarda şirketlere ilişkin bilgilerin hisse senetlerine tam olarak yansımadağı akademik çalışmalarla ortaya konulmuştur. Piyasa etkinliğinin düşük olması durumu, o borsa endekslerine ait fiyatlarda da önemli bilgi kayıplarının olması gibi bir olumsuzluğa neden olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülke borsalarında etkinlik düzeyinin düşük olma ihtimali yüksektir. Bu durumda o borsalardan elde edilen serilerin o piyasaların mevcut durumu hakkında noksan bir bilgi aktarmasına neden olabilir. Bu nedenle, ele analize alınan verilerin analiz sonucuna bakarak yatırım kararı almak isteyen yatırımcıların bu gibi durumları da göz önünde tutması önemlidir.

Bu çalışmadan elde edilen sonuçların bireysel ve ya kurumsal yatırımcılar açısından çeşitli noktalarda değerlendirilebilmesi mümkündür. Ancak bu tip çalışmalar yatırımcılara geçmiş bilgilere dayalı olarak elde edilmiş bir durumu

göstermektedir. Bu sonuçlara göre yatırımcıların nasıl bir yatırım stratejisi izlemesi gerektiğini ise kesin bir ifadeyle belirtmek güçtür. Yatırımcı, borsalar arasında bir bütünleşme mevcut olması ve ya bir bütünleşmenin mevcut olmaması durumunda risk yönetimi açısından önemli bir öngörü sağlarken diğer yandan portföy getirisini artırmak için nasıl bir yol izleyebilir? Eşbütünleşmenin olmadığı piyasalar arasında arbitraj imkanı ve risk dağıtımı fırsatı var kabul edilirken, eş bütünleşmenin olduğu borsalar arasında hiç mi risk dağıtımı ve ya arbitraj imkanı yoktur, bunun durum nasıl yorumlanabilir, bundan sonraki çalışmalarda bu gibi konular hakkında daha net cevaplar sunabilecek araştırmalar yapılabilir.

Bilim, birikerek ilerleyen ve bir sonraki adımda bir öncekinin yeri doldurarak insanlığı aydınlatan bir süreçtir. Dilerim ki bu çalışma da bu sürece katkıda bulunmuş olsun.

## KAYNAKÇA

- ALBERT, ALOSO G. : “**Integration Mexican Stock Markets**”. ss:1-56
- ALEN, LARRY : ”**Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya Küresel Finans Sisteminin Öyküsü**” 5.Baskı Kitap Yayınevi, (Çev.)Mahmut Tekçe, 2011
- AKBAŞ, HAFİZE : **Alternatif Para Politikası Stratejileri Ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği**”,(Yayımlanmamış Yı Tezi),Gazi Ü. Sbe Ankara 2007.
- AKBULAK, SEVİNÇ : “**BRICS Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan,Çin) İle Güney Kore Ekonomilerine Ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler Ve Kısa Değerlendirmeler**”, Sermaye Piyasası Kurumu,2008.
- AKKAY, REŞAT CAN : “**Teoride Ve Uygulamada Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi**”, Derin Yayınları:067 İstanbul 2012
- ALTAŞ, GÖKBEN: ”**Güney Afrika Sermaye Piyasası**”, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 68 Nisan 2008  
[http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2008\\_gundem\\_200804.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2008_gundem_200804.pdf) e.t.16.08.2015
- ALTAŞ, GÖKBEN : **Hindistan Sermaye Piyasası**”, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:80, Nisan 2009
- ALTAŞ, GÖKBEN (Hzl.): ”Brezilya Sermaye Piyasası”, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği “**Sermaye Piyasasında Gündem**”,Sayı.70, 2008

ARDA, ERHAN :

**Ekonomi Sözlüğü**, Alfa Yayınları:1080, 2002

ARSLAN, MEHMET,  
SİDDİK ARSLAN :

**”Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri Ve Manova Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi”**, İşletme Araştırmaları Dergisi, 2/2 , 2010

<http://isarder.org/tr/2010cilt2no2/a11.pdf> E.T. 30.08.2015

ATAY, ERHAN :

**Krizden İnnovasyona: Güney Kore Örneği**“, Dpujss Sayı:32, Cilt. II. April 2012

[http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG\\_/32/2.cilt/239-254.pdf](http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/32/2.cilt/239-254.pdf) e.t:11.08.2015

AVRUPA İŞLETMELER  
AĞI (AİA) :

**Rusya Ülke Raporu**”, 19 Nisan 2010

[http://www.Aia-Istanbul.Org/Files/Bilgibankasi/Pazarlar/Ulkeler/Russia\\_Ulkeraporu.Pdf](http://www.Aia-Istanbul.Org/Files/Bilgibankasi/Pazarlar/Ulkeler/Russia_Ulkeraporu.Pdf) E.T:26.04.2015

AY, AHMET, FATİH  
MANGIR :

**“Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi”**, Maliye Dergisi, Sayı:153 Temmuz-Aralık 2007

AYAYDIN, HASAN,  
PINAR HAYALOĞLU,  
NURİ BALTACI :

**“Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik Ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi”**, International Journal Of Social Science, Cilt:6 Sayı:4 April 2013



- BANK INDONESIA  
(ENDONEZYA  
BANKASI) : **“Financial Stability Review”** , No. 21, 2013  
[Http://Www.Bi.Go.Id/En/Publikasi/Perbankan-Dan-Stabilite/Kajian/Documents/D964c20601354894b7cf352adf9309d0fsrno20march2013\\_Rev\\_5.Pdf](http://www.bi.go.id/en/publikasi/perbankan-dan-stabilite/kajian/documents/D964c20601354894b7cf352adf9309d0fsrno20march2013_rev_5.pdf) , E.T: 10 Mart 2015.
- BARK, TAEHO : **The Changing Global And Korean Economies**, (Within) Byongwon Bahk Ve Gı-Wook Shin (Editör), **South Korea And The Global Economy In Transition**, Aparc-Shorenstein Asia-Pacific Research Center, 2012.
- BENLİ, AYŞE OYA  
(Hzl.) : **“Rusya Ülke Profili”** ,T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı,2010.
- BİLGİN, MUALLA VE  
ELİF ÇAKIR (Hzl.) : **“Hindistan Bisküvi Ve Şekerleme İhracat Pazar Araştırması”**, İTO ,Yayın No:1999-74
- BİRLEŞMİŞ MİLLETLER  
(U.N.) : <http://esa.un.org/wpp/Excel-Data/population.htm> e.t: 06.04.2015
- BORSA İSTANBUL  
(BİST) : **”Halka Arz Ve Borsa İstanbulda İşlem Görme”**,  
[http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka\\_arz\\_ve\\_borsa\\_ada\\_islem\\_gorme.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsa_ada_islem_gorme.pdf) e.t:26.04.2015
- BOZOKLU, ŞEREF VE  
İPEK M. SAYDAM : **“BRIC Ülkeleri Ve Türkiye Arasındaki Sermaye Piyasaları Entegrasyonunun Parametrik Ve Parametrik Olmayan Eşbütünleşme Analizi”**, Maliye Dergisi Sayı:159 Temmuz-Aralık 2010 Ss:416-431
- BOZKURT, HİLAL  
YILDIZ : **“Zaman Serileri Analizi”** 2.Baskı,Ekin Yayınevi 2013.
- BOZTOSUN, DERVİŞ VE  
TUNCAY ÇELİK : **”Türkiye Borsasının Avrupa Borsaları İle Eşbütünleşme Analizi”**,Süleyman Demirel İibf Dergisi, Y.2011 C.16 S.1 S.147-162

BULUT, ŞAHİN VE  
ABDULLAH ÖZDEMİR  
:

”İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ve “Dow Jones Industrial” Arasındaki İlişki: Eşbütünleşme Analizi”, Celal Bayar Ü. İibf Yönetim Ve Ekonomi Dergisi Cilt:19 Sayı:1 Yıl:2012 .

BÜYÜKAKIN,  
FİGEN,HİLAL  
BOZKURT VE VEDAT  
CENGİZ :

”Türkiyede Parasal Aktarımın Faiz Kanalının Granger Nedensellik Ve Toda-Yamamoto Yönetimleri İle Analizi”,Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı:33 Temmuz-Aralık 2009, Ss:101-118

CAN, AHMET VECDİ :

”Krizin Muhasebesi Ve Muhasebenin Krizi (Accounting Of The Crisis And The Crisis Of The Accounting)”, Mali Çözüm Dergisi Sayı 97-2010, SS:21-48)

CEYLAN, ALİ :

”Finansal Teknikler” 3.Baskı Ekin Kitabevi, Bursa, 1998

CEYLAN, ALİ VE  
TURHAN KORKMAZ :

“Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”, 3.Baskı;Ekin Kitabevi Bursa 1998.

CHAMBERS, NURGÜL :

”Türev Piyasalar”, 3.Basım Beta Basım, İstanbul 2007.

CHAVES, RODRIGO A.  
VE CLAUDIO  
GONZALEZ-VEGA :

**The Design Of Successful Rural Financial Intermediaries: Evidence From Indonesia**, World Development, 24(1) 1996 Ss: 65-78

CHEN, GONG-MENG,  
FIRTH, MICHAEL VE  
RUI, OLIVER MENG :

“Stock Market Linkages: Evidence From Latin America”, Journal Of Banking & Finance, 26: 1113–1141. 2002.

- CHUNG, SUNGHCHUL : **“Innovation, Competitives And Growth: Korean Experiences”**, Ss:333-357 , (Within) Lesson From East Asia And The Global Financial Crisis (Editör) Justin Yifu Lin Ve Boris Pleskovic, Annual World Bank Conference On Development Economics Global (61894) 2010  
<https://Openknowledge.Worldbank.Org>
- CONNELL, SEAN P. : **,”Creating Korean’s Future Economy: Innovation, Growth, And Korea-Us Economic Relations”**, East-West Center, 2014
- COŞKUN, ENDER VE ÖNEL ÇINAR : **”Üç Faktör Varlık Fiyatlama Modelinin Geçerliliği:Borsa İstanbulda Bir İnceleme”**,Atatürk Ün. İkt.İdr.Bilm.Fak. Dergisi, Cilt:28 Sayı:4 2014 Ss:235-250
- ÇELİK, TUNCAY VE DERVİŞ BOZTOSUN : **“Türkiye Borsası İle Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegresyon İlişkisi”**, Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:36, Ağustos-Aralık 2010 Ss:57-71
- ÇEPNİ, ELİF : **“Ekonomik Göstergeler Ve İstatistikler Rehberi”**,4.Baskı, Seçkin Kitabevi Ankara 2010 S.47-48
- ÇETİN, MURAT : **”Sabit Sermaye Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme: Ampirik Bir Analiz”**,Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi,Ss:221-230
- ÇITLAK, LEVENT VE ONUR GÖZBAŞI, : **”İMKB İle Bazı Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Bütünleşmenin Temel Endeks Ve Ana Sektör Endeksleri Temelinde Analizi”**, Dokuz Eylül Ün. İİBF Dergisi Cilt:22 Sayı:2 Yıl:2007 Ss:249-271

- ÇİN ULUSAL İSTATİSTİK BÜROSU (NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA) : <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm> e.t:04.04.2015
- DALGAKIRAN, ÖMER, : ”**Kitabın Tarihi (History Of Book)**”,Türk Kütüphaneciliği 27, 1 (2013)Ss:201-213  
<http://www.bby.hacettepe.edu.tr/akademik/omerdalkiran/file/Kitab%20tarihi.pdf> e.t:04.08.2015
- DEMİR, MESUT, : “**Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Derecelendirme Süreçleri Ve Türkiye**”,(Yayımlanmamış Yı Tezi) Adnan Menderes Ün. SBE. 2014 S.29
- DEĞERTEKİN, EFSUN AYÇA (Hzl), : “**Rusya Sermaye Piyasası**”, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Sayı.65.2008.,S.7
- DEĞERTEKİN, EFSUN AYÇA, : **Çin Sermaye Piyasası**, Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:78,Şubat 2009.S.17.
- DEĞERTEKİN, EFSUN AYÇA, : ”**Endonezya Sermaye Piyasası**”, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 113 Mart 2011 S:7
- DELİCE, GÜVEN (2003),: “**Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif**”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, 20. Ss:57-81.
- DIŞ EKONOMİK İLİŞKİLER KURULU (DEİK) , : “**Güney Afrika Ülke Bülteni 2013**” S:2  
[http://www.deik.org.tr/KonseyIcerik/.../Güney\\_Afrika\\_Ülke\\_Bülteni\\_2013.html](http://www.deik.org.tr/KonseyIcerik/.../Güney_Afrika_Ülke_Bülteni_2013.html) e.t:21.04.2015

- DIŞ EKONOMİK İLİŞKİLER KURULU, : “İş Yapma Rehberi”, İstanbul,2009.
- DOĞAN, SERMET, : Exchange Trade Fund’s Nedir? <http://www.gcmforex.com/egitim/makale-etf-nedir> e.t:01.04.2015)
- DOĞAN SEYHUN VE HALİL ÖZEKİCİOĞLU, : ”Güney Kore Ve Türkiye’de Uygulanan IMF Politikaları”, Cumhuriyet Üniv. İİBF Dergisi Cilt:6 Sayı:1 2005 Ss:147-176
- DRUCKER, PETER F., : ”Kapitalist Ötesi Toplum” İnkılap Kitabevi,1998.
- DÜNYA BANKASI (WB), <http://data.worldbank.org/country/south-africa> e.t:21.04.2015
- DÜNYA BANKASI (WB), <http://data.worldbank.org/country/mexico> e.t:28.05.2015
- ESEN, OĞUZ, : ”Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Portföy Yatırımları” Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt:9 Sayı:30 1998 Ss:59-70 [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V09\\_N30\\_A04.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V09_N30_A04.pdf) e.t:05.08.2015
- EUROMONEY, : **South Korea: Maintaining Economic Momentum**, Shinhan Bank, 2014 <http://www.euromoney.com/Media/documents/shared/euromoney/guides/Korea-guide-2014.pdf> , Erişim tarihi: 10 Mart 2015.
- EVLİMOĞLU, UMUT VE FUNDA ÇONDUR, : ”İMKB İle Bazı Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Karşılıklı Bağlantıların Küresel Kriz Öncesi Ve Sonrası Dönem İçin İncelenmesi” ,Uludağ Ü. İİBF Dergisi Cilt:XXXI Sayı:1 2012 Ss:31-58

EY, : **Rapid - Growth Markets**, 2014  
<http://www.ey.com/GL/en/Issues/Driving-growth/EY-rapid-growth-markets-forecast-february-2014-report-highlights>, Erişim tarihi: 10 Mart 2015.

FAMA, EUGENE F. VE KENNETH R. FRENCH,: **“The Capital Assets Pricing Model: Theory And Evidencence”**, Journal Of Economic Perspectives Cilt: 18 Sayı: 3 Summer 2004 Ss:25-46

FLAVIN ,THOUMAS VE EKATERINI PANOPOULOU, : **”International Portpholio Diversification And Market Linkages In The Presence Of Regime-Switching Volatility”**  
Institute For International Integration Studies (IIS) Discussion Paper No:167 June 2006 Ss:1-35  
<https://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisdpl67.pdf>  
e.t:02/08/2015

GOLDMAN SACHS, : **“Indian’s Rising Growth Potential”**, Jaunary 2007,S.11.  
<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/book/BRIC-Chapter1.pdf>

GÖZBAŞI, ONUR, : **”İMKB İle Gelişmek Olan Ülke Hisse Senedi Piyasalarının Etkileşimi: Eşbütünleşme Ve Nedensellik Yaklaşımı”**, Erciyes Ü. İİBF Dergisi Sayı:35 Ocak-Temmuz 2010 Ss:98-118

GÖKGÖZ, FAZIL, : **“Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Uygulanabilirliği”**, Ankara Üniv. SBF Dergisi Sayı:63-2 Ss:44-64  
<Http://Dergiler.Ankara.Edu.Tr/Dergiler/42/934/11643.Pdf>  
E.T.19.08.2015

- GREGORIO, J. VE R.O. VALDÉS (2001), : **“Crisis Transmission: Evidence From Debt, Tequila, Andasian Flucrisis”**,Theworldbankeconomicreview, Cilt. 15, Sayı. 2, 289- 314.
- GRUBEN, WILLIAM C. VE SHERRY KISER, : **“Brazil: The First Financial Crisis Of 1999”**,Fed Dallas Southwest Economy Issue 2 March/April 1999 S:13-14  
[http://www.dallasfed.org/assets/documents/research/swe/1999/sw\\_e9902c.pdf](http://www.dallasfed.org/assets/documents/research/swe/1999/sw_e9902c.pdf) 02.05.2015
- GÜRLESEL, CAN FUAT,: **”Yeni Ekonomik Dönem Ve Gayrimenkul Sektörü İçin Öngörüler”**, GYODER (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği) Gayri Menkul Araştırma Raporu:8 Temmuz 2009.
- HAK-KIL, PYO, : **The Political Economy Of South Korea Under The New International Order, Korea’s Economic Prospects And Challenges**, (Within) Troy Stangarone, Korea’s Economy 2012, Korea Economic Institute And The Korea Institute For International Economic Policy, Cilt. 28, Usa, Ss. 7-12
- HERMAN, JENIFFER, : **”Financial Structure And Financing Models: The Brezilzn Experience Over The 194-1997 Period”**,Institute Of Economics Federal University Of Rio De Jeneiro, S:1  
[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/financial\\_structure\\_and\\_financing.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/financial_structure_and_financing.pdf) e.t:23.03.2015)
- HİNDİSTAN BÜYÜKELÇİLİĞİ, : **”Hindistan’a Bakış”**, Ankara, Kasım-Aralık 2009,S.8-13.
- HOURVOULIADES, NIKOLAUS L., : **”International Portfolio Diversification: Evidence From European Emerging Markets”**,European Research Studies, Cilt:XII Sayı:4 2009 Ss:55-78  
[http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/09\\_4\\_p5.pdf](http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/09_4_p5.pdf) e.t:31.08.2015

- IMF (ULUSLARARASI  
PARA FONU), : **China's Growth And Intergration Into The World Economy  
Prospects And Challenges** ,Edited By Eswar Prasad,  
International Money Fund,Washington Dc,2004, S.43-44
- IMF (ULUSLARARASI  
PARA FONU), : **Indonesia: Financial Sector Assessment Program**, IMF  
Country Report No. 12/335, Washington 2012
- IMF (ULUSLARARASI  
PARA FONU), : **"Mexico: Financial System Stability Assessment"**, IMF  
Country Report No. 12/65, 2012 Washington.
- INDONESIA STOCK  
EXCHANGE (ISE), : **Indonesia Bond Market Directory 2013-2014**, Indonesia Stock  
Exchange –Indonesia Bond Pricing Agency, 2014  
[http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/  
FileDownload/Bond-Book\\_2013-2014\\_Preview.pdf](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/FileDownload/Bond-Book_2013-2014_Preview.pdf) , Erişim  
tarihi: 10 Mart 2015.
- INTERNATIONAL  
ENERGY AGENCY, : **"2014 Key World Energy Statistics"**, 2014 Ss:11-13
- INVEST KOREA, : **Venture Companies In Korea**,  
[www.investkorea.org](http://www.investkorea.org) e.t:12.08.2015 )
- İMKB, : **"Cevaplarla Borsa Ve Sermaye Piyasası"**, 2010  
[http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20b  
orsa%20ve%20sermaye%20piyasasi.pdf](http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20borsa%20ve%20sermaye%20piyasasi.pdf) e.t:19.04.2015
- İNAN, ALPAN, : **Finansal Krizler, Serbest Kur Ve Ekonomik Büyüme**,  
Bankacılar Dergisi 41, 2002, Ss:51-66
- İTKİB (İSTANBUL  
TEKSTİL VE : **"Tekstil Pazarı Olarak Brezilya Temel Ekonomik Göstergeler**



- KONFEKSİYON İHRACATÇI BİRLİKLERİ), : **Genel Ve Sektörel Bilgiler** ", Ağustos 2012 S:17
- KANDIR, SERKAN YILMAZ, ÖMER İSKENDEROĞLU VE YILDIRIM B. ÖNAL, : **"Finansal Gelişme Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Araştırılması"**, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 16 Sayı 2 2007 S:311-326
- KARABULUT, RECEP VE BİLAL SOLAK, : **"Finansal Sistemin Küreselleşme Serüveni"**,Ss:1078-1085
- KARTAL, ZEKİ, : **"Kavramsal Ve Tarihsel Yönleriyle Küreselleşme"**, Eskişehir Osmangazi Ü. Sosyal Bilimler Dergisi 8 (2), Ss:251-264
- KAYA, ABDULKADİR, : **"Menkul Kıymet Piyasaları Ekonomik Büyümenin Bir Dinamiği Midir? Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Panel Veri Analizi"**,Atatürk Ün. İİBF Dergisi Cilt:28 Sayı:4 2014 Ss:285-306
- KAYALIDERE, KORAY VE HÜSEYİN AKTAŞ, : **"İMKB'de Fiyat-Hacim İlişkisi-Asimetrik Etkileşim"**,Celal Bayar Ün. Yönetim Ve Ekonomi Dergisi Yıl:2009 Cilt:16 Sayı:2 Ss:51-62
- KIYILAR, MURAT, : **"Etkin Pazar Hipotezinin İMKB'de Test Edilmesi"**, Yönetim Dergisi Yıl:9 Sayı:29 Ocak 1998 Ss:34-51 <http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/09/Y%C3%B6netim-29-1998-5.pdf> e.t:16.08.2015
- KIYILAR, MURAT VE CEM KARAKAŞ, : **"İstanbul Menkul Kıymet Borsasında Zamana Dayalı Anomalilere Yönelik Bir İnceleme"**, Yönetim Dergisi, Yıl:16 Sayı:52, Ekim 2015 Ss:17-25 <http://isletmeiktisadi.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2013/04/Yonetim-52-2005-3.pdf> 16.08.2015

- KONYA TİCARET ODASI, : “**Brezilya Ülke Raporu**”,Etüd- Araştırma Servisi, Ekim 2008.  
: <http://www.kto.org.tr/dosya/rapor/brezilya.pdf>.15.12.2010
- KORKMAZ, TURHAN VE ALİ CEYLAN, : “**Sermaye Piyasası Ve Menkul Değer Analizi**”,3.Baskı: Ekin  
: Kitabevi Bursa 2006.
- KORKMAZ, TURHAN VE HASAN UYGURTÜRK, : ”**Türkiye’deki Emeklilik Fonları İle Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması Ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri**” Kocaeli Ün. Sbe Dergisi (15) 2008  
/1 Ss:114-147
- KRUGMAN, PAUL VE ROBİN WELLS, : ”**Makro İktisat**”,2.Baskı,Palme Yayıncılık,(Çev.)Fuat Oğuz ve  
: Diğerleri,2011 S:118
- KUMO, WOLASSA E., JAN RİELANDER VE BABATUNDE OMİLOLA, : ”**African Economic Outlook 2014**”, S:6  
: [http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/CN\\_Long\\_EN/Afrique\\_du\\_Sud\\_EN.pdf](http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/CN_Long_EN/Afrique_du_Sud_EN.pdf) e.t:25.04.2015
- KUPER, GERARD H. VE LESTANO, LESTANO, : “**Dynamic Conditional Correlation Analysis Of Financial Market Interdependence: An Application To Thailand And Indonesia**”, Journal Of Asian Economics, 18(4) 2007 Ss: 670-684.
- MADURA, JEFF, : ”**Uluslararası Finansal Yönetim – I**”, (Çeviri Edit.)Hatice Doğukanlı, Nobel Akademik Yayıncılık No:420, Ankara 2012.
- MELEMEN, MEHMET, : **Uluslararası Ticarete Yükselen Pazar Ekonomisi Çin**, İstanbul; Türkmen Kitapevi,2007.

- MEKSİKO  
BÜYÜKELÇİLİĞİ, : “**Meksika Ülke Raporu 2013**”, Meksiko Büyükelçiliği Ticaret  
Müşavirliği Ekim 2014 Meksiko
- MORENO, BRID VE  
JUAN CARLOS, : **Mexico's Economic Growth And The Balance Of Payments  
Constraint: A Cointegration Analysis**, International Review Of  
Applied Economics, 13:2, 1999 , Ss: 149-159
- NATIONAL STOCK  
EXCHANGE OF INDIA  
LIMITED, : **Indian Securites Market**, Volume:XII 2009.
- NILSSON, IVARN VE  
OSCAR THULIN, : ”**Correlation Within And Between Markets And  
Commodities**”,(Bachelor Thesis) University Of Gothenburg  
School Of Business And Economic And Law, Gothenburg  
Sweden 2012.
- OECD (EKONOMİK  
KALKINMA VE İŞ  
BİRLİĞİ ÖRGÜTÜ) , : **OECD Economic Survey: Indonesia Overview**, 2012  
<http://www.oecd.org/eco/surveys/2012%20Indonesia%20Overview.pdf> ,e.t: 10 Mart 2015
- OECD (EKONOMİK  
KALKINMA VE İŞ  
BİRLİĞİ ÖRGÜTÜ), : **OECD Economic Surveys: Korea**, 2014  
[http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview\\_Korea\\_2014.pdf](http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview_Korea_2014.pdf) ,  
Erişim tarihi: 10 Mart 2015.
- ORTA KARADENİZ  
KALKINMA AJANSI  
(OKA), : ”**Rusya Ülke Raporu**”,  
[http://www.oka.org.tr/Documents/Rusya\\_Ulke\\_Raporu.pdf](http://www.oka.org.tr/Documents/Rusya_Ulke_Raporu.pdf)  
e.t:26.04.2015
- ÖLMEZOĞLULLARI,  
NALAN, : ”**Ekonomik Sistemler Ve Küreselleşen Kapitalizm**”,  
3.Baskı;Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları,1999.

- ÖZ, SUMRU : **“BRIC Ülkelerinde Ekonomik Gelişmeler: Neden Ayrı Bir Grup?”**, TÜSİAD Ekonomik Araştırma Forumu, Politika Notu 10-15 Eylül 2010 ss:1-6
- ÖZBAY, EMRAH, : **”İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Şirketlerin Yıllar İtibariyle Şeffaflık Düzeyleri İle Likiditeleri Arasındaki İlişki (1195-2005)”** (Yayımlanmamış Y1 Tezi) İstanbul Teknik Üniv. SBE 2007.
- ÖZDEMİR, ERHAN VE MÜFİT İ. GİRESUNLU, : **” Sharpe Tek İndeks Modeli İle Portföy Seçimi”**, İstanbul Üniv. Yönetim Dergisi Yıl:6 Sayı:21 Haziran 1995 Ss:55-60
- ÖZDEMİR, KEREM (Bölüm Yazarı), : **”Arbitraj Fiyatlama Modeli” (İçinde) Spl, ”Temel Finans Matematiği Ve Değerleme Yöntemleri”**, Ss:179-191 [http://serpam.org/wp-content/uploads/temel\\_finans\\_matematiği.pdf](http://serpam.org/wp-content/uploads/temel_finans_matematiği.pdf) e.t. 30.08.2015
- ÖZTÜRK, NAZIM, : **”IMF’nin Değişen Rolü Ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri”**,Ankara Ü. SBF Dergisi,57-4,Ss:95-125 [http://www.ekodialog.com/uluslararası\\_ekonomi/bretton-woods-para-sistemi.html](http://www.ekodialog.com/uluslararası_ekonomi/bretton-woods-para-sistemi.html) (e.t. 25.12.2014)
- ÖZTÜRK, ZEHRA A. : **“Türkiye’nin G-20 Ülkeleri İle Finansal Bütünleşmesinin Analizi: Vektör Hata Düzeltme Modellerinde İki Rejimli Eşik Değerli Eşbütünleşme Testi Yaklaşımı”**, (Yayımlanmamış Y1. Tezi) İstanbul Üniv. S.B.E. İstanbul 2011.
- PARK, JOONKYU, : **“Brazil’s Capital Markets: Currient Status And Issues Furter Development”**, IMF Working Paper, Wp/12/224 S:3

- PEKMEZCİ, AYTAÇ, : **“Eşbütünleşme (Koentegrasyon)Yöntemlerinin Simülasyon Verileri İle Karşılaştırılması Ve Bir Model Uygulaması”**, (Yayımlanmamış Doktora Tezi) Muğla Ü. Kasım 2011.
- PINARÖRÜ, NACİYE, : **”Johansen Ve Kısmi Lineer Tekil Değer Eşbütünleşme Testlerinin Bir Uygulama Problemi Üzerinde Karşılaştırılması”**,(Yayımlanmamış Yl. Tezi)Gazi Üniv. F.B.E. Ankara 2007.
- PLAFKER, TED, : **Doing Business In China**, Usa: Warner Business Books,2007.
- ROSS, STEPHEN A., : **”The Arbitrage Theory Of Capital Asset Pricing”** Journal Of Economic Theory 13, (1976) Ss: 341-360
- SARISOY, İDRİS VE SELÇUK KOÇ, : **”Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Kurumlar Vergisi Gelirleri Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi”**, Erciyes Ü. İİBF Dergisi No:36 2011 Ss:136-153
- SEC (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION), : <http://www.sec.gov/answers/nav.htm> e.t:26.04.2015
- SEN, KAUSTAV, : **“Earnings Surprise And Sophisticated Investor Preferences In India”** , Journal Of Contemporary Accounting &Economics, Cilt 5, Sayı 1, June 2009, Ss: 1-19
- SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK) : <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253> e.t:26.04.2015
- SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), : Uluslararası Ekonomik Ve Finansal Göstergeler, Eylül 2014

(Güncelleme 31.10.2014)

- SERPAM, : “**Türkiye Sermaye Piyasası 2013 Yılı Raporu**”, İstanbul Ü. Sermaye Piyasaları Araştırma Ve Uygulama Merkezi, Temmuz 2014
- SEVAL, BELKIS, SERRA E. SARIOĞLU VE EBRU DEMİRCİ, : “**Finansal Piyasaların Gelişiminin Ekonomik Büyümeye Etkisi Var Mıdır? Türkiye Örneği (1987-2006)**”, Selçuk Ün. 14. Ulusal Finans Sempozyumu Kasım 2010  
<http://serpam.org/wp-content/uploads/sevaleren-sariogludemirci2010.pdf> 31.08.2015
- SEVÜKTEKİN, MUSTAFA VE MEHMET ÇINAR, : “**Ekonometrik Zaman Serileri Analizi; Eviews Uygulamalı**”4.Baskı:Bursa, Dora Basım-Yayın 2014
- SPK (TÜRKİYE CUMHURİYETİ SERMAYE PİYASASI KURULU), : “**Yatırım Fonları**”, Spk Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3 Ankara Haziran 2010  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=78&fn=78.pdf> e.t:02.08.2015
- SPK (TÜRKİYE CUMHURİYETİ SERMAYE PİYASASI KURULU) : <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20borsa%20ve%20sermaye%20piyasasi.pdf> e.t:26.04.2015
- STIFTUNG, BERTELSMANN, : “**South Korea Country Report**”, Gütersloh: Bertelsmann Stiftung,2014
- SÜMER, KUTLUK KAĞAN VE AYCAN HEPSAĞ, : “**Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması:Parametrik Olmayan Yaklaşım**”,Bankacılar Dergisi Sayı:62 2007 Ss:3-24  
[https://www.tbb.org.tr/dosyalar/arastirma\\_ve\\_raporlar/finansalvar](https://www.tbb.org.tr/dosyalar/arastirma_ve_raporlar/finansalvar)

[lik.pdf](#) e.t. 20.08.2015

ŞAHİN, SERKAN, : “İMKB’de Yükselen Piyasa Ve Düşen Piyasa Dönemlerinde Durumsal İlişki Analizi” K.Maraş Sütçü İmam Üniv. SBE. (Yayımlanmamış YI Tezi) 2006.

ŞANLI, FATMA BAHAR, ”Küreselleşme Ve Ekonomik Entegrasyonlar”, Fırat Üniv. Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları Dergisi 2004 Cilt 2 Ss:160-166

ŞEN, ESİN, AYPAR  
SÖNMEZ VE CENGİZ  
KARABAYIR, : “Brezilya Yerinde Pazar Araştırması”, Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracat Geliştirme Etüd Merkezi.Ocak,2008

TARI, RECEP VE  
DURMUŞ Ç. YILDIRIM, : “Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi:Türkiye İçin Bir Uygulama”,Celal Bayar Üniv. İİBF. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:16 Sayı:2 Yıl:2009 Ss:95-105

T.C. BAŞBAKANLIK DIŞ  
TİCARET  
MÜSTEŞARLIĞI  
ANLAŞMALAR GENEL  
MÜDÜRLÜĞÜ : <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ANL/AsyaDb/hindistan.doc>

TİM (TÜRKİYE  
İHRACATÇILAR  
MECLİSİ), : Çin Ülke Analizi, Tim Ülke Analizi Serisi No: 3, Haziran 2006.

TERBORG, ANDREW G.: “The Post-War Rise Of World Trade: Does The Bretton Woods System Deserve Credit?”,Department Of Economic History London School Of Economics, Working Paper No: 78/3

TONUS, ÖZGÜR, : “Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi”,İkinci Baskı Ekin Yayınevi, Bursa 2015.

TSKPAKB (TÜRKİYE  
SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI  
BİRLİĞİ), :

**E-Birlik Aylık Bülteni**", Sayı:4 Aralık 2002 S:1-16  
[http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2002\\_ebirlik\\_200212.pdf](http://www.tspb.org.tr/tr/Portals/0/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2002_ebirlik_200212.pdf) e.t:07.08.2015

TSPAKB (TÜRKİYE  
SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI  
BİRLİĞİ), :

**" Güney Kore Ve Türkiye Sermaye Piyasaları"**, Nisan 2004.

TSPAKB (TÜRKİYE  
SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI  
BİRLİĞİ), :

**Hindistan Sermaye Piyasası**, Basın Bülteni, 3 Nisan 2009 , S.1-2.  
<http://www.bseindia.com/about/heritage.asp> (Erişim Tarihi:22.11.2010)

TUTAR, AHMET  
ERDİNÇ, HÜSAMETTİN  
İNANÇ VE ÜMİT  
GÜNER, :

**"Dış Kaynak Kullanımının (Outsourcing) Makro Ekonomik Etkileri"**, Afyon Kocatepe Üniv. İİBF Dergisi C.VIII S.2 2006 Ss:279-296)

TUTAR, ERDİNÇ, FİLİZ  
TUTAR VE MEHMET  
VAHİT EREN, :

**"Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirlik Açısından Sorgulanması Ve Türkiye"**, Akademik Bakış Dergisi Sayı:25 Temmuz-Ağustos 2011 Ss:1-24  
<http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423868139.pdf> e.t. 12.08.2015

TÜRKİYE  
CUMHURİYETİ  
MERKEZ BANKASI  
(TCMB), :

**"Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri"**,2015.

TÜRKİYE ODALAR VE  
BORSALAR BİRLİĞİ  
SERMAYE PİYASASI  
MECLİSİ, :

**"Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu"**, TOBB Yayın Sıra No:2008/68, Mart 2008.



- TÜRKOĞLU,  
MELTEM(Hzl.) : “**Brezilya Ülke Profili**” , İstanbul Ticaret Odası,1998-34.
- TÜSİAD (TÜRKİYE  
SANAYİCİ VE  
İŞADAMLARI  
DERNEĞİ), : ”**2015 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi**”, Yayı  
No: TÜSİAD/T 2014-12/566 Aralık 2014.
- UNITED NATIONS, : ”**World Statics Pocketbook**” 2014 Edition,Economic & Sosical  
Affairs, (<http://unstats.un.org/unsd/pocketbook/wspb2014.pdf>  
e.t:22.03.2015)
- USTA, MERVE, : “**Meksika Ülke Raporu**”,  
<http://latinamerika.ankara.edu.tr/files/2013/10/meksika.pdf> e.t:  
19.05.2015
- YALAMA, ABDULLAH,: ”**Stock Market Linkages In Emerging Markets: Evidence  
From Turkey And Brasil**”,Bank And Bankins Systems”,  
Volume:4 Issiue:3 2009 Ss:71-78
- YALÇINER,  
BARBAROS, : ”**SPK Ve Türk Sermaye Piyasaları**”, (Seminer Sunumu) 15  
Nisan 2010 Ss:1-81  
[http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk\\_gunleri/6.pdf](http://www.aktuerya.hacettepe.edu.tr/duyurular/seminerler/risk_gunleri/6.pdf) e.t. 12/7/2015
- YARDIMCIOĞLU,  
MAHMUT VE KENAN  
BORA, : ”**Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma  
Prensipieri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol Ve İşlevleri**”,  
Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniv. İİBF Dergisi, Cilt:3 Sayı:1  
Yıl:2013, Ss.111-118  
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/ksuiibf/article/view/5000039290/5000038163> e.t. 13.08.2015
- YASED,  
ULUSLARARASI : **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu**,  
No:2 Eylül 2014

- YATIRIMCILAR  
DERNEĞİ, : ([http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED\\_UDYDR\\_2014\\_Eylul.pdf](http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED_UDYDR_2014_Eylul.pdf) e.t  
: 17.05.2015)
- YELDAN, ERİNÇ, : **”Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması Ve 2007/2008 Krizi:Türkiye Krizin Neresinde?”**, Çalışma Ve Toplum Dergisi 2009/1 Ss:11-28  
<http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf> e.t:24.07.2015
- YILDIZ, AYŞE VE  
EMİNE E. AKSOY, : **”Morgan Standley Gelişmekte Olan Borsa Endeksi İle BIST Endeksi Arasındaki Eşbütünleşme İlişkisinin Analiz Edilmesi”**,Atatürk Ün. İİBF Dergisi Cilt:28 Sayı:1, 2014 Ss:1-19
- WONG, WING  
KEUNG,JACK  
PENM,RICHARD  
DEANE TELLER VE  
KAREN YANN CHING  
LIM, : **”The Relationship Between Stock Markets Of Major Developed Countries And Assian Emerging Markets”**, Journal Of Applied Mathematics And Decision Sciences 8(4), 2004, Ss:201-218
- WONG, WING-  
KEUNG,AMAN  
AGARWAL VE JUN DU : **”Financial Integration For India Stock Market, A Fractional Cointegration Approach”**,National Universty Of Singapore Department Of Economics Working Paper:0501 2005
- YÖRÜK, NEVİN, : **”Arbitraj Fiyatlama Modelinde Risk Unsurları”**, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Sayı:1 Cilt:14 Haziran 2000 Ss:87-99
- ZAMAN, SELİN, : **”İMKB’nin Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları İle Entegrasyonu”**, (Yayımlanmamış Y1 Tezi) Zonguldak Karaelmas Ü, SBE. Zonguldak 2008.
- VURAN, BENGÜ, : **”İMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri İle İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi İle Belirlenmesi”**, İstanbul

WORLD BANK, : **Indonesia: Avoiding The Trap-Development Policy Review**  
2014, The World Bank Office Jakarta 2014

### **İNTERNET SİTELERİ**

GÜNEY KORE BANKASI, BANK OF KOREA, (<http://www.bok.or.kr>)

BORSA İSTANBUL, (<http://www.borsaistanbul.com>)

BİGPARA EKONOMİ FİNANS İNTERNET SİTESİ (<http://www.bigpara.com>)

BLOOMBERGHT İNTERNET HABER SİTESİ (<http://www.bloomberght.com>)

BBC Türkçe (<http://www.bbc.co.uk>)

BOMBAY STOCK EXCHANGE (BSE), (<http://www.bseindia.com>)

HİNDİSTAN MERKEZİ SAKLAMA KURULUŞU ,CENTRAL DEPOSITORY SERVICES  
(INDIA) LIMITED (<https://www.cdslindia.com/index.html>)

ÇİN ULUSLARARASI RADYOSU İNTERNET SİTESİ (<http://turkish.cri.cn>)

DÜNYA BANKASI (WB) VERİ DEPOSU (<http://data.worldbank.org>)

DÜNYA GAZETESİ İNTERNET SİTESİ, (<http://www.dunya.com>)

DÜNYA TİCARET ÖRGÜTÜ (WTO) İSTATİKTİK HAVUZU (<http://stat.wto.org>)

EKODIALOG (<https://www.ekodialog.com>)

ENDONEZYA MENKUL KIYMET BORSASI/ INDONESIA STOCK EXCHANGE (ISE),  
(<http://www.idx.co.id>)

<http://finance.indiamart.com>

GLOBAL BUSINESS BOARD INDONESIA (ENDONEZYA KÜRESEL İŞ KURULU)  
([www.gbgindonesia.com](http://www.gbgindonesia.com))

GÜNEY AFRİKA BİLGİ PORTALI (<http://www.southafrica.info>)

<http://www.haberler.com>

HERİTAGE KURULUŞU, (<http://www.heritage.org>)

MEKSİKA BANKASI (BANCO DE MEXİCO ) (<http://www.banxico.org.mx>)

MOSKOW EXCHANGE, (<http://www.moex.com>)

OECD (EKONOMİK KALKINMA VE İŞ BİRLİĞİ ÖRGÜTÜ) KÜTÜPHANESİ  
(<http://www.oecd-ilibrary.org>)

PASİFİK ÜLKELERİ SOSYAL YARDIMLAŞMA DERNEĞİ, (<http://www.pasiad.org>)

<http://russiapedia.rt.com>

SHANGAI STOCK EXCHANGE, (<http://english.sse.com.cn>)

STATISTA.COM (<http://www.statista.com>)

SPK YATIRIM YAPIYORUM İNTERNET PORTALI (<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr>)

<http://old.ffms.ru>

THE ECONOMIC TIMES İNTERNET SİTESİ, (<http://economictimes.indiatimes.com>)

TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU (TÜİK) (<http://www.tuik.gov.tr>)

TÜRKİYE CUMHURİYETİ DIŞ İŞLERİ BAKANLIĞI, (<http://www.mfa.gov.tr>)

<https://www.vocabulary.com>

<http://www.weforum.org>

WHARTON PENSİLVANYA ÜNİVERSİTESİ (<https://www.wharton.upenn.edu/>)

WIKİPEDIA ([www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org))

YAHOO FINANCE, (<http://finance.yahoo.com>)

## EKLER

### Engle-Granger Eşbütünleşme Analiz Tabloları

#### Rusya

Analiz Tablosu: 11 BIST-MOSKOVA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi

Engle-Granger Cointegration Test				
Date: 01/03/16 Time: 22:28				
Series: LOGTURKIYE LOGRUSYA				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-1.779269	0.6406	-5.855413	0.6631
LOGRUSYA	-2.944561	0.1250	-17.71127	0.0877
*MacKinnon (1996) p-values.				

Analiz Tablosu 12: BIST-MOSKOVA Durağanlık Analizi

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECRUSYA		
Null Hypothesis: ECRUSYA has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.779269	0.0715
Test critical values:	1% level	-2.567249
	5% level	-1.941136
	10% level	-1.616489
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Analiz Tablosu 13: BIST-MOSKOVA Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

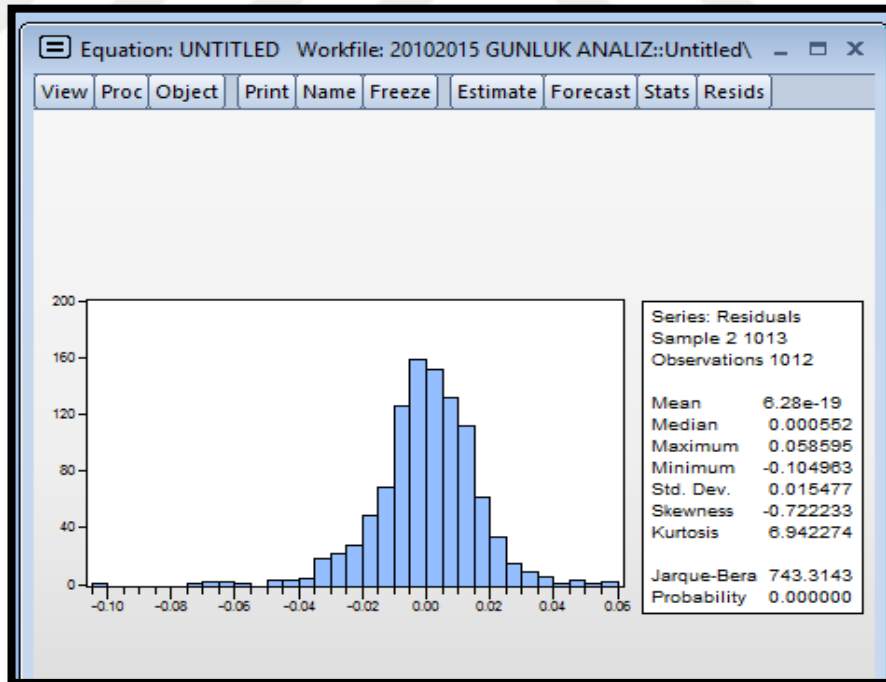
Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/09/16 Time: 00:42  
 Sample (adjusted): 2 1013  
 Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGRUSYA)	0.465638	0.030529	15.25254	0.0000
C	0.000371	0.000487	0.761117	0.4468
ECRUSYA(-1)	-0.005960	0.003237	-1.841470	0.0658

R-squared	0.189018	Mean dependent var	0.000431
Adjusted R-squared	0.187410	S.D. dependent var	0.017186
S.E. of regression	0.015492	Akaike info criterion	-5.494006
Sum squared resid	0.242167	Schwarz criterion	-5.479422
Log likelihood	2782.967	Hannan-Quinn criter.	-5.488466
F-statistic	117.5853	Durbin-Watson stat	2.077312
Prob(F-statistic)	0.000000		

Analiz Tablosu 14: BIST-MOSKOVA Histogram Tablosu



Analiz Tablosu 15: BIST-MOSKOVA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/16/16 Time: 23:15			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGRUSYA does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	1.09624	0.3608
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGRUSYA		0.29378	0.9165

Analiz Tablosu 16: BIST-MOSKOVA Otokorelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.837107	Prob. F(5,1004)	0.5234
Obs*R-squared	4.201372	Prob. Chi-Square(5)	0.5208

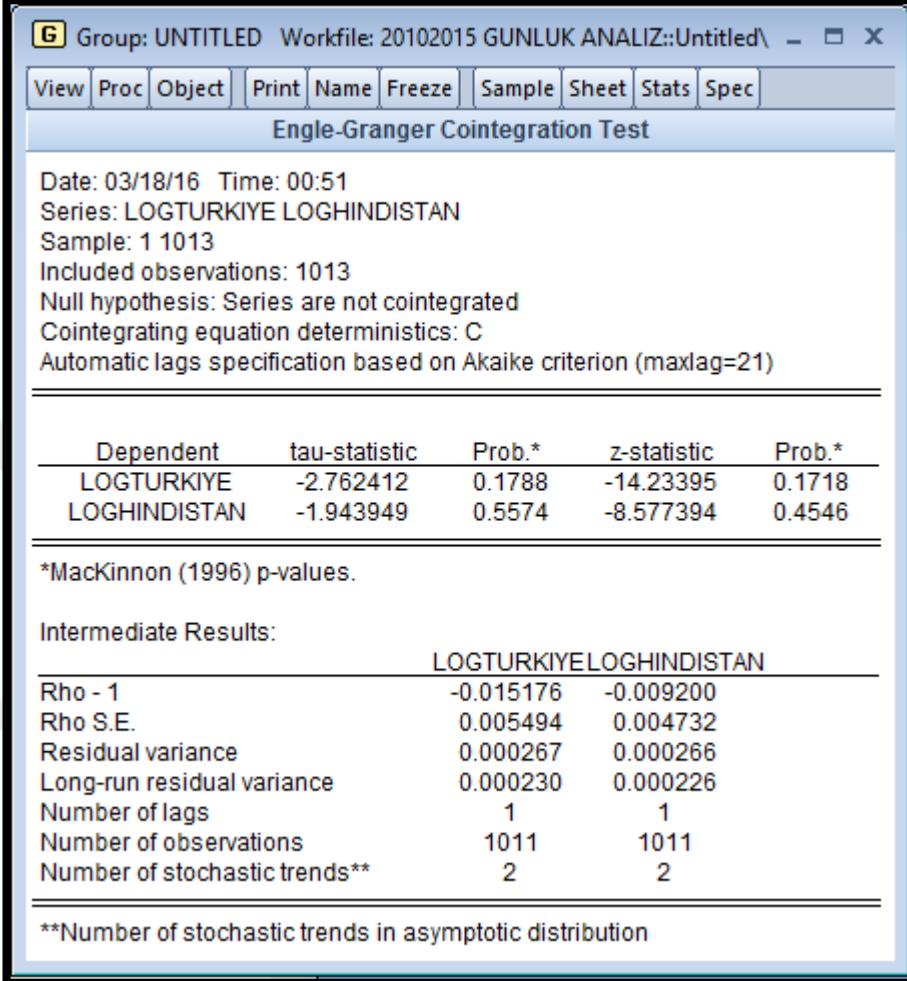
Analiz Tablosu 17: BIST-MOSKOVA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/16/16 Time: 23:39			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGRUSYA does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	0.41504	0.8385
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGRUSYA		0.24548	0.9421



## Hindistan

Analiz Tablosu 18: BIST-Hindistan Endeksi Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi



The screenshot displays the EViews software interface for an Engle-Granger Cointegration Test. The window title is "G Group: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\ - □ X". The menu bar includes View, Proc, Object, Print, Name, Freeze, Sample, Sheet, Stats, and Spec. The main area is titled "Engle-Granger Cointegration Test" and contains the following information:

Date: 03/18/16 Time: 00:51  
Series: LOGTURKIYE LOGHINDISTAN  
Sample: 1 1013  
Included observations: 1013  
Null hypothesis: Series are not cointegrated  
Cointegrating equation deterministics: C  
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)

---

Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-2.762412	0.1788	-14.23395	0.1718
LOGHINDISTAN	-1.943949	0.5574	-8.577394	0.4546

---

\*MacKinnon (1996) p-values.

Intermediate Results:

	LOGTURKIYE	LOGHINDISTAN
Rho - 1	-0.015176	-0.009200
Rho S.E.	0.005494	0.004732
Residual variance	0.000267	0.000266
Long-run residual variance	0.000230	0.000226
Number of lags	1	1
Number of observations	1011	1011
Number of stochastic trends**	2	2

---

\*\*Number of stochastic trends in asymptotic distribution

Analiz Tablosu 19: BIST-Hindistan Durağanlık Testi

Series: ECHINDISTAN1 Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitl... - □ X

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Sta

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECHINDISTAN1**

Null Hypothesis: ECHINDISTAN1 has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.762412	0.0056
Test critical values:		
1% level	-2.567251	
5% level	-1.941137	
10% level	-1.616489	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Analiz Tablosu 20: BIST-Hindistan Uzun Dönemli İlişki

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Unti... - □ X

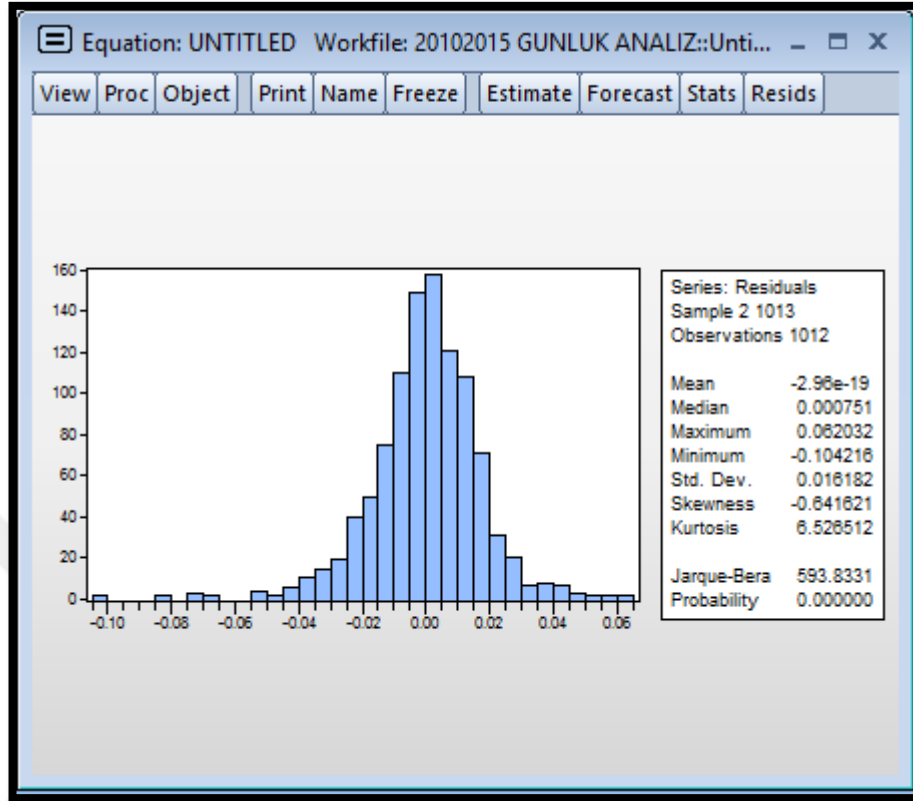
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/18/16 Time: 00:54  
 Sample (adjusted): 2 1013  
 Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGHINDISTAN)	0.466551	0.042517	10.97325	0.0000
C	0.000200	0.000510	0.393381	0.6941
ECHINDISTAN1(-1)	-0.016197	0.005417	-2.989900	0.0029

R-squared	0.113485	Mean dependent var	0.000431
Adjusted R-squared	0.111728	S.D. dependent var	0.017186
S.E. of regression	0.016198	Akaike info criterion	-5.404954
Sum squared resid	0.264722	Schwarz criterion	-5.390370
Log likelihood	2737.907	Hannan-Quinn criter.	-5.399415
F-statistic	64.58251	Durbin-Watson stat	2.124708
Prob(F-statistic)	0.000000		

Analiz Tablosu 21: Hindistan Borsası Histogram Analizi



Analiz Tablosu 22: Hindistan Borsası Otokorelasyon Testi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.150918	Prob. F(5,1004)	0.3316
Obs*R-squared	5.767389	Prob. Chi-Square(5)	0.3295

Analiz Tablosu 23: BIST-Hindistan Uzun Dönemli Nedensellik Testi

Group: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec

Pairwise Granger Causality Tests  
 Date: 03/18/16 Time: 00:57  
 Sample: 1 1013  
 Lags: 5

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGHINDISTAN does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	2.91920	0.0127
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGHINDISTAN		1.57706	0.1638

Analiz Tablosu 24: BIST-HİNDİSTAN Kısa Dönemli Nedensellik Testi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/18/16 Time: 01:00			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGHINDISTAN does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	2.72780	0.0186
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGHINDISTAN		1.59993	0.1574

## Çin

Analiz Tablosu 25: BIST-ÇİN Engle-Granger Eşbütünlük Testi

Engle-Granger Cointegration Test				
Date: 03/09/16 Time: 10:28				
Series: LOGTURKIYE LOGCIN				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-1.829281	0.6159	-6.518045	0.6096
LOGCIN	-0.841684	0.9267	-2.996888	0.8780
*Mackinnon (1996) p-values.				
Intermediate Results:				
	LOGTURKIYE	LOGCIN		
Rho - 1	-0.006441	-0.002584		
Rho S.E.	0.003521	0.003070		
Residual variance	0.000295	0.000251		
Long-run residual variance	0.000295	0.000335		
Number of lags	0	9		
Number of observations	1012	1003		
Number of stochastic trends**	2	2		
**Number of stochastic trends in asymptotic distribution				

Analiz Tablosu 26: BIST-ÇİN Durağanlık Analizi

Series: ECCIN1 Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stats

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECCIN1**

Null Hypothesis: ECCIN1 has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.829281	0.0642
Test critical values: 1% level	-2.567249	
5% level	-1.941136	
10% level	-1.616489	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(ECCIN1)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/09/16 Time: 10:29  
 Sample (adjusted): 2 1013  
 Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ECCIN1(-1)	-0.006441	0.003521	-1.829281	0.0677

R-squared	0.002669	Mean dependent var	0.000432
Adjusted R-squared	0.002669	S.D. dependent var	0.017200
S.E. of regression	0.017177	Akaike info criterion	-5.289508
Sum squared resid	0.298294	Schwarz criterion	-5.284646
Log likelihood	2677.491	Hannan-Quinn criter.	-5.287661
Durbin-Watson stat	2.027755		

Analiz Tablosu 27: BIST-ÇİN Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

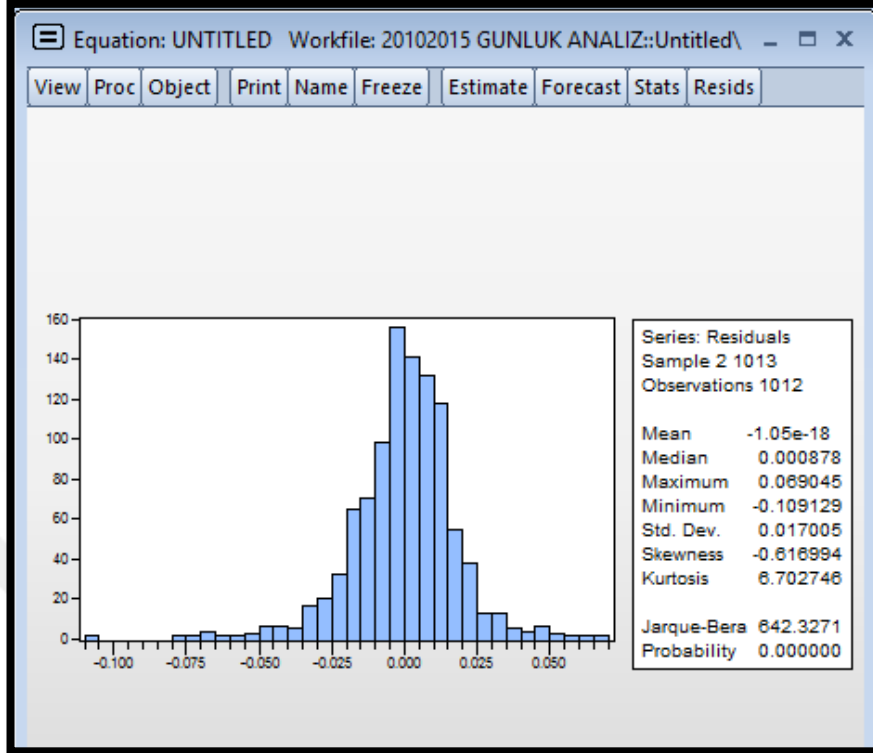
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/01/16 Time: 09:59  
 Sample (adjusted): 4 1013  
 Included observations: 1010 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGCIN)	0.143178	0.033491	4.275116	0.0000
C	0.000387	0.000536	0.722473	0.4702
ECCIN(-1)	-0.074931	0.032795	-2.284870	0.0225

R-squared	0.022056	Mean dependent var	0.000419
Adjusted R-squared	0.020114	S.D. dependent var	0.017194
S.E. of regression	0.017020	Akaike info criterion	-5.305876
Sum squared resid	0.291712	Schwarz criterion	-5.291269
Log likelihood	2682.467	Hannan-Quinn criter.	-5.300327
F-statistic	11.35555	Durbin-Watson stat	1.941600
Prob(F-statistic)	0.000013		

Analiz Tablosu 28: BIST-ÇİN Histogram Tablosu



Analiz Tablosu 29: BIST-ÇİN Otokorelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.553817	Prob. F(5,1004)	0.7355
Obs*R-squared	2.783474	Prob. Chi-Square(5)	0.7333

Analiz Tablosu 30: BIST-ÇİN Uzun Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/24/16 Time: 23:49			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGCIN does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	0.95447	0.4448
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGCIN		2.85799	0.0143

Analiz Tablosu 31: BIST-ÇİN Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/24/16 Time: 23:47			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGCIN does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	0.58676	0.7102
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGCIN		1.57540	0.1642

## Güney Afrika

Analiz Tablosu 32: BIST-Güney Afrika Engle-Granger Eşbütünlük Analizi

Engle-Granger Cointegration Test				
Date: 03/18/16 Time: 01:05				
Series: LOGTURKIYE LOGGUNEYAFRIKA				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-2.534990	0.2650	-12.81753	0.2229
LOGGUNEYAFRIKA	-1.567472	0.7364	-6.881902	0.5807
*Mackinnon (1996) p-values.				
Intermediate Results:				
		LOGTURKIYE	LOGGUNEYAFRIKA	
Rho - 1		-0.012666	-0.006800	
Rho S.E.		0.004996	0.004338	
Residual variance		0.000313	0.000369	
Long-run residual variance		0.000313	0.000369	
Number of lags		0	0	
Number of observations		1012	1012	
Number of stochastic trends**		2	2	
**Number of stochastic trends in asymptotic distribution				

Analiz Tablosu 33: BIST-Güney Afrika Durağanlık Analizi

Series: ECGUNEYAFRIKA Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitl... - □ X

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Sta

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECGUNEYAFRIKA**

Null Hypothesis: ECGUNEYAFRIKA has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.534990	0.0110
Test critical values:		
1% level	-2.567249	
5% level	-1.941136	
10% level	-1.616489	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Analiz Tablosu 34: BIST-Güney Afrika Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitl... - □ X

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

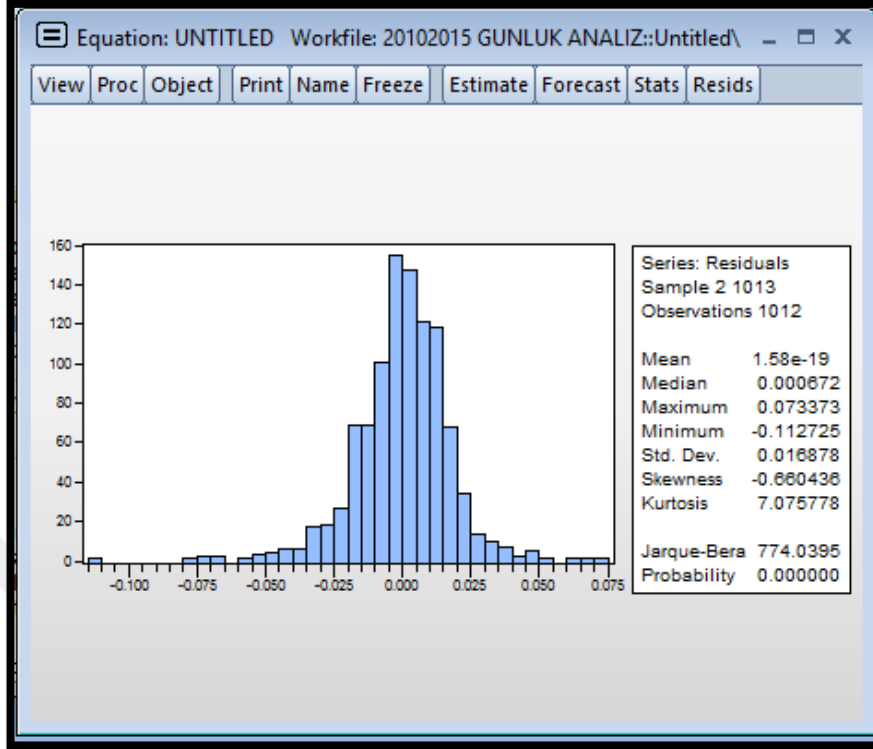
Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/18/16 Time: 01:17  
 Sample (adjusted): 2 1013  
 Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGGUNEYAFRIKA)	0.198855	0.035362	5.623450	0.0000
C	0.000274	0.000532	0.514790	0.6068
ECGUNEYAFRIKA(-1)	-0.011747	0.004775	-2.460046	0.0141

R-squared	0.035513	Mean dependent var	0.000431
Adjusted R-squared	0.033601	S.D. dependent var	0.017186
S.E. of regression	0.016895	Akaike info criterion	-5.320656
Sum squared resid	0.288005	Schwarz criterion	-5.306072
Log likelihood	2695.252	Hannan-Quinn criter.	-5.315116
F-statistic	18.57602	Durbin-Watson stat	2.047159
Prob(F-statistic)	0.000000		



Analiz Tablosu 35: BIST-Güney Afrika Histogram Testi



Analiz Tablosu 36: Güney Afrika Otokorelasyon Testi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.643484	Prob. F(5,1004)	0.6666
Obs*R-squared	3.232697	Prob. Chi-Square(5)	0.6642

Analiz Tablosu 37: BIST-Güney Afrika Uzun Dönemli Nedensellik Analizi

Group: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec

Pairwise Granger Causality Tests  
Date: 03/20/16 Time: 23:03  
Sample: 1 1013  
Lags: 5

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGGUNEYAFRIKA does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	1.00931	0.4108
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGGUNEYAFRIKA		0.51063	0.7684

Analiz Tablosu 38: BIST-Güney Afrika Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

G Group: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec
Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/20/16 Time: 23:04			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:			
	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGGUNEYAFRIKA does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	0.71682	0.6109
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGGUNEYAFRIKA		0.45861	0.8072

## Meksika

Analiz Tablosu 39: BIST-MEKSİKA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi

Date: 02/01/16 Time: 09:50				
Series: LOGTURKIYE LOGMEKSIKA				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministic: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-3.140292	0.0814	-19.53830	0.0607
LOGMEKSIKA	-3.028210	0.1046	-18.16496	0.0801

\*MacKinnon (1996) p-values.

Analiz Tablosu 40: BIST-MEKŞİKA Durağanlık Analizi

Series: ECMEKSIKA Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stat

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECMEKSIKA**

Null Hypothesis: ECMEKSIKA has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.140292	0.0017
Test critical values:		
1% level	-2.567249	
5% level	-1.941136	
10% level	-1.616489	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(ECMEKSIKA)  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/09/16 Time: 10:23  
 Sample (adjusted): 2 1013  
 Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ECMEKSIKA(-1)	-0.019307	0.006148	-3.140292	0.0017

R-squared 0.009643 Mean dependent var 7.16E-05  
 Adjusted R-squared 0.009643 S.D. dependent var 0.017231  
 S.E. of regression 0.017148 Akaike info criterion -5.292924  
 Sum squared resid 0.297276 Schwarz criterion -5.288062  
 Log likelihood 2679.219 Hannan-Quinn criter. -5.291077  
 Durbin-Watson stat 2.048798

Analiz Tablosu 41: BIST-MEKŞİKA Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

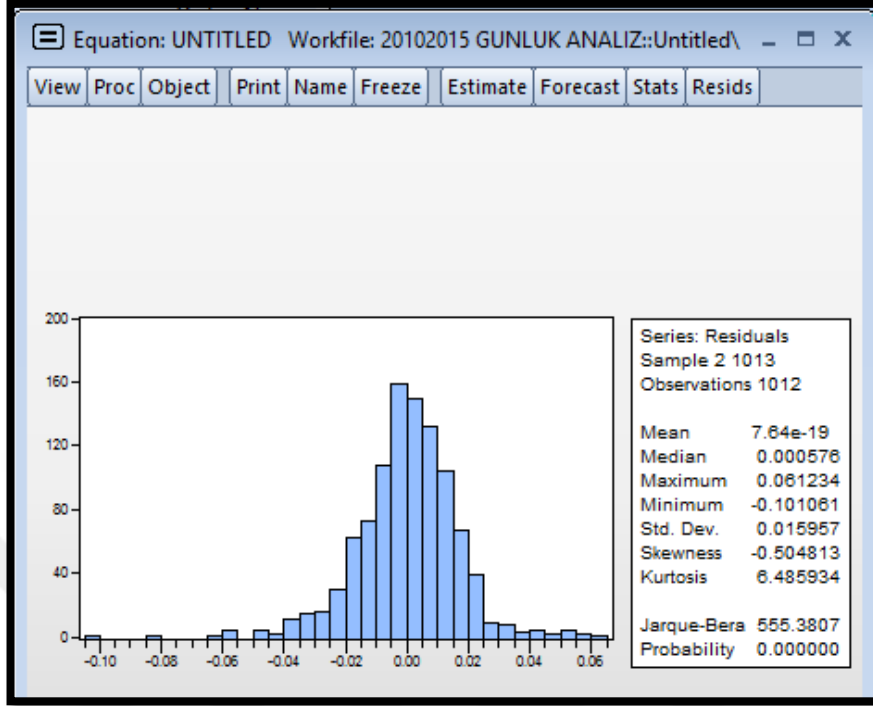
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 02/01/16 Time: 09:54  
 Sample (adjusted): 3 1013  
 Included observations: 1011 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGMEKSIKA(-1))	0.102038	0.050393	2.024841	0.0431
C	0.000404	0.000538	0.751609	0.4525
ECMEKSIKA(-1)	-0.017149	0.006145	-2.790885	0.0054

R-squared 0.012381 Mean dependent var 0.000436  
 Adjusted R-squared 0.010421 S.D. dependent var 0.017194  
 S.E. of regression 0.017104 Akaike info criterion -5.296044  
 Sum squared resid 0.294888 Schwarz criterion -5.281448  
 Log likelihood 2680.150 Hannan-Quinn criter. -5.290499  
 F-statistic 6.318225 Durbin-Watson stat 2.074741  
 Prob(F-statistic) 0.001875

Analiz Tablosu 42: BIST-MEKSİKA Histogram Tablosu



Analiz Tablosu 43: BIST-MEKSİKA Otokorelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.677677	Prob. F(5,1004)	0.6404
Obs*R-squared	3.403894	Prob. Chi-Square(5)	0.6380

Analiz Tablosu 44: BIST-MEKSİKA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 02/01/16 Time: 10:32			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGMEKSIKA does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	2.74453	0.0180
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGMEKSIKA		0.83127	0.5275

Analiz Tablosu 45: BIST-MEKSİKA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 04/03/16 Time: 13:47			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGMEKSIKA does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	2.02145	0.0732
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGMEKSIKA		0.79179	0.5556

## Endonezya

Analiz Tablosu 46: BIST –ENDONEZYA Engle-Granger Eşbütünleşme Testi

Engle-Granger Cointegration Test				
Date: 03/18/16 Time: 00:25				
Series: LOGTURKIYE LOGENDONEZYA				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-2.835490	0.1556	-17.68113	0.0882
LOGENDONEZYA	-2.489049	0.2848	-10.60024	0.3284
*Mackinnon (1996) p-values.				
Intermediate Results:				
		LOGTURKIYE	LOGENDONEZYA	
Rho - 1		-0.016844	-0.012541	
Rho S.E.		0.005941	0.005039	
Residual variance		0.000263	0.000315	
Long-run residual variance		0.000288	0.000221	
Number of lags		9	1	
Number of observations		1003	1011	
Number of stochastic trends**		2	2	
**Number of stochastic trends in asymptotic distribution				

Analiz Tablosu 47: BIST-ENDONEZYA Durağanlık Testi

Series: ECENDONEZYA Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stats I

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECENDONEZYA**

Null Hypothesis: ECENDONEZYA has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.835490	0.0045
Test critical values:		
1% level	-2.567270	
5% level	-1.941139	
10% level	-1.616487	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Analiz Tablosu 48: BIST-ENDONEZYA Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: EQ\_ENDONESIA Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::U...

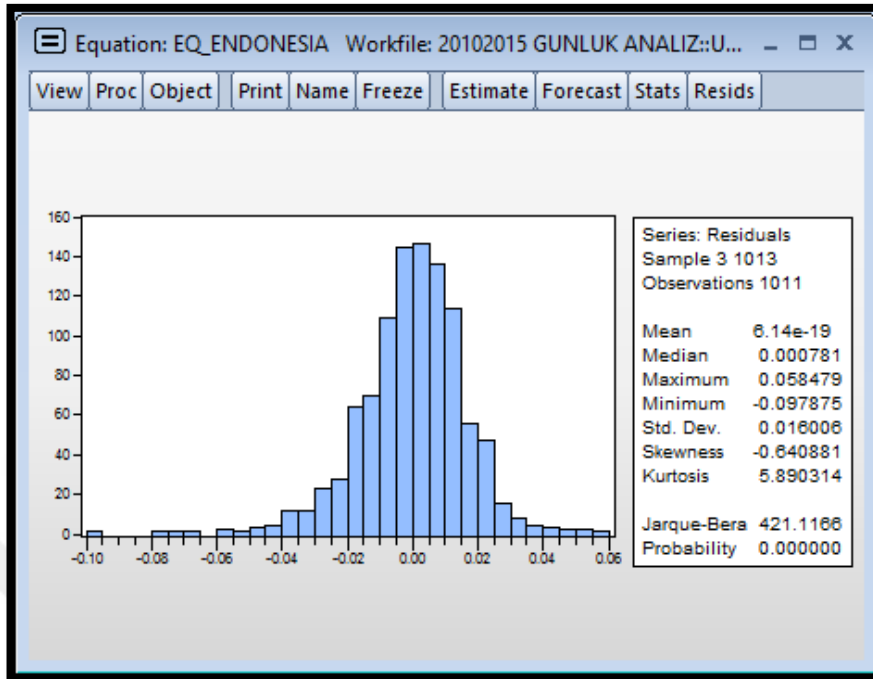
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/12/16 Time: 12:36  
 Sample (adjusted): 3 1013  
 Included observations: 1011 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGENDONEZYA)	0.454644	0.038689	11.75114	0.0000
C	0.000108	0.000505	0.213220	0.8312
ECENDONEZYA(-1)	-0.013919	0.005697	-2.442968	0.0147
D(LOGTURKIYE(-1))	-0.112926	0.031729	-3.559046	0.0004
D(LOGENDONEZYA(-1))	0.164180	0.040376	4.066336	0.0001

R-squared	0.133448	Mean dependent var	0.000436
Adjusted R-squared	0.130002	S.D. dependent var	0.017194
S.E. of regression	0.016037	Akaike info criterion	-5.422862
Sum squared resid	0.258739	Schwarz criterion	-5.398536
Log likelihood	2746.257	Hannan-Quinn criter.	-5.413621
F-statistic	38.73065	Durbin-Watson stat	1.998485
Prob(F-statistic)	0.000000		

Analiz Tablosu 49: BIST-ENDONEZYA Histogram Tablosu



Analiz Tablosu 50: BIST-ENDONEZYA Otokorelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.357586	Prob. F(2,1004)	0.6995
Obs*R-squared	0.719646	Prob. Chi-Square(2)	0.6978

Analiz Tablosu 51: BIST-ENDONEZYA Uzun Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 02/01/16 Time: 10:31			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGENDONEZYA does not Granger Cause LOGTURKIYE	1008	3.66003	0.0028
LOGTURKIYE does not Granger Cause LOGENDONEZYA		7.68671	4.E-07

Analiz Tablosu 52: BIST-ENDONEZYA Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 04/03/16 Time: 18:28			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGENDONEZYA does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	3.24633	0.0065
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGENDONEZYA		8.55455	6.E-08

## Güney Kore

Analiz Tablosu 53: BIST-GÜNEY KORE Engle-Granger Eşbütünleşme Testi

Engle-Granger Cointegration Test				
Date: 03/20/16 Time: 23:12				
Series: LOGTURKIYE LOGGUNEYKORE				
Sample: 1 1013				
Included observations: 1013				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministic: C				
Automatic lags specification based on Akaike criterion (maxlag=21)				
Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LOGTURKIYE	-1.830484	0.6153	-7.124198	0.5618
LOGGUNEYKORE	-2.909546	0.1343	-15.45306	0.1364
*MacKinnon (1996) p-values.				
Intermediate Results:				
	LOGTURKIYE		LOGGUNEYKORE	
Rho - 1	-0.008675		-0.019064	
Rho S.E.	0.004739		0.006552	
Residual variance	0.000362		0.000116	
Long-run residual variance	0.000239		7.63E-05	
Number of lags	2		14	
Number of observations	1010		998	
Number of stochastic trends**	2		2	
**Number of stochastic trends in asymptotic distribution				



Analiz Tablosu 54: BIST-GÜNEY KORE Durağanlık Analizi

Series: ECGUNEYKORE Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stats I

**Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ECGUNEYKORE**

Null Hypothesis: ECGUNEYKORE has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.830484	0.0640
Test critical values:		
1% level	-2.567254	
5% level	-1.941137	
10% level	-1.616488	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Analiz Tablosu 55: BIST-GÜNEY KORE Uzun Dönemli İlişki Analizi

Equation: UNTITLED Workfile: 20102015 GUNLUK ANALIZ::Untitled\

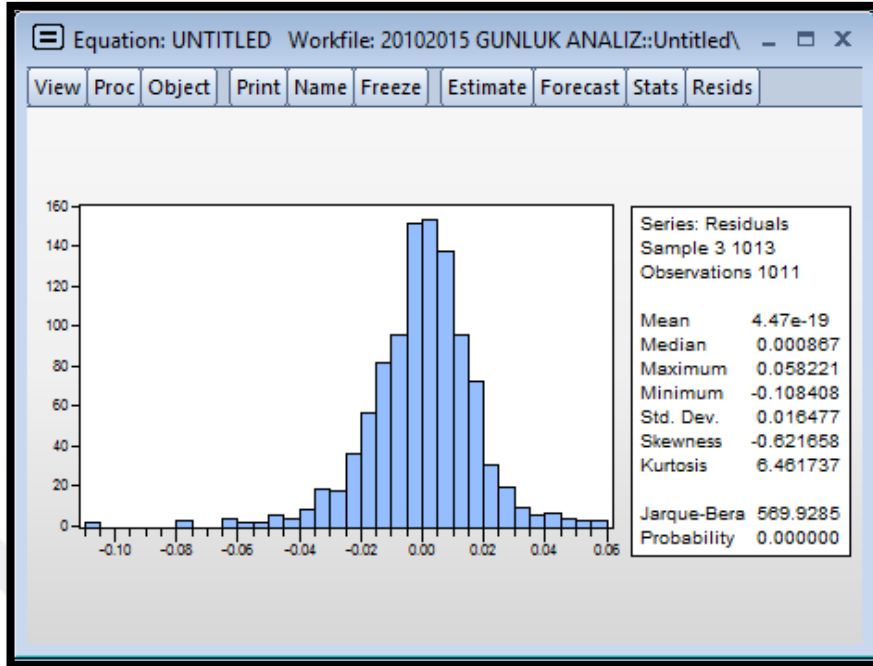
View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: D(LOGTURKIYE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 12:56  
 Sample (adjusted): 3 1013  
 Included observations: 1011 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGGUNEYKORE)	0.438067	0.046687	9.383130	0.0000
C	0.000383	0.000519	0.738635	0.4603
ECGUNEYKORE(-1)	-0.005990	0.004103	-1.460079	0.1446
D(LOGTURKIYE(-1))	-0.075363	0.030928	-2.436720	0.0150

R-squared	0.081593	Mean dependent var	0.000436
Adjusted R-squared	0.078857	S.D. dependent var	0.017194
S.E. of regression	0.016502	Akaike info criterion	-5.366721
Sum squared resid	0.274222	Schwarz criterion	-5.347261
Log likelihood	2716.878	Hannan-Quinn criter.	-5.359329
F-statistic	29.82110	Durbin-Watson stat	2.022659
Prob(F-statistic)	0.000000		

Analiz Tablosu 56: BIST-GÜNEY KORE Histogram Tablosu



Analiz Tablosu 57: BIST-GÜNEY KORE Otokorelasyon Testi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.987030	Prob. F(2,1005)	0.3730
Obs*R-squared	1.981953	Prob. Chi-Square(2)	0.3712

Analiz Tablosu 58: BIST-GÜNEY KORE Kısa Dönemli Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 03/20/16 Time: 23:39			
Sample: 1 1013			
Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOGGUNEYKORE does not Granger Cause DLOGTURKIYE	1007	0.66792	0.6479
DLOGTURKIYE does not Granger Cause DLOGGUNEYKORE		10.1123	2.E-09