

T. C.

İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Türkiye’de Gerçekleşen Uluslararası Doğrudan
Yatırım Girişinin İstanbul Menkul Kıymetler
Borsası’nda İşlem Gören Şirketlerin Hisse Senedi
Performansına Etkisi

Emre Eryiğit

2502030164

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Hülya Talu

İstanbul, Ekim 2010



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz İŞLETME Anabilim Dalı'nda 2502030164 numaralı EMRE ERYİĞİT'in hazırladığı "2005-2006 YILLARINDA GERÇEKLEŞEN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİN İMKB BÜNYESİNDE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ" konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35.Maddesi 22.12.2010 ÇARŞAMBA günü saat: 10.00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezininne* OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.N.HÜLYA TALU	Kabul	
PROF.DR.DURSUN ARIKBOĞA	KABUL	
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	Kabul	
DOÇ.DR.ERDİNÇ ALTAY	Kabul	
DOÇ.DR.MURAT KIYILAR	Kabul	

Türkiye’de Gerçekleşen Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Şirketlerin Hisse Senedi Getiri Performansına Etkisi

Emre Eryiğit

Öz:

Bu Tez çalışması, uluslararası doğrudan yatırımların kavramsal ve teorik çerçevesini açıklayarak, Dünya’da ve Türkiye’de uluslararası doğrudan yatırım girişlerinin gelişimi hakkında genel bir bilgi sunarken, esas olarak “olay çalışması” (event study) yönteminden faydalanarak, 1993-2009 yılları arasında Türkiye’de gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırım girişlerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören firmaların hisselerinin getirileri üzerinde yarattığı etkiyi belirlemeyi ve ölçmeyi amaçlayan bir ampirik çalışmayı içermektedir. Uluslararası doğrudan yatırım girişlerine konu 70 olay ve bu olaylara bağlı olarak etkilendiği düşünülen 103 hisse senedi getirileri üzerinde oluşturulan 16 farklı analiz kriteri kapsamında yapılan incelemelerde doğrudan yabancı sermaye girişinin İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senedi getirilerine olası etkisinin kısa bir dönemde (5-12 günlük dönem) olası olumlu olduğu gözlenmiştir.

The effect of Foreign Direct Investments in Turkey on the stock-return performance of the firms listed on the Istanbul Stock Exchange

Emre Eryiğit

Abstract:

This Dissertation which explains the theoretical and conceptual framework of the foreign direct investment and also provides a general information regarding its development in the entire World and in Turkey, essentially contains an empirical study that aims to determine and measure the effect of foreign direct investments between the years of 1993 and 2009 (realized in Turkey) on the stock returns of the firms listed on the Istanbul Stock Exchange by using the econometric methodology of “event study”. Analyzing 70 events related to the foreign direct investments and the returns of 103 stocks in connection with these events, with consideration of 16 different analysis criteria, it has been found that the foreign direct investment has a possible positive effect on the firms’ stock returns for a short term (5 to 12 day period) following its realization.

Önsöz

Uluslararası doğrudan yatırımlar, gerek politik gerekse de makroekonomik boyutu ile uzun yıllardır Türkiye’de gündem oluşturan konulardan biridir. Özellikle 1980’lerin başı ile 1990’ların sonu arasındaki dönemde global yatırımcılar tarafından önce **gelişmekte olan ülkeler** kategorisinde, daha yakın geçmişte ise yeni bir terim olarak tellaffuz edilmeye başlanan **yükselen piyasalar** dahilinde değerlendirilen Türkiye’nin, izlediği yanlış ekonomik politikalar nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırım çekme potansiyelini iyi kullanamadığı iddia edilmiştir. Bu dönemde yabancı sermaye daha çok **sıcak para** olarak ifade edilen hisse senedi ve kısa vadeli borç senedi alımına yönelik portföy işlemleri yoluyla veya yerli bankalara açılan kısa vadeli krediler şeklindeki borç enstrümanları vasıtasıyla Türkiye’ye yatırım gerçekleştirmiştir.

2000 ve 2001 yıllarında ardışık olarak, belki de tarihinin en büyük iki ekonomik krizini tecrübe eden Türkiye ekonomisi, bu krizleri takiben sıkı bir mali politika yönelmek zorunda kalmıştır. Bu çerçevede hem Uluslararası Para Fonu ile işbirliğini sürdürmüş hem de politik ve ekonomik çıpa olarak Avrupa Birliği’ne katılım yönünde adımlar atmıştır. Bunların neticesinde makroekonomik göstergelerde iyileşme sağlanmış ve yabancı yatırımlar için olmaz ise olmaz olan sürdürülebilir büyüme ile güven ortamının iyileştiği yönündeki algılama güçlenmiştir. Ayrıca, 2004 yılından sonra global piyasalarda yaşanan likitide bolluğu da önemli bir demografik ve ekonomik büyüklüğe sahip Türkiye ekonomisi için iyi bir fırsat oluşturmuştur. Tüm bunların sonucunda yabancı yatırımcılar portföy yatırımları dışında da Türkiye riskini daha kolay alabilmişler, dolayısıyla Türkiye’de başta şirket birleşmeleri ve satın almaları olmak üzere doğrudan yatırımlara yönelmişlerdir.

Bu tez çalışması, ekonomideki dış ticaret ve bütçe açığının finansman kaynağı olarak görülen ve yarattığı istihdam ile büyüme ve işsizliğin azalmasına katkı sağladığı düşünülen yabancı sermayenin, İMKB’de 1993 ve 2009 yılları arasında işlem gören hisse senetlerine satın alma yoluyla gerçekleştirdiği uluslararası doğrudan yatırımlarının ilgili hisse senetlerinin performanslarını etkileyip etkilemediğini, ve etkilediyse, bu etkileşimin ne yönde olduğunu (olumlu/olumsuz) **olay çalışması** (event study) yönteminden yararlanarak incelemeyi ve analiz etmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla uluslararası doğrudan yatırımların subjektif olarak

ekonomik ve politik açıdan iyi veya kötü bir etkisinin olup olmadığının yorumundan ziyade objektif olarak hisse senedinin getirisine nasıl bir etkisinin olduğu ampirik bir çalışma ile irdelenmeye çalışılacaktır. Daha önceleri bu konuda benzer çalışmalar yapılmış olup, bu çalışmalar belli sektörler ve daha kısa dönemi içeren veri setleri ile gerçekleştirilmiş ve farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Hisse senetlerinin değerlerini etkilediği düşünülen 70 hisse satın alma işlemini ve bu çerçevede gerçekleştirilecek 103 hisse senedinin hem toplam olarak hem de ayrı ayrı analizini içerecek bu tez çalışmasının, bu bağlamda literatüre ışık tutacağı düşünülmektedir.

Tez çalışmasında bana yardımları ve görüşleri ile büyük katkı sağlayan Tez Danışman'ım Sayın Prof. Dr. Hülya Talu'ya çok teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

Öz (Abstract)	iii
Önsöz	iv
İçindekiler	vi
Grafikler ve Tablolar	viii
Kısaltmalar Listesi	ix
Giriş	1

BÖLÜM 1. KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1.	Uluslararası Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tanımı ve Türleri	3
1.1.1.	Uluslararası Doğrudan Yatırımlar	5
1.1.2.	Portföy Yatırımları	8
1.1.3.	Diğer Yatırımlar	9
1.2.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Açıklanmasına Yönelik Teoriler	10
1.2.1.	Monopol Avantajı Teorisi	11
1.2.2.	İçselleştirme Teorisi (İşlem Maliyeti Teorisi)	12
1.2.3.	OLI Paradigması (Eklektik Paradigma)	13
1.2.4.	Yeni Yabancı Sermaye Yatırımları Teorisi:	14
1.3.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Belirleyicileri	14
1.4.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Aradıkları Kriterler	16
1.4.1.	Kaynak Arayan Yatırımlar	16
1.4.2.	Pazar (Piyasa) Arayan Yatırımlar	18
1.4.3.	Verimlilik Arayan Yatırımlar	20
1.4.4.	Stratejik Varlık Arayan Yatırımlar	20
1.4.5.	Kaçış, Destek ve Pasif Amaç Arayan Yatırımlar	21
1.5.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülkeye Giriş Şekilleri ve Yöntemleri	22
1.5.1.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülke Pazarına Giriş Şekilleri	22
1.5.2.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Giriş Yöntemleri	23
1.6.	Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülke Ekonomisine Etkileri	26

BÖLÜM 2. DÜNYA EKONOMİLERİNDE VE TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI DOĞRUDAN YATIRIM GİRİŞİ'NİN GELİŞİMİ

2.1.	Dünya'da Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi	29
2.2.	Türkiye'de Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi	36
2.2.1.	Cumhuriyet Öncesi Dönem	36
2.2.2.	Cumhuriyet Dönemi	39
2.2.2.1.	1923-1950 Dönemi	39
2.2.2.2.	1950-1960 Dönemi	41
2.2.2.3.	1960-1980 Dönemi	46
2.2.2.4.	1980-1998 Dönemi	48
2.2.2.5.	1998 ve Sonrası Dönem	53

BÖLÜM 3. TÜRKİYE'DE 1993-2009 YILLARI ARASINDA GERÇEKLEŞEN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİN İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSLARINA ETKİSİ

3.1.	Çalışmanın Amacı	65
3.2.	Çalışmanın Konusu ile İlgili Literatür	66
3.3.	Çalışmanın Kapsamı, Sınırları ve Veri Kümesinin Oluşturulması	67
3.4.	Analiz Yöntemi	79
3.5.	Analiz İçin Kullanılan Parametreler ve Ampirik Bulgular	86
	Sonuç	97
	Kaynakça	105

EKLER

Ek 1.	Ocak 1993 - Ağustos 2010 Döneminde Türkiye'de Gerçekleşen Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları İle İlgili İşlemler	114
Ek 2.	Türkiye'de ve Dünya'da Şirket Birleşme ve Satın Almalarına İlişkin Yapılan Başlıca Çalışmalar	203

Grafikler ve Tablolar

Tablo	1. Birinci Dünya Savaşı Öncesi Yapılan UDY (1913-1914) (milyar USD)	30
Tablo	2. Bölgeler ve Ülkeler Bazında UDY (2007-2009) (milyar USD)	35
Tablo	3. Osmanlı İmparatorluğu'nda Yabancı Sermaye Yatırımları (1909-1912) (bin Osmanlı Lirası)	38
Tablo	4. 1928-1945 Döneminde Gerçekleştirilen Millileştirmeler	41
Tablo	5. Türkiye'de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen UDY'nin Birleşenlerine Göre Dağılımı (milyon USD)	59
Tablo	6. Türkiye'de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen DYS'lerin Ülkelere Göre Dağılımı (milyon USD)	62
Tablo	7. Türkiye'de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen DYS'lerin Sektörlere Göre Dağılımı (milyon USD)	63
Tablo	8. Türkiye'de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)	69
Tablo	9. Türkiye'de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)	71
Tablo	10. Olay Çalışması İçin Zaman Çizelgesi	81
Tablo	11. Analiz Kriterleri İle İlgili Hiyerarşik Sıralama	89
Tablo	12. Analiz Kriteri 1. Olay Günü (t0): Satışın Açıklanma Tarihi Olması Durumunda Hesaplanan BFG ve KBFG Değerleri ile Anlamlılık Düzeyleri	90
Tablo	13. Analiz Kriteri 2. Olay Günü (t0): İlk Açıklanma Tarihi Olması Durumunda Hesaplanan BFG ve KBFG Değerleri ile Anlamlılık Düzeyleri	91
Grafik	1. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Gelişimi (1970-2009) (milyar USD)	32
Grafik	2. Ekonomi Gruplarına Göre Uluslararası Doğrudan Yatırımlar(1970-2009) (milyar USD)	34
Grafik	3. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1950-1959) (milyon USD)	45
Grafik	4. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1960-1980) (milyon USD)	48
Grafik	5. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1980-1998) (milyon USD)	53
Grafik	6. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1998-2009) (milyon USD)	55
Grafik	7. Başlıca Makroekonomik Göstergeler (1998-2009)	56

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR	Abnormal Return
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BAT	British American Tobacco PLC
Bkz.	Bakınız
CAR	Cumulative Abnormal Return
DYS	Doğrudan Yabancı Sermaye
ERDEMİR	Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
EUI	The Economist Intelligence Unit
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GCC	Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (Cooperation Council For The Arab States Of The Gulf)
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOÜG	Kümülatif Ortalamanın Üstünde Gerçekleşen Getiri
NBG	National Bank of Greece
OÜG	Ortalamanın Üstünde Gerçekleşen Getiri
T	Tahmini
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
UDY	Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Trade and Development)
USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
Var	Varyans
WEO	Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)
WIR	Dünya Yatırım Raporu (World Investment Report)
YASED	Uluslararası Yatırımcılar Derneği

Araştırmaya Konu Olan Hisse Senedleri Kodları

ACIBD	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.
AFMAS	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.
AKBNK	Akbank T.A.Ş.
AKENR	Ak Enerji Elektrik Üretim A.Ş.
AKGRT	Aksigorta A.Ş.
ALARK	Alarko Holding A.Ş.
ALCAR	Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ALTIN	Altınııldız Mensucat ve Konfeksiyon Fab.A.Ş.
BOYNR	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.
BSPRO	Batisöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.
BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.
CMENT	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.
COMUN	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.
DENIZ	Denizbank A.Ş.
DGZTE	Doğan Gazetecilik A.Ş.
DISBA	Doğan Gazetecilik A.Ş.
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
DOKTS	Componenta Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.
DYHOL	Doğan Yayın Holding A.Ş.
ECILC	Eis Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Tic.A.Ş.
EGPRO	Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş.
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
FFKRL	Finans Finansal Kiralama A.Ş.
FINBN	Finansbank A.Ş.
FNSYO	Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.
GARAN	T.Garanti Bankası A.Ş.
GIMA	Gersan Elektrik Ticaret ve Sanayi A.Ş.
GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.
HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.
IHLAS	İhlas Holding A.Ş.
ISAMB	Işıklar Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.
ISGSY	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
IZOCM	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.

KCHOL	Koç Holding A.Ş.
KENT	Kent Gıda Maddeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.
KERVT	Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KIPA	Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Gıda Sanayi A.Ş.
KLMSN	Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KNFRT	Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MIGRS	Migros Türk T.A.Ş.
MRSHL	Marshall Boya ve vernik Sanayii A.Ş.
MZHLD	Mazhar Zorlu Holding A.Ş.
PENGD	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.
PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
PTOFS	Petrol Ofisi A.Ş.
RAYSG	Ray Sigorta A.Ş.
SAHOL	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.
SEKFK	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.
SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.
TATKS	Tat Konserve Sanayii A.Ş.
TBORG	T.Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.
TCELL	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
TEBNK	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.
TIRE	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt San.A.Ş.
TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
TRNSK	Transtürk Holding A.Ş.
TSPOR	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.
TUDDF	T.Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.
YAZIC	Yazıcılar Holding A.Ş.
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
YKFIN	Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O.
YKGYO	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YKRYO	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YKSGR	Yapı Kredi Sigorta A.Ş.
ZOREN	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

GİRİŞ

19. yüzyılda yaşanan sanayi devrimi ile başlayan uluslararası ekonomik ilişkiler İkinci Dünya Savaşı sonrasında küreselleşme hareketine dönüşmüş ve bu hareket özellikle 1970'li ve 1980'li yıllardan sonra dünya ekonomilerine hâkim olan liberalleşme ile daha da etkin bir hale gelerek ülkelerin ekonomileri arasındaki etkileşimi, dolayısıyla sermaye hareketliliğini arttırmıştır. Bu ortamda ortaya çıkan çok uluslu büyük şirketler, kârlarını maksimize ederek hissedarları açısından daha yüksek değerler yaratabilmek amacıyla kendi ülkeleri dışındaki ülkelerde de yatırım fırsatlarını değerlendirmeye başlamışlar ve uluslararası doğrudan yatırımlara ivme kazandırmışlardır.

Öncelikle daha çok sermaye ihraç eden ülkeler arasında gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırımlar, 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde de yaygınlaşmaya başlamıştır. 1990 başlarında yıllık ortalama 30 milyar USD tutarının üstünde doğrudan yatırım çeken gelişmekte olan ülkeler, 2000'li yılların ilk on yılının sonu itibarıyla 600 milyar USD tutarında bir yatırım düzeyine ulaşmayı başarmışlardır.

Gelişmekte olan ülkeler barındırdıkları yüksek risklere rağmen sahip oldukları yüksek getiri potansiyelleri ile gerek faaliyet gösterdikleri sektörlerde uluslararası stratejik şirket satın almaları, birleşmeleri veya ortaklıkları gerçekleştirmek isteyen uluslararası firmalar, gerekse de büyüme potansiyelini değerlendirmek amacıyla orta ve uzun vadeli yatırım yapmak isteyen finansal ortaklık veya özel sermaye fonları açısından önemli bir çekim merkezi haline gelmişlerdir.

Bu bağlamda 2003 yılından sonra ekonomik göstergelerinde iyileşme gözlenen ve 2009 yılında 600 milyar USD'nin üzerindeki nominal GSYİH'si ile dünyanın en büyük ekonomileri sıralamasında ilk 20 ülke içinde olan Türkiye, gerek pazar büyüklüğü gerekse de barındırdığı büyüme potansiyeli ile yabancı sermaye için cazip fırsatlar sunan bir yatırım ortamı olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu tez çalışmasında temel olarak; uluslararası doğrudan yatırımların kavramsal ve teorik çerçevesi açıklanacak, uluslararası doğrudan yabancı yatırımları belirleyen ve

destekleyen temel unsurlar konularına değinilecek, Türkiye'nin uluslararası doğrudan yabancı yatırımlar açısından Dünya ekonomileri içindeki konumu irdelenecek ve 1993-2009 yılları arasındaki dönemde Türkiye'de gerçekleşen uluslararası doğrudan yabancı yatırımların detaylı bir analizi yapılarak, söz konusu bu yatırımların hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ilgili şirketlerin hisse performansına etkisi **olay çalışması** (event study) yaklaşımı kullanılarak incelenecektir.

BÖLÜM 1.

KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

Bu bölümde uluslararası yabancı sermaye ve uluslararası doğrudan yatırımlar ile ilgili temel kavramlar ve terimler tanımlanırken, Tez'in esas konusunu oluşturan uluslararası doğrudan yatırımların (i) açıklanmasına yönelik teoriler, (ii) belirleyicileri, (iii) aradığı kriterler, (iv) ev sahibi ülkeye giriş şekilleri ve çeşitleri ile (v) ev sahibi ülkeye etkileri örneklerle açıklanmaktadır.

1.1. Uluslararası Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tanımı ve Türleri

Uluslararası yabancı sermaye yatırımları genel anlamıyla bir ülkede yerleşik kişilerin veya kurumların başka bir ülkedeki kişilere veya kurumlara artı getiri beklentisi ile gerçekleştirdiği sermaye aktarımları olarak tanımlanabilir¹.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü (Bundan böyle Hazine Müsteşarlığı olarak anılacaktır) tarafından Şubat 2003 tarihinde hazırlanan **Yabancı Sermaye Raporu 2002** adlı rapora göre yabancı sermaye;

- “
- *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na alım satımı yapılan konvertibl döviz ve efektif cinsinden nakdi sermayeyi,*
 - *Yabancı sermayeli kuruluşlarda, yabancı gerçek ve tüzel kişilerin hissesine tekabül eden net kâr, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri ile lisans, knowhow, teknik yardım, yönetim ve franchise anlaşmaları karşılığında ödenecek meblağları, dış kredi anapara ve faiz ödemelerinin transferi veya transfer edilebilir değerlerini,*
 - *Makine, teçhizat, alet ve bu mahiyetteki mallar, makine aksamı ve malzeme ile Hazine Müsteşarlığı'nın kabul ettiği sair lüzumlu malları,*

¹ International Monetary Fund (IMF), **Balance of Payments Textbook**, Washington DC, USA, 1996, s.107-128.

- Yurt dışında yerleşik kişi ve kuruluşların, kambiyo mevzuatı çerçevesinde doğan her türlü mevcut ve alacaklarından, Hazine Müsteşarlığı'nın sermaye payı olarak kabul edeceği meblağları,
- Patent ve ticari marka gibi fikri haklardan Hazine Müsteşarlığınca kabul edilenleri ”

ifade etmektedir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı'na (İngilizcesi Organization for Economic Cooperation and Development olan kuruluş bundan böyle OECD olarak anılacaktır) göre ise yabancı sermaye;

- “ • *Yabancı yatırımcının yerli şirketin dağıtılmayan ve yatırıma tekrar aktarılan kazançlardaki paylarını,*
- *Yabancı yatırımcının nakit veya aynı sermaye yoluyla ana şirketten hisse ve borç senetleri (kısa, orta ve uzun vadeli borç senetleri) alımını,*
- *Yabancı yatırımcının yerli şirkete sağladığı kredileri,*
- *Yabancı yatırımcının yerli şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımlarını,*
- *Yabancı yatırımcının sağladığı ticari ve diğer kredileri,”*

içermektedir².

Türlerine göre ise uluslararası yabancı sermaye yatırımları temel olarak – Uluslararası Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar – şeklinde üç ana başlık altında incelenmektedir.

² T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, **Yabancı Sermaye Raporu 2002**, Şubat 2003, s. 10-11. (T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'nın web sitesinde yayınlanan Yabancı Sermaye Raporları, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'ndan önceki ve sonraki raporlar olmak üzere iki bölüm altında yer almaktadır. 4875 sayılı kanundan önceki raporlar “Yabancı Sermaye Raporu” olarak adlandırılırken, 4875 sayılı kanundan sonraki raporlar “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Raporu” veya “Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu” başlığıyla sunulmaktadır)

1.1.1. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

Finans ve ekonomi literatüründe birçok tanımı bulunmakla birlikte uluslararası doğrudan yatırımlar (Bundan böyle uluslararası doğrudan yatırımlar ve/veya uluslararası doğrudan yatırım UDY olarak anılacaktır) genel olarak, bir kişinin bulunduğu veya bir şirketin kurulu olduğu ülke sınırları dışında, hâlihazırda faaliyetlerini sürdüren başka bir şirkete, hisse satın alımı, birleşme veya sermaye arttırmak suretiyle ortak olması veya tamamen yeni bir şirket veya tesis kurması veya mevcut bir varlığı satın alması şeklinde ifade edilmektedir.

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'na göre ise; UDY daha detaylı olarak, *“yurt dışından getirilen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri (devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınaî ve fikrî mülkiyet hakları ile yurt içinden sağlanan yeniden yatırımda kullanılan kâr, hasılat, para alacağı veya malî değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar, doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla yeni şirket kurmayı veya şube açmayı ve menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmak”*³ şeklinde tanımlanmaktadır.

Bunların yanı sıra Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı'na (Bundan böyle UNCTAD olarak anılacaktır) göre bir yabancı sermaye yatırımının UDY kategorisine dâhil edilebilmesi için aşağıda detaylandırılan üç mali işlemten en az birini gerçekleştirmiş olması gerekmektedir⁴.

³ “5 Haziran 2003 tarih ve 4875 Sayılı **Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu**”, **Resmi Gazete**, 17 Haziran 2003.

⁴ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), “Transnational Corporations and the Internationalization of R&D”, **World Investment Report 2005**, s. 297-298.

- (i). Yatırımcı kişi veya şirket tarafından kendi ülkesi dışında bir ülkede bulunan bir varlığın veya bir şirketin (kontrol) hisselerinin satın alınması suretiyle öz sermaye veya iştirak sermayesi (equity capital) yatırımı yapılması,
- (ii). UDY'yi gerçekleştiren kişi veya şirket tarafından yatırım yapılan şirketten elde edilen kazancın yeniden aynı şirket bünyesinde yatırıma dönüştürülmesi (reinvested earnings),
- (iii). UDY'yi gerçekleştiren ana şirket ile yatırım gerçekleştirilen şirket arasında uzun veya kısa dönemli borç veya alacak işlemleri diğer bir deyişle şirket içi kredi veya borç ilişkisine girilmesi (intra-company loan/debt).

UDY diğer uluslararası yabancı sermaye yatırımlarına göre daha uzun vadeli ve stratejik yatırımları kapsamaktadır. Yatırımcı çoğu zaman sermaye dışında üretim teknolojisi, yönetim bilgisi, marka gibi değerleri de yatırım yaptığı şirkete aktararak kontrolü elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu nedenle UDY ile amaçlanan sadece sabit getiri, kâr payı veya sermaye değer artış kazancı değil aynı zamanda lisans ücretleri, servis ücretleri, komisyonlar, transfer fiyatlandırması gibi çok çeşitli gelir mekanizmalarından da faydalanılmasıdır⁵.

UDY çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Çok uluslu şirketler genel olarak en az iki ülkede başta üretim veya ticaret olmak üzere faaliyetleri bulunan şirketler şeklinde tanımlanabilmektedir⁶. Bu şirketler hakkında daha detaylı bilgi Tez'in **Bölüm 2. Dünya Ekonomilerinde Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi** bölümünde UDY'nin tarihsel gelişimi ile birlikte verilecektir.

Türkiye'ye UDY girişi ile ilgili istatistikler Hazine Müsteşarlığı'nın yanı sıra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (bundan böyle TCMB olarak anılacaktır) İstatistik

⁵ Hüseyin Işık, "Çok uluslu Şirketlerde Örtülü Kazanç ve Örtülü Sermaye, Uluslararası Düzenlemeler ve Uygulamalar ile Türk Vergi Sisteminin Karşılaştırılması ve Öneriler", **T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayın No: 2005/370**, Ankara, 2005, s. 22-35.

⁶ Deniz Arıkan, **Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, Arıkan Yayınevi, Mayıs 2006, s. 13.

Genel Müdürlüğü altında yer alan Ödemeler Dengesi Müdürlüğü tarafından da takip edilmektedir. Ödemeler Dengesi Müdürlüğü'nce yayınlanan **Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması** adlı bilgi notunda UDY girişleri, Sermaye ve Finans Hesapları başlığı kapsamındaki Finans Hesapları bölümünde yer alan Doğrudan Yatırımlar altında Yurtdışında Doğrudan Yatırımlar olarak da tanımlanmaktadır. Söz konusu tanım bağlamında UDY; Sermaye, Diğer Sermaye ve Gayrimenkul olmak üzere üç hesabın birleşiminden oluşmaktadır. İlgili her bir hesabın içeriği ise aşağıda verilmektedir.

- Sermaye** : Yurtdışında yerleşik kişilerin, Türkiye'de yerleşik bir şirket kurmak, kurulmuş bir şirkete ortak olmak, şube açmak yoluyla doğrudan yatırım amacıyla Türkiye'ye getirdikleri sermaye tutarları ile kârların sermayeye katılımı, "Sermaye" kalemini oluşturmaktadır. Bu veriler; banka raporları, "Doğrudan Yatırım Anketi", Hazine Müsteşarlığı kayıtlarından sağlanan nakdi ve aynı sermayeye ilişkin aylık veriler ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Günlük Bültenleri ve basına yansıyan haberlerden derlenmektedir.
- Diğer Sermaye** : Doğrudan yatırım yapan kuruluşun yatırım yaptığı kuruluşa sağladığı kredilerin kullanımları ile geri ödemelerinden oluşmaktadır. Veri kaynağı, özel sektörün yurtdışından kullandığı kredilerin kredi bazında ayrımına ilişkin banka raporlarıdır.
- Gayrimenkul** : Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'de alım satımını yaptıkları gayrimenkul bedellerini göstermektedir. Veri kaynağı, Tapu Kadastro Genel Müdürlüğü'nün, alım satımı yapılan gayrimenkullerin ülke ayrımında sayılarına ilişkin kayıtları ile TÜİK tarafından gerçekleştirilen "Ziyaretçiler Gelir Anketi" çerçevesinde hesaplanan birim fiyatlardır.

1.1.2. Portföy Yatırımları

Dolaylı yabancı sermaye yatırımı olarak da tanımlanan portföy yatırımları bir kişinin veya bir şirketin yerleşik bulunduğu ülke dışındaki sermaye piyasalarına ait borsalarda işlem gören şirket hisse senetlerine, yatırım fonlarına, şirket tahvillerine, vadeli işlem ve opsiyon (finansal türev) enstrümanlarına ve devlet garantili bonolara veya tahvillere yaptığı yatırımları kapsamaktadır.

Sıcak para olarak da adlandırılan söz konusu yatırımlar genellikle kısa dönemlidir. Hisse senedi satın almaları bazında bakıldığında doğrudan yatırımların aksine yatırımcı genellikle azınlık hissedar konumundadır ve hisse senedi satın alınan şirketi kontrol etmeyi amaçlamamaktadır. Bu nedenle bu tip yatırımlar çoğunlukla işlem hacmi yüksek ve kolay elden çıkarılabilen hisse senetlerine %10'un altında bir oranla yapılmaktadır.

Portföy yatırımı gerçekleştiren yatırımcının ana amacı gerek sermaye kazancı (hisse senedi değer artışı) gerekse de dağıtılan kâr payları ile finansal getirisini maksimize etmektir⁷.

Ödemeler Dengesi Müdürlüğü'nce belirtildiği üzere ödemeler dengesi istatistiklerinde UDY gibi Finans Hesapları dahilinde yer alan portföy yatırımları altında yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (Bundan böyle DİBS olarak anılacaktır) ile yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma (Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Eurobond'lar gibi) enstrümanları izlenmektedir. (Tahvil ihraçlarının veri kaynağı, TCMB ve banka raporlarıdır. Hisse senetleri ve DİBS verileri saklama hizmeti veren bankaların raporlarından, menkul kıymet bazında, stok değer değişimlerinin kur ve fiyat değişimlerinden arındırılması yoluyla hesaplanmaktadır.)

⁷ Sezgin Açıkalın, Seyfettin Ünal, **Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları**, Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2. Baskı, 2009, s. 41-48.

1.1.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar ise UDY ve portföy yatırımları dışında kalan tüm uluslararası yabancı sermaye yatırımları ile ilgili fonları kapsamaktadır. Söz konusu fonlar çoğunlukla; Avrupa Kalkınma Bankası gibi gelişmiş ülkeler tarafından kurulan finansal kuruluşların ve bu ülkelerde yerleşik resmi veya yarı resmi kurumların, genellikle gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler ile resmi veya yarı resmi kurumlara yönelik sağladığı proje kredilerinden, konsorsiyum kredilerinden, eximbank kredilerinden, yurtdışında yerleşik ihracatçıların yurtiçinde yerleşik ithalatçılara yaptıkları mal satışları ile bu satışların vadelerinde yapılan ödemeleri içeren ticari kredilerden, Uluslararası Para Fonu (İngilizcesi International Monetary Fund olan kuruluş bundan böyle IMF olarak anılacaktır) tarafından verilen krediler gibi yardım niteliğindeki borçlardan ve yurtdışında yerleşik kişilerin TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatlarından oluşmaktadır⁸.

Uluslararası yabancı sermaye yatırımlarının yukarıda üç ana başlık altında detaylandırılan çeşitleri dikkate alındığında, yabancı sermaye giren bir ülkenin ekonomisine (dolayısıyla sermaye piyasalarına ve bu piyasalardaki oyunculara) etki eden esas yatırımların UDY ve portföy yatırımları olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle her iki yatırımın karşılaştırılmasının önemli olduğu düşünülmekte olup aralarındaki farkların aşağıda belirtilmektedir.

- UDY gerçekleştiren yatırımcı çoğunluk veya kontrol hissesine sahip olması nedeniyle doğrudan yatırımı alan şirketin üretim ve yatırım süreçlerine müdahil olabilirken, portföy yatırımı gerçekleştiren yatırımcının genellikle şirket faaliyetlerine ilişkin alınan kararlarda herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.
- UDY, kalıcı ve istikrarlı iken portföy yatırımları ise kısa süreli ve olumsuz ekonomik şartlarda girdikleri ekonomilerden hızla çıkma eğilimindedirler.

⁸ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, Kurtiş Matbaası, 1999, s. 700-701.

- UDY genel olarak sağladığı nakdi sermaye dışında makine, know-how, teknoloji gibi maddi ve maddi olmayan veya aynı olarak nitelendirilebilecek sermaye ve varlıklar sağlarken, portföy yatırımları sadece nakdi sermaye şeklinde gerçekleşmektedir. Nakdi sermaye açısından dikkate alınacak diğer bir noktada UDY'nin portföy yatırımına göre daha yüksek tutarlarda nakdi sermaye sağladığıdır.
- Yapılan yatırımın etkisi açısından bakıldığında ise UDY uzun vadeli olduğu için girdiği ülkenin ekonomisine istikrar sağlarken, portföy yatırımları ekonomide oluşabilecek herhangi bir olumsuz koşulda ülkeyi terk edebildiği için finansal krizlere sebep olabilmektedir. Sırasıyla 1994 yılında Meksika'da, 1997 yılında Güney Doğu Asya'da, 1998 yılında Rusya'da ve 2001 yılında Türkiye'de ortaya çıkan krizlerdeki faktörlerden biri de portföy yatırımlarının mobilite özelliğidir.

Bu çerçevede bakıldığında UDY'nin girdiği ekonomilere ve bu ekonomilerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlerine etkisinin daha yüksek olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle, çalışmanın ilerleyen aşamalarında portföy yatırımlarına da zaman zaman değinilecek olmakla beraber Tez'in konusu gereği esas olarak UDY dikkate alınarak analizler yapılacaktır.

1.2. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Açıklanmasına Yönelik Teoriler

Günümüze kadar UDY'nin neden yapıldığının açıklanmasına yönelik birçok teori ortaya çıkmasına karşın, bu teorilerden herhangi birinin genel kabulü veya üstünlüğü söz konusu değildir. Teorilerin birbirlerine karşıt görüşler önermedikleri aksine birbirlerini tamamlayıcı unsurlar içerdiği gözlenmektedir. Bu bölümde ilgili teoriler içinde önemli olduğu düşünülen Monopol Avantajı, İçselleştirme (İşlem Maliyeti), OLI Paradigması (Eklektik Paradigma) ve Yeni Yabancı Sermaye Yatırımları teorileri detaylı olarak sunulmaktadır.

1.2.1. Monopol Avantajı Teorisi

Bu teoriye göre UDY'yi gerçekleştiren yatırımcı sahip olduğu monopolistik avantajlar sayesinde aynı sektörde faaliyet gösteren yerel şirketlerle rekabet edebilmektedir. Bu teorinin,

- üstün bilgi,
- ürün yaşam döngüsü
- oligopolistik tepki

olmak üzere üç şekli bulunmaktadır.

Üstün bilgi, UDY'yi gerçekleştiren şirketin girdiği piyasada teknoloji, yönetim, pazarlama teknikleri ve benzeri bilgi birikimi unsurları açısından sahip olduğu avantajları kapsamaktadır. Bilgiyi daha önce gerçekleştirdiği faaliyetler ve yatırımlar sayesinde edinmiş ve test edebilmiş olan genellikle çok uluslu şirketlerden oluşan yatırımcılar, yeni yatırım gerçekleştirdiği pazarlarda neredeyse maliyetsiz olan bu bilgiyi kullanmak suretiyle fayda sağlayabilmektedirler. Diğer taraftan bilgiye sahip olmayan ve çoğunlukla sadece yerel pazarda faaliyetleri bulunan şirketler ise söz konusu bilgiye sahip olmak için ciddi yatırımlar yapmak zorundadırlar. Bu teoriye en iyi örnek hızlı tüketim ürünleri sektöründe Coca-Cola, kozmetik sektöründe Loreal veya Nivea, ilaç sektöründe Roche gibi çok uluslu şirketlerdir. Bu şirketler sattıkları ürünlerin üretiminden pazarlamasına ve hatta satış sonrası hizmetlerine kadar standartlaşmış bir işleyişe sahiptirler ve yatırımlarını bu doğrultuda yapmaktadırlar.

Reymond Venon tarafından 1966 yılında tanıtılan **ürün yaşam döngüsü** ise, temel olarak bir ürünün, (i) geliştirme ve piyasaya sunma, (ii) gelişme ve olgunluk ve (iii) düşüş olmak üzere üç evresi bulunduğunu dikkate almaktadır⁹. Ürüne özellikle geliştirilme ve piyasaya ilk sunuş sürecinde gerek AR-GE gerekse de pazarlama anlamında yüksek maliyetli yatırımlar yapılmaktadır. Dolayısıyla ürünün satışına yönelik hedeflenen ilk tüketici kitlesi bu yüksek maliyetleri karşılayabilecek olan fiyatları ödeyebilecek güce sahip olan tüketicilerdir. İkinci evre olan gelişme ve

⁹ Raymond Vernon, "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol. 41, Sayı 4, 1979, s. 258-259.

olgunluk evresinde ise üretim ve pazarlama maliyetleri daha aşağı çekilebildiği için ürün nispeten daha alt alım gücüne sahip tüketicilere de pazarlanabilmektedir. Üçüncü evre olan düşüş sürecinde ise ürün artık standartlaşmış ve çoğu tüketici kitlesine ulaşabilir niteliktedir. UDY açısından bu duruma en iyi örnek teknolojik ürünlerin ilk önce gelişmiş ülkelerde piyasaya sürülmesidir. Gelişmiş ülkelerdeki ürün talebi belli bir doyuma ulaştığı zaman ürün diğer yabancı pazarlara da tanıtılmaktadır.

Son olarak **oligopolistik tepki** teorisine göre aynı sektörde faaliyet gösteren rakip şirketler, birbirlerinin yatırım, pazarlama ve diğer yönetsel kararlarına tepki vermek zorundadırlar. Dolayısıyla bir şirket kendi ülkesi dışında başka bir ülkede faaliyette bulunmak veya yatırım yapmak istiyorsa onun rakibi konumundaki şirket de geri kalmamak için aynı stratejiyi izlemek durumundadır. Bu teoriye en iyi örnek 2003 yılından sonra Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşmeleri ve satın almaları işlemleri ile özelleştirmelerdir. Özellikle bankacılık ve sigortacılık sektöründe birçok çok uluslu şirketin rakiplerinin Türkiye pazarına girmesi faktörünü de dikkate alarak Türkiye’ye yatırım yaptığı düşünülmektedir. Diğer bir örnek ise 2005 yılında demir çelik sektöründe yapılan Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş. özelleştirmesine günümüz itibariyle tek bir şirket olan Arcelor Mittal’ın, Arcelor ve Mittal olarak ayrı ayrı katılmalarıdır. Bu işlem sürecinde dikkat çeken ve oligopolistik tepki teorisini doğrulayan diğer bir husus da, özelleştirmenin açık arttırma bölümünde Mittal’ın elenmesi sonucunda Arcelor’un da fiyat vermeden süreçten çekilmiş olmasıdır.

1.2.2. İçselleştirme Teorisi (İşlem Maliyeti Teorisi)

İçselleştirme teorisine göre bir çok uluslu şirket ihracat veya lisanslama gibi yöntemler yerine UDY gerçekleştirerek, yüksek ulaştırma maliyetlerinden, ticari engellerden ve diğer maliyeti arttırıcı unsurlardan kaçmak suretiyle daha yüksek fayda sağlayabilmektedir. Ayrıca şirket sahip olduğu bilgi ve edinimleri başkalarıyla (iş ortağı, bayi, ana distribütör vb.) paylaşmadan sadece kendi için

kullanılabilmektedir¹⁰. Böylece şirket bilgiyi içselleştirerek ürünün satışı konusunda başka oyunculara veya ortaklara bağıllığını azaltmakta ve aynı zamanda ürünün taklit edilmesini de önlemektedir. Bu teoriye Türkiye’de faaliyetlerini sürdüren çok uluslu şirketlerden en iyi iki örnek Unilever ve P&G şirketleridir. Bu şirketler Türkiye’de ürünlerinin hem üretimini hem de pazarlamasını gerçekleştirmektedirler.

1.2.3. OLI Paradigması (Eklektik Paradigma)

John Dunning tarafından, kendi yaptığı çalışmalar ve konu ile ilgili yapılan birçok çalışmayı bir araya getirerek oluşturulan OLI paradigması, UDY’yi açıklamaya çalışan teoriler arasında kapsamı en geniş olanıdır.

Sahiplik (ownership), konum/lokasyon (location) ve içselleştirme (internalization) kavramlarının baş harfleri ile “OLI” olarak adlandırılan bu teoriye göre¹¹;

- Çok uluslu şirket gireceği pazardaki rekabet ortamında avantaj sağlayabilmek için yerli şirketlere karşı üstün bilgi (yönetimsel bilgi ve üretim bilgisi - patent, ticari sır veya ticari marka vb.) ve ürünlere sahip olmalıdır.
- Çok uluslu şirketin yatırım yapacağı ülkede ürünleri üretip pazarlaması, kendi ülkesinde üretimini yaptığı ürünlerin ihracatını gerçekleştirmesinden daha kârlı ve avantajlı (daha düşük ulaştırma maliyetleri, ucuz işgücü, müşteriye yakınlık, yerel imaj vb.) olmalıdır.
- Çok uluslu şirketin bir ülkede doğrudan yatırım yapması, ürünleri ile ilgili üretim ve pazarlama becerilerini lisanslamasından daha kârlı olmalıdır.

¹⁰ Nihat Batmaz, Sevinç Tekeli, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği 1996-2006**, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009, s. 32-35.

¹¹ John H. Dunning, “The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future”, **International Journal of the Economics of Business**, Vol. 8, No. 2, 2001, s. 174-176.

1.2.4. Yeni Yabancı Sermaye Yatırımları Teorisi:

Temel olarak iki ülke, iki mal ve iki faktör (nitelikli ve niteliksiz işgücü) varsayımlarına dayanan yeni yabancı sermaye yatırımları teorisi,

- yatay entegrasyon yatırımları ve
- dikey entegrasyon yatırımlarından

oluşmaktadır¹².

Yatay entegrasyon yatırımları çok uluslu bir şirketin yabancı bir ülkeye yönelik ticaret (ihracat) yapma ile bu yabancı ülkeye fabrika kurması arasındaki maliyet farklarını gözeterek gerçekleştireceği uluslararası yatırım kararını kapsamaktadır. Diğer bir deyişle çok uluslu bir şirketin ev sahibi bir ülkede mevcut herhangi bir yerel şirket ile ortaklık kurmadan veya lisanslama anlaşması yapmadan, kendi tesisini veya dağıtım ağını kurarak faaliyet göstermesidir.

Dikey entegrasyon yatırımları ise çok uluslu bir şirketin birkaç aşamada ve farklı ülkelerdeki maliyet unsurlarını dikkate alarak bir malın üretimini gerçekleştirmesine yönelik yatırımlardır. Şirket hammadde temini, üretim (ucuz iş gücüne bağlı olarak) ve satış sonrası hizmetler gibi operasyonlarını farklı ülkelere yönelik yaptığı UDY'ler ile gerçekleştirebilmekte ve böylece kâr maksimizasyonu sağlayabilmektedir.

1.3. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Belirleyicileri

UDY girişini belirleyen unsurların neler olabileceğine yönelik birçok araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalar ayrı ayrı incelendiğinde birçok unsurun ortaya çıktığı görülmektedir. İlgili çalışmalar içinde söz konusu belirleyici unsurları tek bir çalışma altında toplayan en kapsamlı rapor ise UNCTAD tarafından 1998 yılında yayınlanan Dünya Yatırım Raporu'dur (World Investment Report 1998). Bu rapor ev sahibi ülkelerde UDY girişinin belirleyicilerini 3 ana grupta toplamıştır¹³:

¹² Sefer Şener, **Yabancı Sermaye**, Ezgi Kitapevi, 2008, s. 38-43.

¹³ UNCTAD, "Trends and Determinants (Host country determinants of FDI)", **World Investment Report 1998**, s. 89-91.

- (i). UDY için Oluşturulacak Politika Çerçevesi
- (ii). UDY'ye Yönelik İş Ortamının İyileştirilmesi (Kolaylaştırılması)
- (iii). Ekonomik Belirleyiciler

Uluslararası Doğrudan Yatırımlar için Oluşturulacak Politika Çerçevesi

kapsamında önem arz eden belirleyici faktörler (a) ekonomik, politik ve sosyal istikrar, (b) yurtiçi piyasaya giriş yapacak ve bu piyasada faaliyet gösterecek yabancı sermayeli şirketlere ve bu şirketlerin iştiraklerine ilişkin hukuki kuralların ve mevzuatın düzenlenmesi (bu çerçevede önemli olan yurtiçi piyasa yapısına ve işleyişine ilişkin politikaların, özellikle rekabet kuralları dikkate alınarak düzenlenmesidir), (c) yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, (d) özelleştirme politikasının belirlenmesi, (e) ticaret politikasının belirlenmesi ve belirlenen ticaret politikası ile gerçekleşecek UDY'nin tutarlılığı ve uygunluğu, (f) vergi politikasının belirlenmesi, olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu grubu oluşturan faktörler bir bütün olarak ele alındığında, esas olan ev sahibi ülkenin ekonomisini ve iş ortamını yapılandıran ve belirleyen düzenleyici yetkili makamların ve otoritenin, UDY'ye yaklaşımıdır. Yetkili makamlardan ve otoritelerden yapacağı düzenlemelerle, yatırım sırasında ve sonrasında yabancı sermayeli şirketler ile yerli şirketler arasında bir ayrımcılık yapmaması beklenmektedir.

Uluslararası Doğrudan Yatırımlara Yönelik İş Ortamının İyileştirilmesi

(Kolaylaştırılması) kapsamında ise önem arz eden belirleyici faktörler (a) iyi bir ülke imajı yaratılarak UDY'nin promosyonu, (b) yatırım teşviklerinin verilmesi, (c) rüşvet, uzun süren bürokratik süreçler gibi kayıt dışı maliyet oluşturan unsurların ortadan kaldırılması, (d) ev sahibi ülkeye UDY gerçekleştiren şirketlerin bünyesinde çalışmak üzere gelen kişiler ve bu kişilerin aileleri için konut, yeme/içme, ulaşım, bankacılık, eğitim, sağlık hizmetleri ile aktivite, eğlence ve spor gibi yaşam kalitesini arttıran sosyal imkanların yaratılması olarak belirmektedir.

UDY girişinin belirleyicilerinden üçüncüsü olan **Ekonomik Belirleyiciler** ise kendi içinde "kaynak arayan yatırımlar", "pazar arayan yatırımlar" ve "verimlilik arayan

yatırımlar” olmak üzere üç bölüme ayrılmaktadır. Ekonomik belirleyiciler bu Tez çalışmasının “1.4. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Aradıkları Kriterler” bölümünde daha genişletilmiş ve daha detaylı bir biçimde incelenecektir. Ancak genel olarak bakıldığında UDY yolu ile (a) kaynak arayan yatırımlar; hammadde tedarik imkanı, iş gücü maliyeti ile teknolojik ve yönetsel yetkinlik faktörlerini dikkate alırken, (b) pazar arayan yatırımlar; pazarın büyüklüğü, pazarın büyüme hızı, tüketicinin gelir durumu ve tercihlerine önem vermektedirler. Ekonomik belirleyicilerin diğer bir kategorisi olan (c) verimlilik arayan yatırımlar ise; kendilerine benzer ekonomilerde yarattıkları sinerjiden, kendilerine benzemeyen ekonomilerde de farklılıklardan yararlanarak fayda sağlamayı amaçlamaktadırlar.

1.4. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Aradıkları Kriterler

UNCTAD tarafından 1998 yılında yayınlanan Dünya Yatırım Raporu’nda değinilen UDY’nin belirleyicilerinden biri olan *Ekonomik Belirleyiciler*, çok uluslu şirketlerin yerleşik oldukları ülkeler dışındaki başka ülkelere hangi kriterlere bağlı olarak UDY gerçekleştirdiği konusunda önemli bulgular sunmaktadır. Birçok araştırmacı tarafından da incelenmiş bir konu olan UDY’yi motive eden bu unsurlar, temel olarak bakıldığında beş ana bölümde açıklanabilmektedir¹⁴.

1.4.1. Kaynak Arayan Yatırımlar

UDY ile kaynak arayan şirketlerin başlıca amacı kendi ülkelerinde ürettikleri ürünler için yine kendi ülkelerinde kullandıkları veya temin ettikleri kaynakları, daha düşük maliyetlerle başka ülkelere sağlamak. Bu bağlamda üç tip kaynak arayan yatırımdan bahsetmek mümkündür:

- Fiziki Doğal Kaynak (Hammadde) Elde Etmeye Yönelik Yatırımlar
- Ucuz ve Çalışmaya İstekli Vasıfsız veya Yarı Vasıflı İşgücü Elde Etmeye Yönelik Yatırımlar

¹⁴ John H. Dunning, **Multinational Enterprises and the Global Economy**, NewYork, Addison-Wesley, 1993, s. 56-63.

- Teknolojik Kapasite, Yönetim ve Pazarlama Konularında Uzmanlık ve Organizasyon Yeteneği Elde Etmeye Yönelik Yatırımlar

Şirketler için **fiziki doğal kaynak (hammadde) elde etmeye yönelik yatırım** ihtiyacı, özellikle 19. yüzyıla damgasını vuran sanayi devriminin de etkisiyle, Dünya’da yabancı sermaye hareketini başlatan en önemli faktörlerinden biri olarak görülmektedir. Ancak günümüzde bu tip yatırımlar, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bazılarında UDY’yi cezbetme açısından hala önemli bir unsur olsa da, geçmişe göre önemini nispeten yitirmiştir¹⁵. Söz konusu bu gerilemenin en önemli iki nedeni; ülkelerin kendi doğal kaynaklarının üretiminde yabancı sermayeye mesafeli yaklaşımları, ve genel olarak küresel ekonomide doğal kaynakların üretiminin geçmişe göre göreceli olarak azalmasıdır. Bu nedenle fiziki kaynak ihtiyacı özellikle demir-çelik, enerji ve tarım gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için önem arz etmektedir.

Ucuz ve çalışmaya istekli vasıfsız veya yarı vasıflı işgücü elde etmeye yönelik yatırımlar ise özellikle emek-yoğun ürünlerin üretimini gerçekleştiren şirketler tarafından UDY için önemli bir motivasyon olarak görülmektedir. Ucuz işgücünden faydalanılmasına yakın zaman için verilebilecek en iyi örnek, çoğu gelişmiş ülkelerde yerleşik çok uluslu sanayi şirketlerinin üretimlerini Çin, Vietnam, Malezya, Meksika gibi ülkelere ve bilgi teknolojisi alanında faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin ise operasyon ve servis hizmetlerini Hindistan’a kaydırmalarıdır.

Yukarıda değinilen ve çoğunlukla az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirilen UDY’leri kapsayan iki tip yatırım kategorisinden farklı olarak, **teknolojik kapasite, yönetim ve pazarlama konularında uzmanlık ve organizasyon yeteneği elde etmeyi amaçlayan yatırımların** daha çok gelişmiş ülkelere yönelmesi söz konusudur. 1970’li yıllardan, tarihin belki de en büyük küresel finansal krizinin yaşandığı 2008 ve 2009 yıllarına kadar Dünya’da gerçekleşen UDY’nin yaklaşık %70-80’ninin gelişmiş ülkelere yönelik olması da bu durumu doğrulayan bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

¹⁵ Hasan Kaymak, “Yabancı Doğrudan Yatırımları Artırmak İçin Teşvikler Gerekli ve/veya Yeterli mi?”, **Maliye Dergisi**, Sayı 149, Mayıs-Aralık 2005, s. 93-94.

Bu yatırım tipi için verilebilecek en iyi örneklerden biri, Japonya, Kore, Tayvan gibi Uzak Doğu Asya ülkeleri ekonomilerinde faaliyet gösteren şirketlerin, Amerika Birleşik Devletleri'nde (Bundan böyle ABD olarak anılacaktır) yaptıkları UDY ile teknoloji, yönetim ve organizasyon konularında yetkinliklerini arttırarak yine ABD'de yerleşik yerel şirketlere rakip olmalarıdır¹⁶.

Hatta bazı araştırmacılar radikal denilebilecek bir görüş ile bu tip yatırımları Truva Atına benzetmekte¹⁷ ve UDY'nin, yapıldığı ülkelerde aynı sektörde yer alan yerli şirketlerin rekabet gücünü yok ederek, söz konusu yerli şirketleri sektörde faaliyet gösteremez hale getirebildiklerini savunmaktadırlar¹⁸.

1.4.2. Pazar (Piyasa) Arayan Yatırımlar

Bu kategori çerçevesinde UDY'yi teşvik eden ana unsurlar yatırımcının pazarını genişletme ve büyüyen pazarlardan pay alma hedefidir. Bu sayede pazar arayışında olan yatırımcılar bulunduğu ülke dışındaki pazarlara da ulaşarak satış gelirlerini arttırabilmektedirler. Söz konusu bu duruma son 20 yıllık süreçte verilebilecek en iyi örnek, Sovyet Birliği liderliğindeki Doğu Blok'unun dağılmasından sonra, Çin¹⁹ ile Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin²⁰ liberal ekonomiye geçişi sonucunda; artan tüketim taleplerine yönelik gerçekleşen UDY'lerdir.

Pazarını genişletmek ve büyüyen pazarlardan pay alma hedefi dışında pazar arayan çok uluslu şirketleri, başka ülkelerde UDY yapmaya yönelten diğer sebepler ise;

¹⁶ Tain-Jy Chen, Homin Chen, Ying-Hua Ku, "Foreign Direct Investment And Local Linkages", **Journal of International Business Studies**, 2004, s. 320-333.

¹⁷ Bruno van Pottelsberghe de la Potterie, Frank Lichtenberg, "Does Foreign Direct Investment Transfer Technology Across Borders?", **The Review of Economics and Statistics**, 2001, s. 490-497

¹⁸ Carlo Altomonte, Laura Resmini, "Multinational Corporations As Catalyst For Industrial Development: The Case Of Poland", **William Davidson Working Papers**, 2001, s. 1-27.

¹⁹ Peter J. Buckley, Jeremy Clegg, Adam R. Cross, Tan Hui, "China's Inward Foreign Direct Investment Success: Southeast Asia In The Shadow Of The Dragon", **The Multinational Business Review**, 2005, s. 3-31.

²⁰ Jerome Sgard, "Direct Foreign Investments And Productivity Growth In Hungarian Firms 1992-1999", **William Davidson Working Papers**, November 2001, s. 1-24.

- (i). Ana tedarikçisinin veya müşterisinin faaliyetlerini diğer ülkelere genişletmesi nedeniyle ilgili şirketin iş ilişkisini sürdürebilmesi için tedarikçisini veya müşterisini takip ederek aynı ülkelerde faaliyet göstermeye başlaması,
- (ii). Daha önce ürünlerini ihraç ettiği ülkelerde tariflerin, kotaların veya bunlar dışındaki maliyetlerin artması veya genel anlamda ihracat yolu ile gerçekleştirilen satışların piyasaların büyümesinden dolayı satış potansiyelini gerektiği gibi kullanamaması,
- (iii). Ürünlerin yerli piyasa taleplerine göre şekillenmesinin gerekliliği ve bu durumun yalnızca UDY yapılacak ülkelerde kurulacak tesisler ve denetim mekanizmalarıyla sağlanabilmesi,
- (iv). Kendi yerel ekonomilerinde kârlılığın üst sınırına ulaşan şirketlerin kâr artışını sürdürülebilmesi için, daha az nüfuz edilmiş ve rekabetin daha sınırlı olduğu pazarlara girerek burada üretim yapma gerekliliği,
- (v). Ürünlerinin kalitesine ve marka imajlarına zarar gelmemesi için, şirketlerin dış pazarda talep gören söz konusu ürünlerini UDY yaparak kendi ülkeleri dışında üretmeyi tercih etmeleri²¹,
- (vi). Şirketlerin sistematik riski minimize etmek amacıyla farklı ülke ekonomileri pazarlarında faaliyet göstererek uluslararası çeşitlendirme (international diversification) stratejisini benimsemesi²²,
- (vii). Şirketlerin UDY ile güçlü bir şirket veya markayı satın alarak inorganik büyüme ile küresel bir güç haline gelme isteği,

şeklinde sıralanabilir.

Yukarıda değinilen maddelerden “vii. madde” için Türkiye’den verilecek en iyi örnek Türkiye'nin önde gelen gıda şirketlerinden Ülker Grubu'nun, lüks çikolata üretimiyle

²¹ Imad A. Moosa, **Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice**, Palgrave Macmillan, New York, 2002, s.267-269.

²² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul, Güzem Yayınları, 2001, s. 399-402.

bilinen Belçikalı Godiva'yı 850 milyon USD tutarına satın almasıdır. Satın alma işleminden yaklaşık bir yıl sonra yapılan bir görüşmede Ülker Grubu Yönetim Kurulu Başkanı Murat Ülker, Godiva'nın Grup için iyi bir referans olduğunu belirtirken, yeni coğrafyalara ve pazarlara açılması için önemli fırsatlar yarattığını vurgulamıştır²³.

1.4.3. Verimlilik Arayan Yatırımlar

UDY yolu ile verimlilik arayan yatırımlar için önemli olan farklı coğrafyalara yayılmış üretim, dağıtım, yönetim ve pazarlama faaliyetlerini ortak bir kurumsal yönetim ve sinerji ile bütünleştirmek ve daha etkin kılmaktır. Verimliliğe dayalı yatırım, bir anlamda daha önce açıklanan kaynağa dayalı yatırım ile pazara yönelik yatırımın bileşimi olarak tanımlanabilmektedir.

Bu tip yatırımlar temel olarak iki şekilde sınıflandırılabilirler. Birincisi GSYİH, enflasyon, hukuki düzenlemeler, kişi başına düşen gelir gibi benzer ekonomik göstergeler ile benzer bölgesel karakteristiklere sahip ülkelerde hem ölçek hem de kapsam ekonomilerinden faydalanarak gerçekleştirilen yatırımlardır. Bu duruma en iyi örnek 1990'lı yılların ortalarından itibaren Batı Avrupa ülkelerinin gerçekleştirdikleri UDY'lerin yaklaşık %90'ını Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik yapmaları gösterilebilir²⁴. İkincisi ise yabancı ülke ekonomilerindeki farklılıklardan yararlanmak amacıyla yapılan UDY'lerdir. Bu durumu en iyi açıklayan örnek ise Nike, ToysRus gibi çok uluslu şirketlerin Çin'deki ucuz emekten faydalanmalarıdır²⁵.

1.4.4. Stratejik Varlık Arayan Yatırımlar

Stratejik varlık amacıyla UDY gerçekleştiren çok uluslu şirketler uluslararası rekabet gücünü sürdürmeyi ve daha da büyümeyi amaçlamaktadırlar. Esas hedef, uzun vadeli stratejik yatırımlarla, faaliyet gösterilen sektörde dünya çapında rekabet avantajının korunmasıdır. Bu bağlamda şirketler rakiplerinin bulunduğu başka

²³ "Godiva krizde Yıldız'laştı", **Referans Gazetesi**, 23/07/2009.

²⁴ Irene Lovino, Paolo Passerini,, "The Evolution Of FDI In Candidate Countries: Data 1995-2000", **Statistics In Focus Theme 2-3/2002**, Eurostat, 2002, s. 1-7.

²⁵ Alan M. Rugman, Alain Verbeke, "A Perspective On Regional and Global Strategies Of Multinational Enterprises", **Journal of International Business Studies**, 2004, s. 3-18.

pazarlara girme gerekliliğini duyarlar. Aksi durumda rakiplerinin kuvvetlenmesi ve onlar için tehdit oluşturması kaçınılmazdır²⁶.

Özellikle Türkiye’de 2005 yılından sonra bankacılık ve sigortacılık sektöründe gerçekleşen UDY’ler bu durum için en iyi örnektir. Özellikle Avrupa’da rekabet halinde olan ING Bank, Fortis, BNP Paribas, NBG, Dexia, Uni Credito gibi büyük bankalar ve Generali, Allianz, HDI, Mapfre gibi büyük sigorta şirketleri Türkiye pazarına stratejik satın almalar yolu ile girmişlerdir.

1.4.5. Kaçış, Destek ve Pasif Amaç Arayan Yatırımlar

UDY’yi teşvik eden kaynak, pazar, verimlilik ve stratejik varlık başlıkları altında toplanan dört unsur dışında “diğer” başlığı altında da toplanabilecek üç tip yatırım amacı bulunmaktadır²⁷.

- Kaçış Arayan Yatırımlar
- Destek Amacı Arayan Yatırımlar
- Pasif Amaç Arayan Yatırımlar

Kaçış arayan yatırımlar kendi ülkelerinde karşılaştıkları kısıtlamalardan kaçma amacındaki yatırımcıların UDY ile diğer ülkelerde üretim yapmalarıdır. Bu durumun en iyi örneği çevresel düzenlemeler nedeniyle kendi ülkelerinde üretim gerçekleştiremeyen şirketlerin üretim üstlerini çevre konusunda daha esnek olan hatta hiç bir denetimi bulunmayan az gelişmiş ülkelere taşımalarıdır.

Destek amacı arayan yatırımlar temel olarak hâlihazırda zaten bir veya birden fazla ülkede UDY’leri bulunan çok uluslu şirketlerin ithalat ve ihracat gibi operasyonel faaliyetler için başka ülkelerde iştirakler veya bağlı ortaklıklar kurmasıdır. Destek amacı arayan yatırımlara diğer bir örnek ise çok uluslu şirketlerin

²⁶ Marian Gorynia, Jan Nowak, Radoslaw Wolniak, “Motives and Modes of FDI in Poland - An Exploratory Qualitative Study”, **Journal for East European Management Studies**, 12, issue 2, 2007, s. 132 - 151.

²⁷ J. H. Dunning, **Multinational Enterprises And The Global Economy**, Wokingham, Berkshire: Addison Wesley, chapter 3, 1993, s. 61-63.

yabancı ülkelerde faaliyet gösterdikleri sektör hakkında bilgi edinmek için bölge temsilcilikleri veya şube ofisleri açmalarındır.

Pasif amaç arayan yatırımlar ise genellikle başka bir ülkede faaliyet gösteren bir şirketin hisselerinin daha sonra satmak amacıyla satın alan ve alım-satım arasındaki süreçte artı değer sağlayacağını düşünen yatırımcılar tarafından yapılmaktadır. Söz konusu işlemler daha çok gayrimenkul piyasalarında gerçekleşmektedir.

1.5. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülkeye Giriş Şekilleri ve Yöntemleri

Bu bölümde UDY'lerin ev sahibi ülkeye giriş şekillerine ve çeşitlerine değinilecektir. Çok uluslu şirketler tek başlarına veya yerli bir ortak ile ev sahibi ülkedeki pazara giriş yapabilmektedirler. Söz konusu girişleri de hem yeni yatırım (greenfield investment) hem de mevcut bir yerli şirketin hisselerini satın alarak gerçekleştirebilmektedir.

1.5.1. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülke Pazarına Giriş Şekilleri

UDY'yi gerçekleştiren çok uluslu şirketler iki şekilde ev sahibi pazara giriş yapabilmektedir.

- Bağlı Şirket Yoluyla Yapılan UDY
- Ortalık (Ortak Girişim-Joint Venture) Yoluyla Yapılan UDY

Bağlı şirket yoluyla yapılan UDY, yurtdışında yerleşik bir şirketin, ev sahibi ülkede tamamen kendi mülkiyetinde yeni bir şirket kurması sonucunda veya mevcut bir yerli şirketin tamamını (%100 hisse mülkiyeti) veya çoğunluk (%50'nin üstünde hisse mülkiyeti) hissesini veya kontrol hissesini satın almasıyla gerçekleşen UDY girişidir²⁸.

²⁸ OECD, **Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment**, Paris, OECD Yayınları, 3. Basım, 1996, s. 9-11.

Bağlı şirket yoluyla UDY gerçekleştirecek şirketin yerleşik olduğu ülkedeki pazar ile yatırımı yapacağı pazar benzer özelliklere sahip ise genellikle %100 hisse mülkiyeti tercih edilmektedir. Ancak girilecek pazarda birtakım kısıtlayıcı politikalar veya farklı uygulamalar mevcut ise yerli bir ortak, en azından yabancı sermayeli çok uluslu şirketin pazarın işleyişini öğrenme sürecinde çok büyük bir avantaj sağlayabilmektedir. Bu gibi durumlarda ise çoğunluk hissesi veya kontrol hissesi mülkiyeti tercih edilmektedir. Hisse alımını gerçekleştiren şirket, %100 hisse mülkiyetini, hisse satın alımına ve hissedarlık yapısına ilişkin anlaşmalarda yapılan düzenlemelerle (çoğunlukla çeşitli opsiyon maddeleri kapsamında) ileriki dönemlere de erteleyebilmektedir.

Ortalık (ortak girişim-joint venture) yoluyla yapılan UDY ise yatırım yapan şirketin, ev sahibi ülkedeki bir şirket ile eşit hissedarlık yapısı çerçevesinde ortaklık gerçekleştirmesidir. Genellikle UDY için yerli bir ortak zorunluluğu bulunan ülkeler için tercih edilmekle birlikte, yerli ortaktan yerel piyasa hakkında yasal, bürokratik, sosyoekonomik ve kültürel bir çok yerel bilgi sağlanması açısından da faydalıdır. Bu tip ortaklıklarda her iki tarafında eşit kontrol hakkı bulunduğundan karşılıklı mutabakat en önemli unsur olarak ortaya çıkmaktadır²⁹.

1.5.2. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Giriş Yöntemleri

Bağlı şirket veya ortak girişim yoluyla ev sahibi pazara giriş yapabilecek olan UDY'nin iki tipi bulunmaktadır:

- Yeni Yatırım (Greenfield Investment)
- Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları (Mevcut Yerli Şirkete Ortaklık)

Yeni yatırım (greenfield investment), yabancı sermayeli şirketlerin ev sahibi ülkede tamamen yeni bir tesis kurması veya bankacılık, sigortacılık, taşımacılık gibi hizmet sektörlerinde yetkili makamlardan gerekli lisansları alarak faaliyete

²⁹ Moosa, a.g.e., s.15-18.

başlamasıyla meydana gelmektedir. İstihdamı ve üretimi arttıracığından dolayı ev sahibi ülke tarafından en çok tercih edilen yatırım türüdür. Yatırımcı açısından ise yüksek bir başlangıç maliyetine katılan ve geri dönüş süresi uzun vadeli olan stratejik yatırımlardır³⁰.

Şirket birleşmeleri ve satın almaları yoluyla UDY ise girilecek pazarda faaliyet gösteren bir şirketin tüm hisselerini veya hisselerinin bir kısmını almak suretiyle gerçekleştirilen bir yatırımdır. Bu tip yatırımların yeni yatırımlara (greenfield yatırımlar) göre iki temel avantajı maliyeti ve riskinin nispeten daha düşük olması ve UDY'nin yerli pazara daha hızlı giriş olanağı bulabilmesi olarak saptanmıştır. Ev sahibi ülkeler açısından bakıldığında ise mevcut bir şirketin alınması, yeni yatırıma (greenfield investment) göre daha az yatırım harcaması gerektirdiği ve ek istihdam yaratılmaması veya daha düşük seviyelerde istihdam yaratılması açısından daha az tercih edilmektedir³¹.

Bu Tez çalışmasında esas olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (Bundan böyle İMKB olarak anılacaktır) işlem gören şirketlere yönelik olarak şirket birleşmeleri ve satın almaları yoluyla gerçekleşen UDY işlemleri analiz edilmektedir. Bu konu ile ilgili daha detaylı bir inceleme Tez'in ilerleyen bölümlerinde - **Türkiye'de Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi** - içerisinde verilecektir. Ancak bu yatırım tipinin daha iyi açıklanması açısından Türkiye özelindeki gelişimi hakkında ön bilgi verilmesinin bu aşamada da önem arz ettiği düşünülmektedir.

Türkiye'de özellikle 2003 yılı sonrasında yabancı sermaye tarafından UDY yoluyla yapılan şirket birleşmeleri ve satın almaları işlemleri iki gruba ayrılmaktadır:

- (i). özelleştirmeler (kamu kuruluşlarına yönelik gerçekleşen şirket birleşmeleri ve satın almaları),
- (ii). özel kuruluşlara yönelik gerçekleşen şirket birleşmeleri ve satın almaları,

³⁰ Dean M. Hanink, **Principles and Applications of Economic Geography**, New York, John Wiley & Sons, 1997, s.265-268.

³¹ Moosa, **a.g.e.**, s.12-14.

Bu dönemde yapılan özelleştirme uygulamalarında satış yöntemleri olarak ihale usulü blok satış, halka arz (birincil veya ikincil) veya tesis ve varlık satışı veya devri kullanılmıştır.

Tesis ve varlık satışı veya devri yöntemiyle yapılan özelleştirmelerde, Özelleştirme Başkanlığı İdaresi bünyesine alınmış şirketlerin atıl durumdaki taşınmazlarının satışı gerçekleştirilmiştir.

Halka arz yoluyla yapılan özelleştirilmelerde Halkbank, Petkim, Vakıfbank, Türk Hava Yolları gibi kamu kuruluşları halka arz edilmiş ve bu satışlarda genellikle şirketlerin %15-20 düzeyinde azınlık hissesi, yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmıştır. Bu alımları yapan yatırımcılar genellikle portföy yatırımını tercih edenlerdir.

Tüpraş, Erdemir, Başak Sigorta, Başak Emeklilik gibi kamu kuruluşları ise ihale usulü blok satış yoluyla özelleştirilmiştir. Bu satışlarda çoğunluk veya kontrol hissesi satışı söz konusu olduğu için yabancı yatırımcılar tek başlarına veya yerli bir ortak ile ihale sürecine girmişlerdir. Bu tür özelleştirme işlemleriyle gerçekleşen UDY'ye örnek olarak Tüpraş'ın Shell-Koç ortalığı tarafından, Başak Sigorta'nın ise Groupama tarafından satın alınması gösterilebilir.

Aynı dönemde Türkiye'de özel kuruluşlara yönelik gerçekleşen şirket birleşmeleri ve satın almaları ise UDY girişinin esas kaynağını oluşturmuştur. Söz konusu işlemler münhasıriyet (exclusivity) süreci, ihale süreci (tender process) veya her iki sürecinde birleşimi – hibrid (melez) – şeklinde yapılmıştır.

Münhasıriyet (exclusivity) süreci kapsamında yabancı yatırımı gerçekleştirme amacındaki şirket ile ev sahibi ülkede faaliyet gösteren şirket arasında ilk önce hisse alımına yönelik bağlayıcı olmayan teklifi de içeren bir anlayış bildirgesi imzalanmış ve detaylı inceleme ile nihai teklif verme hakkı münhasıran sadece anlayış bildirgesi imzalanan bu yabancı sermayeli yatırımcı şirkete verilmiştir.

İhale süreci (tender process) ise birden çok şirketin bağlayıcı olmayan teklif vererek detaylı inceleme faaliyetine katılması ve nihai teklif vermesiyle gerçekleşmiştir.

Birden çok nihai teklif alınması sonucunda potansiyel alıcı konumundaki yabancı sermayeli şirketler arasında fiyat rekabeti sağlanmış ve bu durumda satılan şirketlerin satış değerlerinin yükselmesinde rol oynamıştır.

Tez kapsamında incelenecek olan şirketlerin çoğunluğu, İMKB bünyesinde işlem gören özel kuruluşlara yönelik, şirket birleşmeleri ve satın almaları yoluyla UDY gerçekleştiren şirketlerdir. Söz konusu bu yatırımcı şirketler; stratejik amaçla yatırım yapan şirketler ile Türkçe'ye "finans ortaklığı veya girişim sermayesi" olarak çevrilen private equity, ve "risk sermayesi" olarak çevrilen venture capital şirketlerinden oluşmaktadır.

1.6. Uluslararası Doğrudan Yatırımların Ev Sahibi Ülke Ekonomisine Etkileri

UDY'nin ev sahibi ülkelerin ekonomilerine etkisi birçok araştırmacı tarafından incelenmiştir. Ancak bu incelemeler sonucunda yabancı sermaye girişinin olumlu veya olumsuz olduğu konusunda tam bir görüş birliği sağlanamamıştır³².

UDY'nin yarattığı olumlu etkilere bakıldığında temel olarak yatırım etkisi, ödemeler dengesi etkisi, istihdam etkisi, teknoloji ve yönetim organizasyonu etkisi ve uluslararası ilişkiler etkisi adı altında 5 ana başlıktan bahsetmek mümkündür.

İlk olarak yatırım etkisi incelendiğinde özellikle az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye ihtiyaçları ön plana çıkmaktadır. Bu tip ülkelerin genellikle büyümelerini hızlandırmak için yapacakları yatırımları finanse edebilecek tasarruf birikimleri bulunmamaktadır. Bu nedenle UDY söz konusu yetersiz tasarruf birikimi genişletmek için faydalanılacak önemli bir kaynaktır³³.

İkinci olumlu etki olarak ödemeler dengesi etkisi gösterilebilir. UDY yolu ile gelen yabancı sermaye ev sahibi ülkeye yönelik gerçekleştirdikleri yatırımlar veya sermaye transferi ile döviz rezervini yükselterek, ithalat-ihracat farkından meydana gelen dış

³² Isaiah Frank, **Foreign Enterprise in Developing Countries**, Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1980, s.22-25.

³³ Rıdvan Karluk, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul, İ.T.O., Ekonomik Yayınlar Dizisi, No. 13, 1983, s. 208-210.

ticaret açığını finanse ederek ve vergi gelirini arttırarak ilgili ülkenin ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır³⁴.

UDY'nin diğer bir ekonomik etkisi de istihdamın arttırılmasına yönelik olarak yapacağı katkıdır. Yapılacak yeni yatırımların (greenfield investment) veya satın alınan yerli şirketlerdeki büyüme ile oluşacak yeni işgücü ihtiyacının işsizlik sorunun azalmasında önemli bir fonksiyonun olduğu düşünülmektedir³⁵.

Dördüncü olumlu etki olarak teknoloji ve yönetim organizasyonu etkisinden söz etmek mümkündür. UDY giriş yaptığı ev sahibi ülkeye teknoloji ve yönetim gibi maddi olmayan birikimini de transfer edecektir. Bu durumda şirketlerin kurumsal yapılarının gelişimine ve ürünlerinin kalitesinin artmasına katkı sağlayacaktır³⁶. Kurumsal yönetim ve ürün kalitesindeki artış da kuşkusuz aynı sektördeki şirketlerle rekabet açısından önemli bir avantaj sağlayacaktır. Dolayısıyla bu sayede rakip şirketler de benzer yapılandırmaya giderek ilgili sektördeki rekabeti tüketici lehinde arttıracaklardır.

Beşinci ana başlık olan UDY'nin uluslararası ilişkilere olumlu etkisi ise ev sahibi ülkenin ekonomisinin diğer ülkelerin ekonomileri ile entegrasyonu açısından önem arz etmektedir. UDY girişi ile sağlanacağı düşünülen makro ekonomik faydalar (ödemeler dengesinin finansmanı, işsizliğin azalması vb.), yapılacak hukuksal düzenlemeler, rekabet ortamının gelişmesi gibi faktörlerin özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri ile gelişmiş ülke ekonomileri arasındaki yakınsamada etkili olacağı düşünülmektedir³⁷.

UDY'nin yukarıda belirtilen ev sahibi ülkelerin ekonomisine olumlu etkilerinin yanında olumsuz etkileri de olması mümkündür. Söz konusu 5 ana başlık altında

³⁴ Erdoğan Alkın, **Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler**, İstanbul YASED Yayınları No:3, 1982, s. 28-30.

³⁵ Matthew Connelly, "İrlanda'da Yabancı Sermaye Büyümesi ve Elde Edilen Sonuçlar", **Dış Ülkelerde Yabancı Sermaye Tecrübesi**, İstanbul, YASED Yayınları, No:10, 1983, s.17-26.

³⁶ Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, s.141-154.

³⁷ T.O.B.B., **Türk Ekonomisinin Meseleleri ve Tekliflerimiz**, Ankara, T.O.B.B. Yayınları, No.48, 1987, s.33.

belirtilen olumlu beklentiler tersi etki de yaratabilirler. Örnek olarak yabancı sermayeli çok uluslu şirketlerin sahip olduğu büyük sermaye ve teknoloji bilgisi desteği ile kullandığı modern ve ileri üretim teknikleri yerli piyasada faaliyet gösteren şirketler için haksız rekabete ve hatta yerli sanayinin belli bir süre sonra yok olmasına yol açabilir. Ayrıca yabancı sermayenin uzun vadede elde ettiği kârı kendi ülkesine transfer etmesi ödemeler dengesi açığını arttırıcı bir unsur olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle UDY'nin ev sahibi ülkeye kabulünün, bu tip yatırımları düzenleyen ve denetleyen makamlar ve otoriteler tarafından bir plan dahilinde yapılması çok önemli bir husus olarak ortaya çıkmaktadır³⁸.

³⁸ Mevlüdiye Şimşek, Sema Behdioğlu, "Türkiye'de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma", **Dumlupınar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 20 Eylül 2006 Sayı: 2, s.52-54.

BÖLÜM 2.

DÜNYA EKONOMİLERİNDE VE TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI DOĞRUDAN YATIRIM GİRİŞİ'NİN GELİŞİMİ

Bu bölüm iki ana başlıktan oluşmaktadır. İlk önce Dünya ekonomilerinde UDY girişinin gelişimi, hem gelişmiş ekonomiler hem de gelişmekte olan ekonomiler bazında incelenecektir. Daha sonra da Türkiye özeline yoğunlaştırılarak UDY girişinin tarihsel ve nedensel süreci irdelenecektir.

2.1. Dünya'da Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi

Dünya ekonomilerinde gerçekleşen UDY'nin başlangıcını İngiltere'nin, Macaristan'daki gümüş madenlerini ve Almanya'daki bakır madenlerini işletmeye başladığı 16. yüzyıla kadar geriye götürmek mümkündür. Ancak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının esas miladı 19. yüzyılın ikinci yarısına damgasını vuran endüstri devrimi olmuştur. Bu dönemde UDY daha çok Batı Avrupa'da sanayileşen ülkelerin, özellikle de İngiltere'nin, ihtiyacı olan hammadde ve madenler ile ulaşım, haberleşme, elektrik, havagazı ve liman gibi altyapı hizmetlerine ilişkin sömürge halindeki veya az gelişmiş ülkelerdeki sektörlere yönelmiştir.

20. Yüzyılın ilk yarısında ise UDY, Birinci Dünya Savaşı ve 1929 yılında başlayan Dünya Ekonomik Bunalımı'na rağmen azalsa da devam etmiştir. Bu dönem dahilinde gerçekleşen UDY'de, sömürgeleri ve Latin Amerika'ya yaptığı sermaye aktarımlarıyla Tablo 1'de de görüldüğü gibi ilk sırayı İngiltere almıştır. İngiltere'yi sırasıyla Fransa, Almanya, ABD, Fransa, Almanya, İsviçre, Belçika ve Hollanda gibi ülkeler izlemiştir³⁹.

³⁹ Nuri Yavan, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi", **Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, Promat Basım Yayın, 2006, s.16-17.

Tablo 1
Birinci Dünya Savaşı Öncesi Yapılan UDY (1913-1914)
(milyar USD)

Yatırımcı Ülkeler	Yatırım Tutarı		Yatırım Alan Ülkeler	Yatırım Tutarı
İngiltere	18		Avrupa	12
Fransa	9		K.Amerika	11
Almanya	6	=>	Latin Amerika	9
ABD	4		Asya	6
Diğer Ülkeler	8		Diğer	7
Toplam	44		Toplam	44

Kaynak: Kenan Bulutoğlu, **100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, Birinci Basım, 1970, s.50.

1945 yılı ortasında sona eren İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra dünya ekonomisi temel olarak komünist (Doğu Bloku) ve kapitalist (Batı Bloku) ekonomi olmak üzere iki sisteme bölünmüştür. Bu dönemde UDY, küreselleşme ve kapitalizmin egemen olduğu liberal ekonomilerde başlamış olsa da özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu dönemde uygulanan korumacı ekonomik politikalar söz konusu yatırımların gelişimini kısıtlamıştır.

1950’li yıllar özellikle liberal ekonomilerde UDY girişine ivme kazandıracak olan bugünkü anlamdaki çok uluslu şirketler ortaya çıkmasına tanıklık etmiştir. Çok uluslu şirketlerin 20. yüzyılın ikinci yarısında önem kazanmasının en önemli iki nedeninden birincisi İkinci Dünya Savaşı sonrası uluslararası uzak mesafelerle olan ulaştırma ve haberleşme alanlarında yaşanan olumlu ve hızlı gelişimdir. Bu sayede çok uluslu şirketler kıtalararası yönetsel ihtiyaçlarını düzgün ve hızlı bir şekilde sağlayabilmişler ve faaliyet alanlarını bölgesel olarak genişletebilmişlerdir. En az birinci neden kadar önemli diğer bir faktör ise uluslararası kurum ve organizasyonların kurulmasıdır. İkinci Dünya Savaşı’nın takiben Ekim 1945 tarihinde dünya barışını, güvenliğini korumak ve uluslararası ekonomik, toplumsal ve kültürel bir iş birliği oluşturmak amacıyla Birleşmiş Milletler kurulmuştur. Birleşmiş Milletler’in kuruluşunu takiben 1944 yılında ABD’nin New Hampshire eyaletindeki Bretton Woods’da kuruluş kararı alınan iki uluslararası ekonomik kurum, IMF ve Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankası (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) adıyla kurulmuş olan Dünya Bankası, 1947’de fiilen çalışmaya başlamıştır. Bu iki kurumun faaliyete geçmesiyle yerini 1995 yılında

Dünya Ticaret Örgütü'ne (World Trade Organization – WTO) bırakacak olan, Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (General Agreement on Tariffs and Trade - GATT) 1948 yılı başında yürürlüğe girmiştir. Genel olarak liberal ekonomilerden oluşan Batı Bloku'nun imarı, gelişmesi ve ticaret hacminin büyümesine katkı sağlayan bu düzenleme ve örgütlenmelerden faydalananlar ise daha çok ABD orijinli çok uluslu şirketler olmuştur. 1950'li yılların sonunda kurulan ve bugünkü Avrupa Birliği'nin başlangıcı olan Avrupa Ekonomik Topluluğu sayesinde de ABD'li çok uluslu şirketler Batı Avrupa ülkelerine yönelik yüksek tutarlarda UDY gerçekleştirmişlerdir.

1970'li yıllara gelindiğinde ise Batı Avrupa'da büyümeye bağlı olarak artan üretim maliyetleri ABD'li çok uluslu şirketlerin Latin Amerika, Orta Doğu ve Uzak Doğu gibi diğer bölgelere yönelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda, 1980'li yılların sonunda Batı Avrupalı çok uluslu şirketlerin ABD'ye yaptığı doğrudan yatırımlar, ABD'li şirketlerin Batı Avrupa'ya yaptığı yatırımları geçmiştir. 1980'li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan bir başka önemli gelişme de ülke ekonomilerin dışa açılmaya başlaması ve özellikle liberal ekonomilerde şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme faaliyetlerinin artmasıdır⁴⁰.

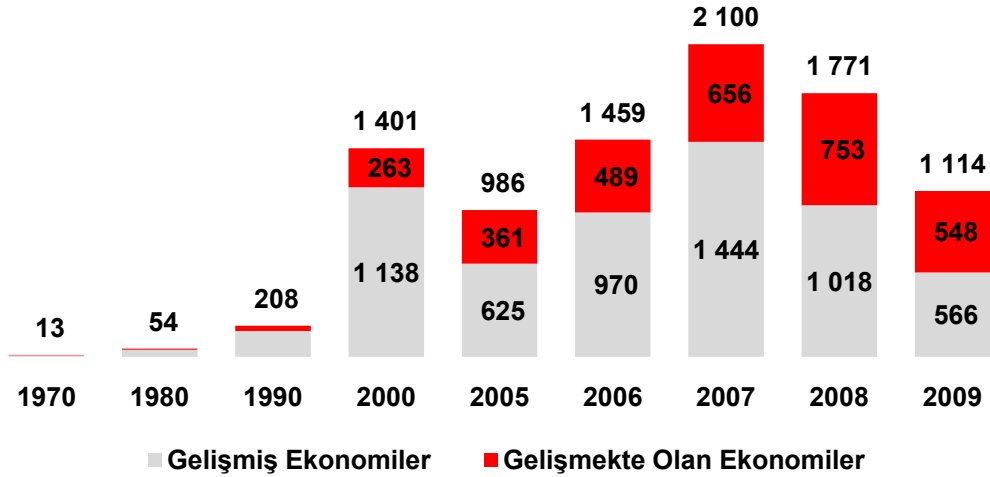
1990'larda Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nin dağılmasına bağlı olarak; Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Romanya, Slovakya gibi Doğu Blok'u ülkelerinin Avrupa Ekonomik Topluluğu (şimdiki adı Avrupa Birliği) ülkeleriyle yaklaşarak serbest pazar ekonomisini benimsemesi ve Çin gibi yüksek büyüme potansiyeli barındıran sosyalist korumacı ekonomilere sahip ülkelerin ekonomik politikalarındaki yumuşama, yabancı sermaye hareketini kısıtlarını nispeten ortadan kaldırmış ve UDY'nin farklı coğrafyalara da yayılması açısından fırsatlar yaratmıştır⁴¹. Ayrıca, hızlanan küreselleşme ve liberalleşme hareketi 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde hakimiyetini daha da belirginleştirmiş ve UDY girişinde önemli ve sürekliliği olan bir artışa yol açmıştır. Söz konusu artışın oluşumunu 3 temel nedene bağlamak mümkündür. Bunlardan birincisi gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde disiplin ve tutarlılık sağlayamaya yönelik

⁴⁰ Arıkan, **a.g.e.**, s. 14-22.

⁴¹ Haluk Tandırcıoğlu, Ahmet Özen, "Geçiş Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 5, Sayı IV, 2003, s. 105-108.

makroekonomik ve yapısal reformları gerçekleştirerek büyümeye yönelik beklentileri sağlayabilmiş olmalarıdır. İkinci neden, özellikle Güney Amerika ve eski Doğu Bloğu ülkelerinin kamuya ait kuruluşları ve ekonomik girişimleri özelleştirmeye başlamasıdır. (Türkiye açısından bu iki madde dikkate alındığında 1990'lı yıllarda Türkiye'nin ekonomisini disipline edememesi ve 27 Kasım 1994 tarihinde yayınlanarak yürürlüğe giren 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu ile Özelleştirme Yüksek Kurulu oluşturulmasına ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı kurulmasına rağmen planlanan özelleştirme işlemlerini gerçekleştirmemesi söz konusudur. Ancak 2001 yılında yaşanan krizden sonra, Türkiye ekonomisinde yapısal reformlar yapılmaya başlanmış ve özelleştirme faaliyetleri hız kazanmıştır.) Son olarak üçüncü neden ise geleneksel olarak daha çok üretim (sanayi) ve doğal kaynaklara yönelik olarak gerçekleşen UDY'lerin, 1990'lardan itibaren finans, telekomünikasyon, perakendecilik, toptancılık gibi servis sektörlerine de yönelmesidir⁴².

Grafik 1
Uluslararası Doğrudan Yatırımların Gelişimi (1970-2009)
(milyar USD)



Kaynak: UNCTAD, FDI/TNC database, Çevirimiçi <http://www.unctad.org/fdistatistics>

Grafik 1'de görüldüğü gibi 1970'li yıllarda 10 milyar USD'nin biraz üzerinde olan ve 1980'li yıllarda yaklaşık 60 milyar USD gibi oldukça düşük bir seviyelerde bulunan UDY tutarları, 1990'lı yılların başında 200 milyar USD seviyesinin üzerinde

⁴² Capital Markets Consultative Group (CMCG), "Foreign Direct Investment in Emerging Market Countries", **Report of the Working Group of the CMCG**, 18 Eylül 2003, s. 14-42, (Çevirimiçi) <http://www.imf.org/external/np/cm/cmcg/2003/eng/091803.htm>

gerçekleşmiş ve 2000 yılına kadar hızlı bir artış sergileyerek 1,4 trilyon USD düzeyine ulaşmıştır.

UDYlerin gelişiminde 2000'li yılların başlarında bir gerileme gözlene de 2005 yılından sonra bir toparlanma yaşanmış, 2006 ve 2007 yıllarında UDY toplamı 2000 yılında yakaladığı rekor seviyeyi de geçerek sırasıyla 1,5 trilyon USD ve 2,1 trilyon USD tutarlarının üzerinde gerçekleşmiştir.

Ancak UDY, 2008 yılında özellikle ikinci 6 aylık dönemde etkisini göstermeye başlayan ve 2009 yılında da devam eden finansal krizin de etkisiyle 2008 yılında %16 ve 2009 yılında ise %37 gibi daha da sert bir oranda düşerek sırasıyla 1,7 trilyon USD ve 1,1 trilyon USD düzeylerine gerilemiştir.

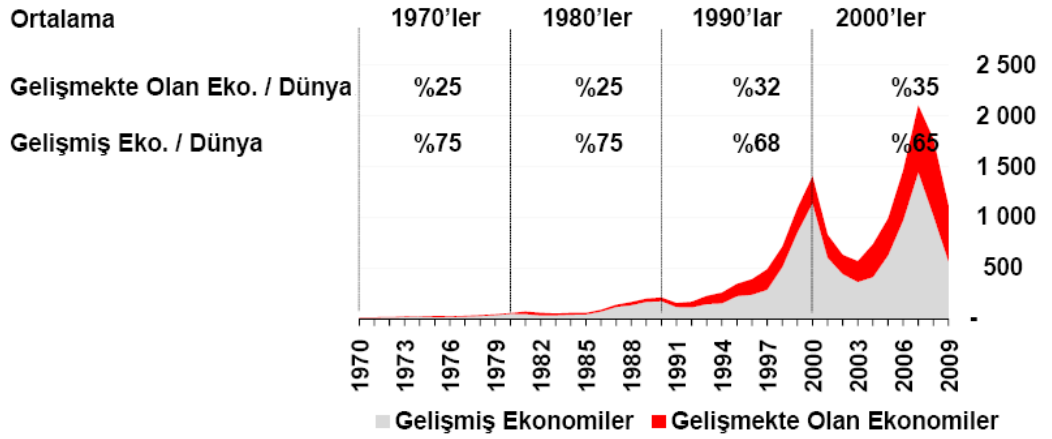
ABD'deki mortgage piyasasında yaşanan sorunlar nedeniyle ortaya çıkan ve kısa bir sürede başta Avrupa Birliği olmak üzere tüm dünyayı etkileyen küresel krizin, UDY akımları açısından gelişmiş ekonomilere etkisi daha çarpıcı olmuştur. 2003-2007 yılları arasındaki dönemde gelişmiş ekonomilerde yıllık ortalama %42 oranında büyüyen UDY akımları (2007 yılında tarihi rekor seviyesi olan 1,4 trilyon USD tutarına yükselmiştir), 2008 yılında %29 oranında düşerek 1 trilyon USD düzeyine, 2009 yılında ise %44 oranında azalarak 566 milyon USD düzeyine gerilemiştir.

Gelişmekte olan ekonomilerde ise 2008 yılında yaşanan krize rağmen UDY %15 düzeyinde bir artışla tarihi rekorunu kırarak 753 milyon USD seviyesine çıkmıştır. Bu durumun iki nedeni olduğu düşünülmektedir. Birinci neden, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin, gelişmiş ekonomiler kadar derin bir finansal piyasaya sahip olmadıkları için 2008 yılının ikinci yarısında daha da derinleşen küresel finansal krizden nispeten daha az etkilenmiş olmalarıdır. İkinci neden ise 2007 yılında ve 2008 yılının başında yapılan UDY'lere ilişkin işlemlerin ödemelerinin 2008 yılı boyunca ilgili ekonomilere nakit olarak girmesidir. Zira 2009 yılına bakıldığında gelişmekte olan ekonomilere UDY girişi %27 oranında azalarak 548 milyon USD tutarına gerilemiştir.

1970-2009 yılları arasındaki 40 yıllık dönem zarfında gelişmekte olan ekonomilerin UDY girişinden aldığı pay %25'ten (1970'ler ortalaması), %35'e (2000'ler)

yükselmiştir (Bkz. Grafik 2). Son 3 yıllık döneme (2007-2009) bakıldığında ise gelişmekte olan ekonomilerde 2007 yılında %31 olan UDY payının, 2009 yılında %49'a çıkması söz konusudur. Bu bağlamda günümüzde gelişmekte olan ekonomiler ile gelişmiş ekonomiler UDY'leri neredeyse yarı yarıya paylaşmaktadırlar.

Grafik 2
Ekonomi Gruplarına Göre Uluslararası Doğrudan Yatırımlar(1970-2009)
(milyar USD)



Kaynak: UNCTAD, FDI/TNC database, Çevirimiçi <http://www.unctad.org/fdistatistics>

2007-2009 yılları arasında bölgeler bazında UDY tutarlarına bakıldığında, gelişmiş ekonomiler altında sınıflandırılan Avrupa ve Kuzey Amerika, 2008 ve 2009 yıllarında yaşanan küresel krize karşın gerçekleşen toplam UDY tutarlarının %47-64 oranındaki bölümünü çekebilmişlerdir (Bkz. Tablo 2). Avrupa ve Kuzey Amerika'yı aynı dönemde toplam UDY'nin %16-27 oranındaki bölümünü elde eden Asya ülkeleri takip etmiştir. Asya'nın altında Batı Asya bölgesi dahilinde sınıflandırılan Türkiye ise toplam UDY girişinin, 2007 ve 2008 yıllarında %1'ini, 2009 yılında ise %0,7'sini alabilmiştir.

Tablo 2
Bölgeler ve Ülkeler Bazında UDY (2007-2009)
(milyar USD)

Bölge	2007	%	2008	%	2009	%
Dünya	2.100	100%	1.771	100%	1.114	100%
Gelişmiş Ekonomiler	1.444	69%	1.018	58%	566	51%
Avrupa	988	47%	551	31%	378	34%
Avrupa Birliği	924	44%	537	30%	362	32%
Diğer Avrupa Ülkeleri	65	3%	14	1%	16	1%
ABD	266	13%	325	18%	130	12%
Diğer Gelişmiş Ekonomiler	190	9%	143	8%	58	5%
Gelişmekte Olan Ekonomiler	616	31%	753	42%	548	49%
Afrika	63	3%	72	4%	59	5%
Kuzey Afrika	25	1%	24	1%	18	2%
Diğer Afrika	38	2%	48	3%	40	4%
Latin Amerika (Karayipler dahil)	164	8%	183	10%	117	10%
Asya	337	16%	373	21%	301	27%
Batı Asya (1)	78	4%	90	5%	68	6%
Türkiye	22	1%	18	1%	8	1%
Diğer Batı Asya	56	3%	72	4%	60	5%
Doğu Asya (2)	151	7%	185	10%	155	14%
Diğer Asya	108	5%	97	5%	78	7%
Okyanusya	1	0%	2	0%	2	0%
Güney-Doğu Avrupa (BDT dahil)	91	4%	123	7%	70	6%

(1) Türkiye'nin de içinde bulunduğu Batı Asya Bahreyn, İran, Irak, Ürdün, Kuveyt, Lübnan, Umman, Filistin, Katar, Sudi Arabistan, Suriye, Birleşik Arap Emirlikleri, Yemen ülkelerini kapsamaktadır

(2) Doğu Asya Çin, Hong Kong, Kuzey Kore, Güney Kore, Moğolistan, Tayvan ülkelerini kapsamaktadır

Bölgelere göre ayırım UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2010 (WIR 2010) dahilinde yayınlanan veriler baz alınarak sunulmaktadır.

Kaynak: UNCTAD, FDI/TNC database, Çevirimiçi <http://www.unctad.org/fdistatistics>

UDY girişleri 2009 yılında ülkeler bazında incelendiğinde 2008 yılında olduğu gibi ABD 130 milyar USD tutarı (2008 yılı UDY girişi 316 milyar USD) ile ilk sırada yer almaktadır. ABD'yi sırasıyla 95 milyar USD ile Çin, 60 milyar USD ile Fransa, 48 milyar USD ile Hong Kong ve 46 milyar USD ile İngiltere (Birleşik Krallık) takip etmektedir.

UNCTAD tarafından 22 Temmuz 2010 tarihinde yayınlanan Dünya Yatırım Raporu 2010'da (İngilizcesi World Investment Report 2010 olan çalışma bundan böyle WIR 2010 olarak anılacaktır) dünya ekonomisinde kırılmanın ve risklerin devam ettiği, küresel uluslararası doğrudan yatırım akışlarında 2009 yılındaki keskin düşüşün ardından 2010 yılının ilk yarısında hafif bir toparlanma beklendiği ifade edilmiştir. Bu bağlamda 2010 yılı sonunda küresel uluslararası doğrudan yatırım akışının bir

önceki seneye göre %8 oranındaki artışla yaklaşık 1,2 trilyon USD düzeyine yükseleceği tahmini belirtilmiştir. Kriz öncesinde aşılmış olan 2 trilyon USD seviyesine ise ancak 2012 yılında tekrar ulaşılmasının mümkün olabileceği açıklanmıştır. Bu çerçevede küresel UDY için 2011 yılı beklentisi 1,3-1,5 trilyon USD, 2012 yılı beklentisi ise 1,6-2 trilyon USD düzeylerindedir.

2.2. Türkiye’de Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi

Bu bölümde bugünkü Türkiye sınırlarına UDY girişinin tarihsel olarak başlangıcına değinilecek ve günümüze kadar olan gelişimi incelenecektir.

2.2.1. Cumhuriyet Öncesi Dönem

Cumhuriyet öncesi dönemde yabancı sermaye girişinde UDY’nin payı oldukça düşük düzeydedir. Osmanlı döneminde yabancı sermaye girişini daha çok dış borç olarak ortaya çıkmıştır.

Osmanlı İmparatorluğu’nda 16. yüzyılın ikinci yarısına kadar genel olarak orduyu oluşturan sipahilerin, vergileri yerel olarak toplaması ve harcaması esasına dayalı **timar** düzenini benimsenmiştir. Bu nedenle merkeziyetçi bir vergi politikası uygulanmamıştır. Ancak 16. yüzyılın sonlarına doğru değişen savaş teknolojisi nedeniyle merkezde daha büyük ve sürekli ordu oluşturma gerekliliği ve yapılan savaşlarının finansmana bağlı bütçe açıklarının kronikleşmesi Osmanlı Devleti’nin timar sistemini terk ederek **iltizam** sistemine geçmesine yol açmıştır. Bu sistemde vergileri toplama yetkisi müzayedede (açık arttırma) yoluyla **mültezim** denen üçüncü bir şahsa verilmektedir. Mültezimin kazancı ise devlete ödediği bedel ile topladığı vergiler arasındaki farktan oluşmaktadır. Başta merkeziyetçi bir vergi uygulaması olarak öngörülen iltizam sistemi zamanla bir iç borçlanma aracı haline gelmiştir. 17. yüzyılda iltizam kontratlarının süreleri 1-3 yıllık süreçlerden 3-5 yıllık süreçlere uzamış dolayısıyla mevcut ve potansiyel vergi gelirleri Osmanlı Devleti tarafından borçlanma için teminat olarak kullanılmıştır. 17. yüzyılın sonlarında ise Osmanlı Devleti **malikane** sistemini başlatarak vergi toplama hakkını bir peşin ödeme ve

yıllık belli miktarlardaki ödemeler karşılığında vergiyi tahsil edecek kişiye hayatının sonuna kadar satmaya başlamıştır. Ancak malikane düzenin de vergi gelirlerini arttıramaması ve Osmanlı Devleti'nde önemli toprak kayıplarına yol açan Küçük Kaynarca Antlaşması ile son bulan 1768-74 Osmanlı-Rus Savaşı'nda ortaya çıkan mali zayıflıklar sonucunda, 18. yüzyılın son çeyreğinde Osmanlı Devleti **esham** adı altında önceki sistemlerle ilişkili bir iç borçlanma düzenini başlatmıştır. Bu düzende bir vergi kaynağının yıllık geliri önceden devlet tarafından belirlenmekte ve bu miktar daha sonra büyük sayıda paylara bölünerek yaşamları boyunca sabit gelir sağlamak üzere farklı alıcılara satılmaktadır. Böylece hem vergi toplam işi devlet tarafından yürütülecek hem de borçlanma az sayıda büyük sermayedara karşı değil daha çok sayıda orta ve küçük sayıda sermayedara yayılacaktır. 19. yüzyılın ikinci çeyreğine gelindiğinde ise Osmanlı Devleti'nin yüksek tutarlardaki kısa vadeli borcunun finansmanına yönelik **kaime** olarak adlandırılan mali kâğıtlar piyasaya sürülmüştür. Önceleri faiz geliri de sağlayan kaimeler özellikle 19. yüzyılın ikinci yarısından sonra faiz geliri sağlamayan bir hal almış ve kağıt para niteliğinde de işlem görmeye başlamıştır. Ancak 1856 yılında yaşanan Kırım Savaşı sırasında çok fazla kaime basılması hızla yükselen bir enflasyonist etki yaratmış ve bu durumun sonucu da 1862 yılında Osmanlı Bankası'ndan sağlanan kısa vadeli kredilerle kaimelerin tedavülden kaldırılmasına yol açmıştır⁴³.

Tüm bu gelişmeler neticesinde 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren Osmanlı İmparatorluğu girdiği savaşların finansmanı için ve vergi gelirlerinin yetersizliği nedeniyle yurtdışından borçlanmaya başlamıştır⁴⁴. Bu anlamda, 1854-1877 yılları arasındaki dönemde yaklaşık 240 milyon Osmanlı Lirası düzeyinde olduğu tahmin edilen Osmanlı Devleti'nin borç stoğu ülkeye (borç olarak) giren ilk yabancı sermaye tutarlarını da kapsamaktadır. 1881 yılına gelindiğinde söz konusu borçların zamanla artması ve geri ödenememe durumunun oluşması sebebiyle alacaklı devlet ve kurumlarla yapılan görüşmeler sonucunda Osmanlı Devleti **Nizamname** adını verdiği ve mali çevrelerde **Muharrem Kararnamesi** olarak bilinen sözleşmeyi yayınlamak zorunda kalmıştır. Muharrem Kararnamesi'ne göre borçların ödenmesi

⁴³ Şevket Pamuk, **Seçme Eserler 1: Osmanlı Ekonomisi ve Kurumları**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Kasım 2007, s. 134-145.

⁴⁴ Binhan Elif Yılmaz, "Osmanlı İmparatorluğu'nu Dış Borçlanmaya İten Nedenler ve İlk Dış Borç", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, (4) 2002, s.186-198.

için devletin tüm iktisadi faaliyetlerini yabancılar adına kontrol etmek amacıyla Duyun-u Umumiye İdaresi (Borçlar İdaresi) kurulmuştur⁴⁵.

19. yüzyılın sonlarında ve 20 yüzyılın başlarında uluslararası ekonomik ilişkilerin borçlanma yoluyla başlayarak ivme kazandığı Osmanlı İmparatorluğu'nda Tablo 3'de de görüldüğü gibi UDY'nin, daha çok tramvay, demiryolu, liman ve rıhtım işletmeleri gibi **ulaştırma**, elektrik, fenerler, havagazı, su gibi **alt yapı** ve de bankacılık ile sigortacılık gibi **hizmet sektörlerinde** yoğunlaşması söz konusudur.

Tablo 3
Osmanlı İmparatorluğu'nda Yabancı Sermaye Yatırımları (1909-1912)
(bin Osmanlı Lirası)

Yatırımlar	Tutar (1)	Yıllık Net Getirisi (2)	Getiri Oranı % (2/1)
Demiryolları	53.310	1.040	1,95
Elektrik, Tramvay, Su	5.700	170	2,98
Liman ve Rıhtım	4.710	160	3,40
Sanayi (Reji Dahil)	6.500	560	8,62
Ticaret	2.660		
Madenler	3.580	230	6,42
Banka ve Sigorta	8.200	890	10,85
Devletin ödediği demiryolu km güvencesi		420	
Toplam	84.660	3.470	4,10
Devlet Borçları (Dış)	149.480	13.000	8,70
Genel Toplam	234.140	16.370	6,99

Kaynak: Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, (18. Basım) Remzi Kitapevi, İstanbul, Aralık 2005, s. 12.

Alt yapı, ulaştırma ve hizmet sektörleri dışında UDY'nin dış borçlardan arta kalan yaklaşık %12'lik bölümü madencilik ve sanayi gibi alanlara yönelmiştir. Bu bağlamda Osmanlı İmparatorluğu'nun sona ermesine kadar yapılan UDY girişleri üretimi arttırmak amacından ziyade daha çok dış borçların kapatılmasına ve cari masrafların karşılanmasına yönelik olarak yapılan yatırımlardan oluşmuştur⁴⁶.

⁴⁵ Murat Türkyılmaz, "Türkiye' de Yabancı Sermayeye İlişkin Hukuksal Düzenlemelerin Tarihsel Gelişimi ve Konuya İlişkin Siyasal ve Ekonomik Nedenler", (Çevrimiçi) http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_142.htm.

⁴⁶ Şener, a.g.e., s. 72-77.

2.2.2. Cumhuriyet Dönemi

Cumhuriyet döneminde gerçekleşen UDY'leri 1923-1950 Dönemi, 1950-1980 Dönemi, 1980-1998 Dönemi ve 1998 Sonrası Dönem olmak üzere dört grupta incelemek mümkündür. Özellikle 1998 yılından sonra gerçekleşen yabancı sermaye yatırımları Tez'in konusunun analizi açısından önem taşımaktadır.

1923-1980 yılları arasındaki dönemde Türkiye'deki UDY gelişiminin anlatımına geçilmeden önce bazı terim ve kavramların kullanımı ve Tez'i okuyan açısından daha iyi anlaşılabilmesi için bir konuya dikkate çekilmek istenmektedir. 1980'li yıllardan önceki yabancı sermayeye ile ilgili istatistiki verilerde belli bir sınıflandırmaya ulaşılamamasından dolayı Tez'in Türkiye'de Cumhuriyet dönemindeki uluslararası doğrudan yatırım girişinin gelişiminin anlatıldığı bu bölümünde, 1980 yılına kadar olan anlatım dâhilinde herhangi bir yanlış anlatıma mahal vermemek adına uluslararası doğrudan yatırım (UDY) tanımı yerine "yabancı sermaye" veya "yabancı sermaye yatırımı" ifadesi tercih edilecektir. Fakat, bununla birlikte altı çizilerek belirtilmelidir ki; 1986 yılına kadar Türkiye'ye giren yabancı sermayenin büyük bölümünün doğrudan yatırım niteliğinde olması söz konusudur. Zira Türkiye, ancak 1986 yılında İMKB'nin faaliyet geçmesiyle, yabancı sermaye altında sınıflandırılan portföy yatırım girişlerini almaya başlamıştır.

2.2.2.1. 1923-1950 Dönemi

Türkiye Cumhuriyeti, Osmanlı İmparatorluğu'ndan güçsüz ve dışa bağımlı bir ekonomi devralmıştır. Bu nedenle 1923 yılında gerçekleştirilen I. İzmir İktisat Kongresi'nde bağımsız bir Milli İktisat anlayışı ön plana çıkarılmıştır. Bu bağlamda 20. yüzyılın ikinci çeyreğinde kamu hizmeti niteliğindeki sektörlerde faaliyet gösteren yabancı sermayeli şirketlerin millileştirilmesi yoluna gidilmiş ve kapitülasyonlara dayanan zayıf rekabet ortamına son verilmesi hedeflenmiştir.

Ancak bunlarla birlikte, yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti Devleti, yine İzmir İktisat Kongresi kararlarında da belirttiği gibi, memlekette yeterli yerli sermaye bulunmadığını kabul etmiş, Türkiye'nin bağımsızlığını ve siyasal etkisini zedelememesi koşuluyla yabancı sermaye yatırımı çekebilecek politikalar izlenmesi

gerekliliğini ortaya koymuştur. Ocak 1924 tarihinde çıkarılan kararname ile Osmanlı Devleti tarafından 1914 yılında yabancılara karşı alınan tedbirler kaldırılmış, yabancı kişilerin karşılıklı olmak ve kanun yoluyla getirilmiş sınırlayıcı hükümlere uymak şartıyla Türkiye'de taşınmaz mal edinebilecekleri belirtilmiştir. 1925 yılında ise 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile döviz kontrolü düzenlemiş ve borsalarda serbest işlem gören yabancı hisse senetleri alışverişleri kontrol altına alınmıştır. Yine 1925 yılında çıkartılan 608 sayılı kanun ile Osmanlı döneminden kalma, Maadin Nizannamesi'nin bazı maddeleri değiştirilerek uygulamaya konulmuştur. Bununla, terkedilmiş ya da yeni bulunacak madenler %51 hissesi Türkler'e ait olmak şartıyla özel ortaklıklar tarafından işletilebilecek ve bu madenlerde her bir yerli teknisyene karşılık gelecek şekilde yabancı teknisyenler de çalışabilecektir. 1927 yılına gelindiğinde özel teşebbüsün ekonomideki payını arttırmak amacıyla Teşvik-i Sanayi Kanunu çıkarılmış ve bunun kanundan yabancı sermayeli şirketlerinde faydalanması sağlanmıştır. Kısaca 1923-1929 yılları arasında bir toparlanma dönemi içinde olan genç Türkiye Cumhuriyeti Devleti, bağımsız ve milli bir ekonomik politikaya geçişi amaçlamış ve bu çerçevede yabancı sermaye yatırımı da çekmeye çalışmıştır. Dolayısıyla 1926 yılında 6,5 milyon TL olan yeni yabancı sermaye yatırım miktarı kısıtlı bir artış ile 1929 yılında 12 milyon TL düzeyine yükselmiştir⁴⁷.

1929 yılında Amerika Birleşik Devletleri merkezli olarak ortaya çıkan ve ilk olarak liberal ekonomileri etkileyen Dünya Ekonomik Buhranı, kurulalı henüz 6 yıl olmuş ve ekonomisinde nispeten liberal politikalar izlemeye çalışan genç Türkiye Cumhuriyeti'nin devletçi, müdahaleci ve korumacı ekonomik politikalara yönelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda 1930 yılından sonra, özellikle 1934-1938 yılları arasında uygulanan Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı ile millileştirme ve kamulaştırma hareketleri hız kazanmıştır. Tablo 4'den de inceleneceği gibi 1928-1945 yılları arasında toplam 24 şirket yaklaşık 155 milyon TL bedel ile millileştirilmiştir⁴⁸.

⁴⁷ Batmaz, Tekeli, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği 1996-2006**, s. 116-118.

⁴⁸ Şener, **a.g.e.**, s. 88-98.

Tablo 4
1928-1945 Döneminde Gerçekleştirilen Millileştirmeler

Sektörler	Şirket Sayısı	Yılları	Satın Alma Değeri (milyon TL)
Demiryolları ve Limanlar	8	1928-1937	121
Belediye Hizmetleri	12	1933-1945	28
İmalat Sanayi ve Ticaret	2	1940-1943	2
Madencilik	2	1936-1937	4
Toplam	24		155

Kaynak: Doğan Avcioğlu, **Türkiye'nin Düzeni**, Ankara, 1968, s. 216-218.

Sonuç olarak 1929-1945 yılları arasındaki dönemde ekonomik hayatta izlenen devletçi politikalar, millileştirme hareketleri ve İkinci Dünya Savaşı'nın da etkisiyle Türkiye'ye yabancı sermaye yatırım girişi oldukça düşük seviyede gerçekleşmiştir.

2.2.2.2. 1950-1960 Dönemi

1945 yılında İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesiyle birlikte tüm dünya ekonomilerinde liberal politikalar tekrar etkin olmaya başlamıştır. Cumhuriyet döneminin ilk yirmi yılında dış borç ve yabancı sermaye konusunda Osmanlı deneyimi etkisiyle de (Osmanlı'dan kalan dış borçların geri ödemesi) oldukça duyarlı olan Türkiye'de ise, 1946 yılında tek parti rejiminden çok partili sisteme geçişle birlikte söz konusu liberal akım etkili olmaya başlamıştır. Böylece, Türk ekonomisinde devlet müdahaleciliğinin belirli sınırlar içinde tutulması ve daha liberal bir ekonomi uygulanması yolundaki girişimler ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede 1946 seçimlerinden sonra yasal düzenlemelere başlanmıştır. 1947 yılında Amerika Birleşik Devletleri öncülüğünde kurulan Dünya Bankası'na ve IMF'ye üye olunmuştur. Yine aynı yıl Truman Doktrini kabul edilmiş ve 1948 yılından itibaren Marshall Planı'na katılarak Marshall Yardımı'ndan ve benzeri düzenlemelerden (AID, PL480 gibi) yararlanılmaya başlanılmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yabancı sermaye girişini kolaylaştıran ilk önemli düzenleme ise 1930 yılında yayınlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun temel alınarak çıkarılan 22 Nisan 1947 tarih ve 13 sayılı karardır. Bu karara göre, yabancı sermaye döviz olarak getirilerek tarım, sanayi, ulaştırma, turizm gibi sektörlerle yatırılacak ve hükümetin bu sermayeyi kalkınmada yararlı görmesi ve ihracatı artırıcı bulması

durumunda, elde edilecek kârın bir bölümünün yurtdışına transfer edilebilecektir. Ancak bu karar yabancı sermaye tarafından belirsiz ve öznel bulunarak benimsenmemiştir⁴⁹.

Yabancı sermaye yatırımlarının özendirilmesine yönelik esas yasal düzenlemeler ise 1950 yılından itibaren yapılmaya başlanmıştır. Türkiye’de yabancı sermaye ile ilgili sayılabilecek ilk kanun 1 Mart 1950 tarih ve 5583 sayılı Hazinece Özel Teşebbüslere Kefalet Edilmesine ve Döviz Taahhüdünde Bulunulmasına Dair Kanun’dur Bu kanunla yabancı sermayeye belirli şartlar altında kâr transferi imkanı sağlanmış ayrıca dışarıdan borç almak isteyen işletmelere borçlarını dövizle transfer etme imkanı getirilmiştir. Yabancı sermayenin teşviki konusunda esas önemli gelişme ise 9 Ağustos 1951 tarih ve 5821 Sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu’dur⁵⁰. 5583 Sayılı Kanun’un yerine geçen 5821 Sayılı Kanun ile yerli sermayeye açık olan sektörlerde kullanılacak ve sanayi, enerji, maden, bayındırlık, ulaştırma ve turizm alanlarında yatırım yapmak için gelecek yabancı sermayeye, tekel ve ayrıcalık teşkil etmeyecek şekilde hak ve kolaylıklar sağlanmıştır. Ayrıca bu kanuna göre yabancı sermaye yıllık kârının %10’una kadar olan kısmını transfer edebilecektir. Ancak ardışık olarak çıkartılan her iki kanun da beklenen yabancı sermaye girişini sağlayamamıştır. 1953 yılı sonuna kadar 42 yabancı sermayeli şirket başvuruda bulunmuş, bunlardan ancak 15 tanesi kabul edilerek yaklaşık 15 milyon TL düzeyinde yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir.

1954 yılına gelindiğinde ise o zamana kadar yabancı sermayeyi düzenleyen mevzuat içinde, en belirgin şekilde yabancı sermayeyi teşvik amacıyla ABD’li uzmanların da yardımı alınarak hazırlanan 18 Ocak 1954 tarih ve 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çıkarılmıştır⁵¹. Yabancı sermayeyi oldukça geniş bir şekilde tanımlayan bu kanun, zamanının en liberal yabancı sermaye kanunu olarak kabul edilmektedir. İlgili kanun ile yerli sermaye ile kurulan şirketlere tanınan haklar, muafiyetler ve kolaylıklardan, aynı sahalarda çalışan yabancı sermayeli şirketlerin de aynı şartlar dahilinde istifade etmesini sağlamış, yabancıların istihdamı

⁴⁹ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi (18. Basım), Aralık 2005, s.102-104.

⁵⁰ Asım Erdilek, “Türkiye’nin Osmanlı’dan Günümüze Kadar Uzanan Doğrudan Yabancı Yatırım Ortamına ve Politikalarına Tarihsel Bir Bakış”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (30), 2006, s.21

⁵¹ Şener, **a.g.e.**, s. 99-100.

konusunda düzenlemeler getirilmiş ve gelir ile kârların transferi mümkün kılınmıştır. Çok yakın zamana kadar yürürlükte kalan 6224 Sayılı kanunun⁵²;

- 1. maddesinde yabancı sermayenin ülkenin ekonomik gelişmesine yararlı olması ve Türk özel sermayeli şirketlerine açık bulunan faaliyet alanlarında çalışması şartıyla ve de Yabancı Sermayeyi Teşvik Komitesi⁵³ kararı ile İcra Vekilleri Heyetinin onayını alarak yatırım yapabileceği belirtilmektedir. Ancak yabancı sermaye ülke çapında tekel teşkil edecek faaliyetlerde bulunan kuruluşlarda çoğunluk hissesine sahip olamayacaktır⁵⁴.
- 2. ve 3. maddelerinde yabancı sermayeli bir şirketin kurulması, tevsii veya yeniden faaliyete geçirilmesi için (i) yabancı para şeklindeki sermayenin, (ii) makine, teçhizat, alet ve bu mahiyetteki malların, makine aksamı, yedek parçalar ve malzeme ile Yabancı Sermayeyi Teşvik Komitesi'nin kabul ettiği sair lüzumlu malların, (iii) lisanslar, patent hakları ve alameti farika gibi fikri hakların ve hizmetlerin, ve (iv) yeniden yatırılmak suretiyle sermayeye eklenen kârların ana yabancı sermaye kapsamına alınmasını kararlaştırılmıştır.

⁵² "18 Ocak 1954 tarih ve 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu", **Resmi Gazete**, Sayı 8615, 23 Ocak 1954.

⁵³ Yabancı Sermayeyi Teşvik Komitesi bu kanunun 8. maddesinde "Bu Kanunun verdiği vazifeleri görmek üzere Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Umum Müdürünün Reisliğinde, Hazine Umum Müdürü, İç Ticaret Umum Müdürü, Sanayi İşleri Umum Müdürü, İşletmeler Vekaleti Etüd ve Plan Dairesi Reisi, Türkiye Ticaret ve Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Umumi Katibinden müteşekkil bir Komite kurulmuştur" şeklinde tanımlanmıştır.

⁵⁴ (1) Yabancı sermayenin Türkiye çapında tekel teşkil edecek faaliyetlerde bulunan kuruluşlarda çoğunluk hissesine sahip olamaması düzenlemesi 27 Nisan 1995 tarih ve 4105 sayılı kanun ile eklenmiştir.

(2) Bu kanun ile Yabancı Sermayeyi Teşvik Komitesi'ne verilen görevler 9 Aralık 1994 tarihli Kanun ve 4059 Sayılı kanun ile T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı'na devredilmiştir.

- 4. ve 5. maddelerine göre (i) faaliyet sonucu elde edilecek kârların vergi payı düşüldükten sonraki kısmının, (ii) yabancı sermaye ile kurulan şirketin kısmen veya tümüyle tasfiyesi halinde, makul fiyatla yapılacak satışı sonucu elde edilecek gelirin, (iii) ana sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin satışı sonucunda elde edilen gelirler ve/veya bu hisse senetlerinden sağlanan temettülerin transferi mümkün kılınmıştır.
- 6. maddesinde yabancı sermayeli şirketlerin alacağı dış kredilerin taksit ve faizleri için teminat veya kefalet karşılığı kefalet (Bakanlar Kurulu kararıyla) verebilmesi imkanını sağlamıştır.
- 7. maddesinde yabancı sermayeli şirketlerin yabancı işçi, uzman, ustabaşı ve diğer yetişkin personel çalıştırabileceklerini ve istihdam edilen bu yabancı personelin kazançlarını kendi ülkelerine transfer edebileceklerini belirtmiştir.

6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nu takiben petrol arama, çıkarma, işletme ve dağıtımıyla ilgili yabancı sermaye yatırımlarını da düzenlemek amacıyla 16 Mart 1954 tarihli ve 6326 sayılı Petrol Kanunu çıkarılmıştır⁵⁵. Yabancı sermayeye petrol işiyle ilgili olarak her türlü ekipman ve malzemeyi gümrüksüz ithal etme izni veren bu kanun çıktıktan sonra Shell, Mobil, BP gibi belli başlı çok uluslu petrol şirketleri Türkiye'de arama ruhsatı almışlardır. Ancak bu şirketler üretimden ziyade daha çok petrol arama ve dağıtım konularında faaliyet göstermişlerdir⁵⁶.

1960'lı yılların başında ise yabancı sermaye konusunda özel koşullar getirdiğinden yabancı sermaye mevzuatı arasında sayılan ve tek kuruluş için çıkarılmış istisnai bir kanun niteliğindeki 7462 Sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanun ile Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi'nin (Bundan böyle Erdemir olarak anılacaktır) yabancı sermaye yatıran hissedarları ile Türkiye haricinde sattığı tahvillerin hamillerinin 6224 sayılı

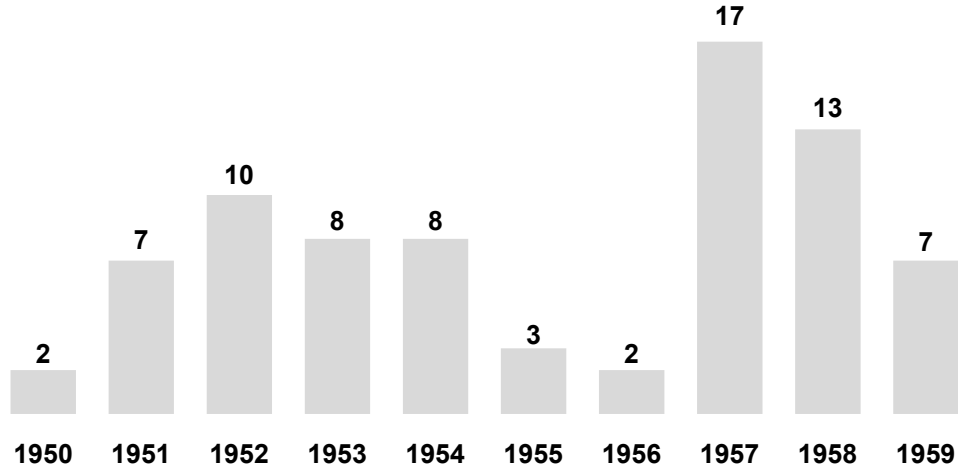
⁵⁵ Yaşar Baytal, "Demokrat Parti Dönemi Ekonomi Politikaları (1950-1957)", **Ankara Üniversitesi Türk İnkılâp Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi**, Sayı: 40, Kasım 2007, s. 552-553 {s. 545-567}.

⁵⁶ Şener, **a.g.e.**, s. 101-102.

Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun sağladığı haklardan yararlanmaları sağlanmıştır (Madde 5 Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunundan İstifade)⁵⁷.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra çok partili sisteme geçen Türkiye'de siyasi alanda yaşanan liberalleşme ekonomiye de yansımış ve yabancı sermayeyi özendirici bir dizi hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede özellikle 1950 yılından sonra yabancı sermaye girişinde belli bir büyüme gözlenmiştir. 1950-1960 yılları arasındaki dönemde Türk hükümetine 430'un üzerinde yabancı sermaye yatırımı için başvurulmuş ve bu başvuruların %50'sinden fazlasına olumlu yanıt verilmiştir⁵⁸. Çeşitli kaynaklarda farklı istatistikler sunulmakla birlikte bu dönemde yıllık ortalama 10-13 milyon USD olmak üzere kümüle yaklaşık 100-130 milyon USD arası özel yabancı sermaye yatırımının Türkiye'ye girişi söz konusudur⁵⁹. TCMB tarafından yayınlanan ödemeler dengesi veri tabanına göre 1950-1960 dönemindeki özel yabancı sermaye istatistikleri Grafik 3 dahilinde sunulmaktadır.

Grafik 3
Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1950-1959)
(milyon USD)



Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevrimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

⁵⁷ "28 Şubat 1960 tarih ve 7462 Sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu", **Resmi Gazete**, Sayı 10445, 1 Mart 1960.

⁵⁸ Şener, **a.g.e.**, s. 102.

⁵⁹ Bazı kaynaklarda Cumhuriyet döneminin başlangıcından 1960 yılına kadar yabancı sermaye girişi ile ilgili 100 milyon USD'nin oldukça altında tutarlar belirtilmektedir. Bu tutarsız durumun sebebinin özel yabancı sermaye istatistiklerinde doğrudan yatırım tutarı ile diğer sermaye giriş tutarlarının sağlıklı bir biçimde ayrılabilmesi olduğu düşünülmektedir. Bu Tez çalışmasında TCMB tarafından yayınlanan ödemeler dengesi istatistikleri dikkate alınmıştır.

Ancak 1950'lerin son yıllarına doğru ekonomide belirginleşen kötüleşme ve istikrarsızlık sonucunda 4 Ağustos 1958 tarihinde yapılan devalüasyon ile Türkiye'in siyasetinde yaşanan belirsizlikten, yabancı sermaye girişi olumsuz etkilenmiştir.

İlgili döneme genel olarak bakıldığında yabancı sermayenin Türkiye'ye yönelik ilgisinde bir artış olmak ile birlikte, 1950'li yıllarda çıkarılan yasaların ve yabancı sermaye mevzuatına ilişkin diğer düzenlemelerin istenilen düzeyde yabancı sermayeyi ülkeye çekemediği Türkiye'deki yabancı sermaye ile ilgili yapılan benzer akademik çalışmalarda ve makalelerde ifade edilmektedir. Bunun temel nedenlerinin de liberal olarak nitelendirilen yasal düzenlemelerin - özellikle de 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun - liberal bir şekilde uygulanamaması ve özellikle 1950'lilerin ikinci yarısında derinleşen makroekonomik istikrarsızlık olduğu belirtilmektedir.

2.2.2.3. 1960-1980 Dönemi

27 Mayıs 1960 tarihinde Türk Ordusu tarafından yapılan askeri müdahale sonrasında Türkiye ekonomisi (yabancı sermayeye de etkisi olacak) planlı ekonomik kalkınma dönemine girmiştir. 30 Eylül 1960 tarihinde Başbakanlığa bağlı Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuş ve ilgili dönemde 3 (üç) adet Beş Yıllık Kalkınma Planı (1. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1963-1967), 2. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972) ve 3. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1973-1977)) hazırlanmıştır. Türkiye planlı ekonomik kalkınma dönemi süresince kendine yetme ve ithal ikamesi stratejisi izlemiştir.

Genel olarak bakıldığında, 1963-1967 yıllarını kapsayan 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı dışında, hazırlanan diğer beş yıllık kalkınma planları yabancı sermayeye yatırımlarına karşı oldukça temkinli yaklaşmışlardır. Bu planlarda yabancı sermayeden ziyade diğer devletlerden veya uluslararası finans kuruluşlarından dış borç alınması tercihi ön planda tutulmuştur. Borçlanma ile elde edilecek naktin, ithalat, yatırımlar, borçların kapatılması gibi alanlarda daha rahat ve hızlı bir şekilde kullanılabilmesi, ve bu borçları özel ve kamu projelerinin finansmanı için aktaracak olan otoritenin gücünü arttırma isteği bu durumun oluşumunda etken olmuştur.

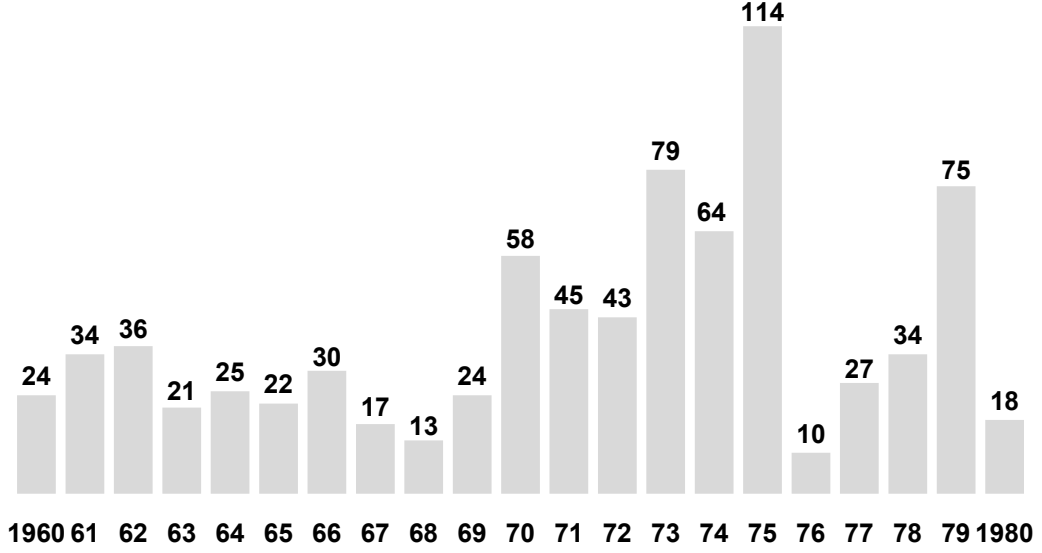
Bunun sonucunda da yabancı sermayeyi borçlanarak elde eden Türkiye için özelleştirme, ancak ve ancak 1990'lı yılların sonunda bir kaynak olarak önem kazanmıştır.

Bu dönemde Türkiye'ye gelecek yabancı sermaye yatırımlarını engelleyen diğer unsurlarda; (i) 1960 yılında yapılan askeri müdahaleyi takiben 1980'li yılların sonuna kadar yükselen siyasi istikrarsızlık ve ideolojik çekişmeler nedeniyle Türkiye ekonomisinde güvenli bir ortam oluşamaması, (ii) doğrudan yabancı sermayenin girişte çok uzun zaman süreçlerine mal olan bürokratik zorluklarla karşılaşması, (iii) mevzuatın uygulamasında yapılan yanlışlıklar, (iv) mevzuatlarda yapılan değişikliklerle ülkelerarası kâr transferinin zorlaştırılması ve çalışacak yabancı uyruklulara sınırlamalar getirilmesi, (v) 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı kanun ile oluşturulan Yabancı Sermayeyi Teşvik Kurulu'nun kaldırılarak, tüm yetkisinin yabancı sermayeye daha temkinli yakalaşan Devlet Planlama Teşkilatına devredilmesi, (vi) DPT'nin şart koştuğu çeşitli performans kriterlerinin yalnızca gelmesi muhtemel yabancı sermayeyi değil mevcut yabancı sermaye yatırımlarını da zorlaması ve DPT'nin hizmet sektöründe yer alan yabancı sermayeli şirketlere yararsız gözüyle bakması, (vii) 1973 yılında petrol fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak yaşana petrol krizinin yaratacağı olumsuzluklara karşı herhangi bir tedbir alınmaması ve strateji belirlenmemesi ve (vi) son olarak da 1978-1979 yıllarında belirgin hale gelen ödemeler dengesi krizi, olarak ortaya çıkmıştır⁶⁰.

Önceki dönemlerde olduğu gibi 1960-1980 yıllarını kapsayan dönemde de doğrudan yabancı sermaye girişi artış göstermesine rağmen istenilen seviyenin oldukça altında kalarak yıllık ortalama 39 milyon USD olmak üzere kümüle 800 milyon USD düzeyinde gerçekleşmiştir. 1960-1980 dönemine ait yabancı sermaye girişleri Grafik 4'de gösterilmektedir.

⁶⁰ Erdilek, **a.g.e**, s.22-24.

Grafik 4
Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları (1960-1980)
(milyon USD)



Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevrimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, UNCTAD Foreign Direct Investment Database, (Çevrimiçi) <http://stats.unctad.org/FDI>

Türkiye, 1970’lerin sonuna gelindiğinde petrol fiyatlarında devam eden artış ile ihracat ve işçi dövizlerindeki durgunluğun da etkisiyle ortaya çıkan cari işlemler açığı, %100’e varan enflasyon, negatif büyüme oranı, ağır borç yükü ve içe dönük ithal ikamesi sanayileşme modeli nedeniyle döviz darboğazıyla karşı karşıya kalmıştır. Ekonomisinde oluşan bu makro dengesizlikler Türkiye’yi istikrar için yeni tedbirler almaya yöneltmiştir.

2.2.2.4. 1980-1998 Dönemi

1970’li yılların sonlarında Türkiye ekonomisinde yaşanan bunalım, 24 Ocak 1980 tarihinde “24 Ocak Kararları” olarak adlandırılan ve içerdiği yapısal dönüşümler ile liberal piyasa sistemini öneren bir İstikrar Programı uygulamaya konulmasına yol açmıştır. Bu program ana hatlarıyla;

- İthal ikamesi yöntemi yerine dış ticaretin serbestleştirilerek ihracata yönelik sanayileşme ve kalkınma yöntemine geçiş,
- Aşırı değerlenmiş kurun düşürülerek gerçekçi bir döviz kuru politikası uygulanması,
- Devletin ekonomideki etkinliğinin azaltılarak mal fiyatlarını serbest piyasada belirlenmesi,
- Kamu İktisadi Teşebbüslerinde reform yapılarak aşırı istihdamın önlenmesi ve tarım ürünleri destekleme alımları da dahil olmak üzere temel mallarda sübvansiyonların kaldırılması veya sınırlandırılması,
- Tasarrufların artırılması ve faizi devlet yerine piyasadaki oyuncular tarafından gelen arz ve talep sonucunda belirlemesi
- Sermaye piyasası kurularak mali sektörün yeniden yapılandırılması ve mali araçların çeşitlendirilmesi,
- Devlet tarafından kontrol edilen sektörlerin de yerli ve yabancı özel sermayeye açılması suretiyle yabancı sermayenin ülkeye girişinin kolaylaştırılması,

kararlarını içermektedir⁶¹.

İstikrar Programı'nı takip eden dönemde yabancı sermaye konusunda yeni bir yasa çıkarılmamakla beraber yabancı sermayede sınırlamaların kaldırılmasına ve teşvikine yönelik önemli adımlar atılmıştır. İlk olarak programın açıklandığı günün hemen ertesi günü 25 Ocak 1980 tarihinde çıkarılan 8/168 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi ile T.C. Başbakanlığı'na bağlı Yabancı Sermaye Dairesi (bu kuruluş daha sonra Devlet Planlama Teşkilatı'na bağlanmıştır) kurulmuştur. 17 Temmuz 1991 tarihinde Yabancı Sermaye Dairesi, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü haline getirilerek Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı bünyesine alınmıştır. 9 Kasım 1994 tarihli ve 4059 sayılı Kanun uyarınca Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlıklarının ayrılması neticesinde söz konusu Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı bünyesinde faaliyetlerine devam etmiştir.

⁶¹ Salih Köse, "24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması", **Planlama Dergisi**, DPT'nin Kuruluşunun 42.Yılı Özel Sayısı, Ankara 2002, s. 119-122.

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi üzerinde 1986 ve 1992 yıllarında değişiklikler gerçekteştirilmiştir. Önemli değişiklikler getiren son düzenleme ise 7 Haziran 1995 tarihinde yürürlüğe giren 95/6990 sayılı Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı ile yapılmıştır. Her seferinde daha liberal politikalar öneren düzenlemelerin sonucunda ortaya çıkan mevzuata göre⁶²;

- Yabancı yatırımcılar tekel veya özel imtiyaz teşkil etmemek kaydıyla, Türk özel sektörüne açık her alanda, her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunabilmektedirler.
- Yabancı yatırımcılar, Türk yatırımcılarla aynı hak ve sorumluluklara sahiptirler.
- Yabancı ortakların payına ilişkin herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır.
- Yabancı sermaye olarak getirilen dövizler, Türk Lirası'na çevrilmeden döviz tevdiat hesaplarında tutulabilmektedir.
- Kâr payı, royalti, tasfiye payı ve benzeri kazançlar serbestçe ülke dışına transfer edilebilmektedir.
- Yabancı yatırımcılar ihtiyaç duydukları yabancı personeli istihdam edebilmektedirler.
- Lisans, know-how, teknik yardım ve yönetim anlaşmalarının onaylanması zorunluluğu kaldırılmış olup, tescil yaptırılması yeterli görülmektedir.
- Dış kredi anlaşmalarının onaylanması zorunluluğu bulunmamaktadır.

⁶² T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Mayıs 2000, s.8-9.

Bu dönemde Türkiye, 57 ülke ile Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşması'nı imzalamış ve bunlardan 36 tanesi yürürlüğe girmiştir⁶³. Ayrıca, 42 ülke ile de Çifte Vergilendirmeyi Önleme Anlaşması imzalanmıştır⁶⁴.

1980 yılından sonraki dönemde yabancı sermayenin Türkiye'ye girişini dolaylı da olsa kolaylaştıran diğer bir gelişme ise sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamak amacıyla, 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Bundan böyle SPK olarak anılacaktır) kurulmasıdır. SPK'nın oluşumundan yaklaşık 4 yıl sonra menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş ve 3 Ocak 1986 itibariyle faaliyete geçmiştir. Böylelikle Türkiye menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamakla ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili özerk ve mesleki bir kuruma kavuşmuştur.

SPK'nın ve İMKB'nin kuruluşundan önce (Tez çalışmasının önceki bölümlerinde de belirtildiği gibi) daha çok doğrudan yabancı yatırımlar için kullanılan yabancı sermaye kavramı, bu kurumların teşekkülünden sonra (1986 yılında sonra) uluslararası doğrudan yatırımlar (yurtiçinde doğrudan yatırımlar) ve portföy yatırımları olarak iki ayrı başlık altında takip edilmeye başlanmıştır. Bu Tez'in konusu gereği esas dikkate alınacak tutarlar uluslararası doğrudan yatırımlardır (Daha önce belirtildiği gibi UDY olarak anılacaktır). Ancak portföy yatırımlarının da Türkiye'ye olan yabancı sermaye ilgisi ve giren yabancı sermayenin gelişimi

⁶³ **Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları (1989-1998).** Yürürlüğe giren Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmalarının yapıldığı ülkeler: ABD, Almanya, Arnavutluk, Avusturya, Bangladeş, Beyaz Rusya, Belçika, Lüksemburg, Bulgaristan, Çin, Danimarka, Endonezya, Estonya, Güney Kore, Gürcistan, Hırvatistan, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, Japonya, Kazakistan, Kırgızistan, Kuveyt, Macaristan, Makedonya, Moldova, Özbekistan, Pakistan, Polonya, Romanya, Tacikistan, Tunus, Türkmenistan ve Ukrayna.

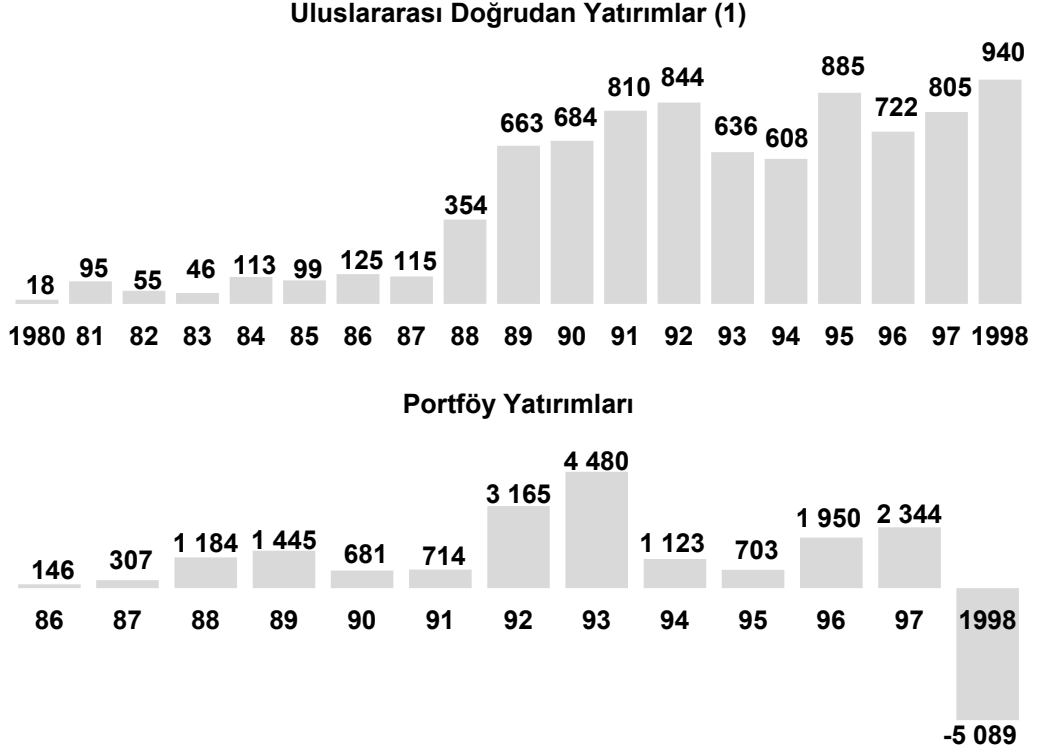
⁶⁴ **Çifte Vergilendirmeyi Önleme Anlaşmaları (1999'a kadar).** Çifte Vergilendirmeyi Önleme Anlaşması imzalanan ülkeler ise; Avusturya, Norveç, Güney Kore, Ürdün, S.Arabistan, Tunus, Romanya, Hollanda, Pakistan, İngiltere, Finlandiya, K.K.T.C., Fransa, Almanya, İsveç, Belçika, Danimarka, İtalya, Japonya, B.A.E., Macaristan, Kazakistan, Makedonya, Arnavutluk, Cezayir, Moğolistan, Çin, Hindistan, Malezya, Mİslr, Polonya, Türkmenistan, Azerbaycan, Bulgaristan, Özbekistan, A.B.D., Beyaz Rusya, Ukrayna, İsrail, Slovakya, Kuveyt ve Rusya.

açısından oldukça önem taşıdığı düşünülmektedir. Bu çerçevede Tez'in bu bölümünden itibaren uluslararası doğrudan yatırımlar incelenmekle birlikte bir gösterge niteliğindeki portföy yatırımlarına da detaya inilmeden değinilecektir.

1980-1985 yılları arasındaki dönemde yıllık ortalama 70 milyon USD civarında gerçekleşen UDY, 1986 yılından sonra büyük bir sıçrama kaydederek 1980'li yılların sonunda 700 milyon USD seviyelerine ulaşmıştır. Bu açıdan bakıldığında 1980'li yıllarda yapılan yapısal düzenlemelerin ve uygulamaların Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarını özendirici sonuçlar verdiği görülmektedir. Nitekim UDY, 1980-1989 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde önceki 30 yıllık dönemin (1950-1979 yılları arasında toplam UDY tutarı 872 milyon USD'dir) yaklaşık 2 katı kadar artarak toplam 1,7 milyar USD düzeyine ulaşmıştır. Yine aynı dönemdeki yıllık ortalama UDY girişi yaklaşık 170 milyon USD iken ilgili tutarlar sırasıyla 1970-1979 döneminde yaklaşık 55 milyon USD, 1960-1969 döneminde yaklaşık 25 milyon USD ve 1950-1959 döneminde ise yaklaşık 8 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

1990'lı yıllara gelindiğinde Türkiye, 1994 yılında 5 Nisan Kararları olarak bilinen istikrar paketinin uygulanmasına yol açan yurtdışı ekonomik krizi ile 1997 yılında Güney Asya ülkelerinde başlayarak küresel bir boyut kazanan Güney Asya Krizi'nden ve 1998 yılında Rusya Krizi'nden etkilenmiştir. Ancak bu krizlere rağmen 1990-1998 yılları arasındaki dönemde UDY yıllık ortalama yaklaşık 770 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemdeki toplam (kümüle) UDY girişi ise kriz yıllarında düşüşler yaşansa da 7,7 milyar USD düzeyine ulaşmıştır. (UDY'nin 1990'lı yıllardaki gelişimi Grafik 5'de sunulmaktadır.)

Grafik 5
Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları (1980-1998)
(milyon USD)



(1) TCMB tanımlamalarında UDY’yi, Yurtiçinde Doğrudan Yatırımlar olarak da ifade etmektedir.

Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevirimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

1980 yılından sonra Türkiye’de sermaye piyasasına yönelik yapılan düzenlemeler ve 1986 yılında İMKB’nin de faaliyete geçmesi neticesinde “sıcak para” olarak adlandırılan portföy yatırımlarıyla da Türkiye’ye yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında kriz dönemlerinde düşüşler yaşansa da gelişen veya yükselen ekonomi olarak nitelendirilen Türkiye yabancı sermaye için önceki yıllara kıyasla daha cazip hale gelmiştir.

2.2.2.5. 1998 ve Sonrası Dönem

1923 yılından itibaren yıllık ortalama %4 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, 1998 yılı sonu itibariyle yaklaşık 250 milyar USD gayri safi yurtiçi hasıla ve yaklaşık 4.000 USD düzeyinde de kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla değerlerine ulaşmıştır. Söz konusu büyüklükler kayda değer gözükmekle birlikte, geçen 70 yılı takiben 1990’ların sonunda geline nokta ekonomisi, politik istikrarsızlık ve popülizm,

verimsiz kamu idaresi, yüksek kamu açıklarının finansmanına yönelik (özellikle 1990'larda yaşanan) borçlanma kısır döngüsü, kayıt dışı ekonomi, yüksek ve dalgalı enflasyon, şeffaf olmayan mali piyasa gibi yapısal zafiyetleri bünyesinde barındırmaktadır⁶⁵.

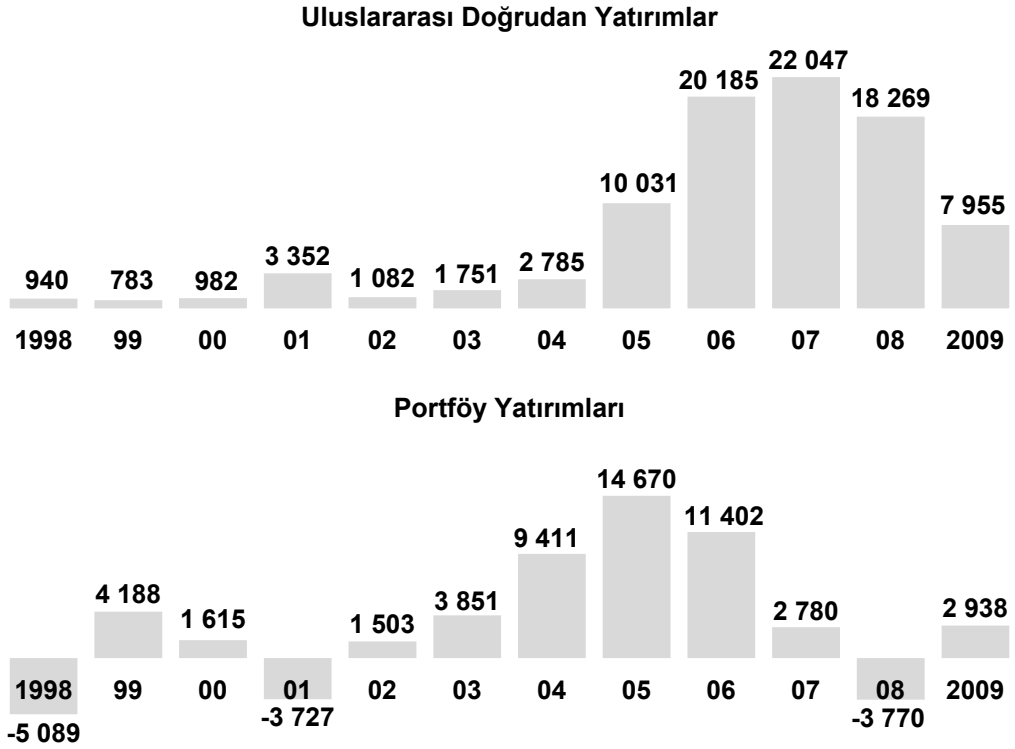
1997 ve 1998 yıllarında “28 Şubat” sürecine de kapsayan oldukça hareketli siyasi bir dönem yaşayan Türkiye’de 18 Nisan 1999 tarihinde yapılan Türkiye Cumhuriyeti Milletvekili Genel Seçimleri sonucunda üçlü koalisyon hükümeti (Demokratik Sol Parti, Milliyetçi Hareket Partisi ve Anavatan Partisi) kurulmuştur. Koalisyon hükümeti IMF ile Temmuz 1998’de imzalanan Yakın İzleme Anlaşması uygulamasını başlatmış ve Aralık 1999 tarihinde de 2000-2002 yıllarını kapsayan orta vadeli bir stand-by anlaşması imzalamıştır. Bu çerçevede de Ocak 2000 tarihinde sıkı para ve döviz kuru politikası ile bankacılık sektöründe yapısal dönüşümleri içeren, amacı enflasyonu düşürmek, sürdürülemez kamu iç borçlanma sürecine son vermek ve ekonomik büyümeyi yeniden sağlamak olarak belirlenmiş “Enflasyonu Düşürme Programı” başlatılmıştır. 2000 yılının ilk yarısında program olumlu sonuçlar vermiş gayri safi yurtiçi hasıla yükselirken enflasyonda ve faiz oranların düşüş yaşanmıştır. Söz konusu bu pozitif gelişmeler, 2000 ve 2001 yıllarında uluslararası UDY girişinin sırasıyla 982 milyon USD ve 3,3 milyar USD ile rekor seviyelere ulaşmasına önemli katkı sağlamıştır. Belirtilen 2 yıl dahilinde UDY’de görülen önemli artışın kaynağını ise o zamana kadar Türkiye tarihinin en büyük özelleştirmesi olan Türkiye’nin üçüncü GSM şebekesi ihalesinin, 13 Nisan 2000 tarihinde İş Bankası-Telecom Italia ortaklığı tarafından 2.525 milyon USD (KDV hariç) tutarına alınması ve ilgili işin bütün Türkiye’ye yayılması için yaptıkları büyük yatırımlar olmuştur.

Tüm bu gelişmelere rağmen Türkiye ekonomisi 22 Kasım 2000 tarihinde finansal sistem kaynaklı bir kriz yaşamıştır. Açık pozisyonlarını kapatmaya çalışan kamu ve özel bankaların yüksek faizle likidite arayış içerisine girmeleri sonucu döviz talepleri artmış, yabancı bankalar ise portföylerindeki hazine kağıtlarını satarak Türkiye’den çıkmaya başlamışlardır. IMF’den sağlanan 7,5 milyar USD tutarındaki kredi ve zor durumda olan bankaların Tasarruf Mevduat Sigorta Fonuna devredilmesi piyasalardaki olumsuz görünümü nispeten dağıtmış olsa da sadece üç ay sonra 21

⁶⁵ Asaf Savaş Akat, Türkiye’nin AB Üyeliği Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Sunumu, **TÜSİAD Sunumlar**, 2002, s.2-8, Çevirimiçi <http://akat.bilgi.edu.tr/others/0205-abtusiad-4.pdf>

Şubat 2001 tarihinde Türkiye ekonomisi siyasi bir çekişme sonucunda başlayan ve Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizi olarak nitelendirilen yeni bir ekonomik kriz ile karşı kaşıya kalmıştır. Esas olarak geçmişten gelen aşırı değerli TL, cari işlemler açığının büyüklüğü, sermayeden yoksun mali sektör, açık pozisyonlar (banka, reel sektör ve kamu) ve kamu bankalarının görev zararları gibi zafiyetler neticesinde ortaya çıkan döviz krizi niteliğindeki bu krizle Türkiye ikiz kriz (twin crisses) dönemine girmiştir⁶⁶. Bu nedenle 2002 yılında UDY girişi 1,1 milyar USD tutarına gerilemiştir (Bkz. Grafik 6).

Grafik 6
Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları (1998-2009)
(milyon USD)



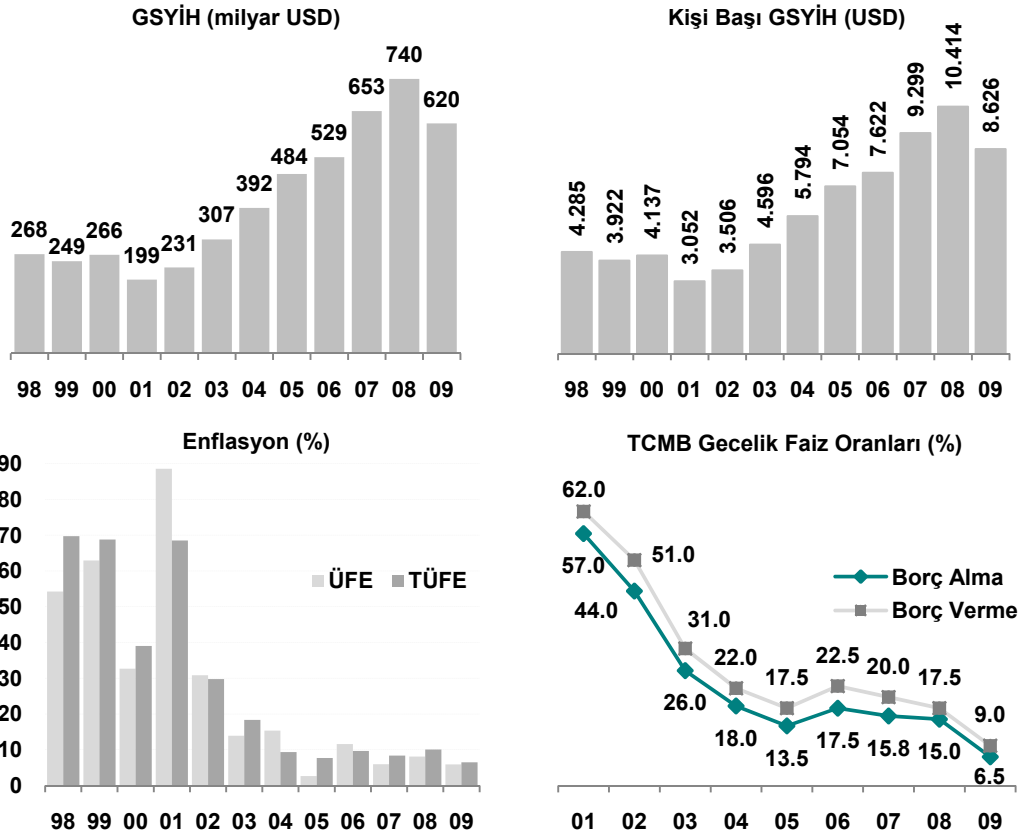
Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevrimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerden sonra yine IMF ile mutabık kalınarak sıkı bir mali disiplin ve para politikasını içeren "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlığı altında yeni düzenlemelere gidilmiştir. 1999 yılı sonunda yapılan ve yürürlüğe

⁶⁶ Zeynep Karaçor, "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 16, 2006 s. 386-388 (s.379-391).

konulan stand by anlaşmasının paralelinde yapılan yeni programda genel strateji (enflasyonun ortadan kaldırılması, kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve ekonomik büyüme için yapısal reformların gerçekleştirilmesi olarak) aynı kalmıştır⁶⁷. Bu makroekonomik tedbirlere ve düzenlemelere bağlı olarak, 2003 yılından sonraki dönemde (2008 yılının ikinci yarısında başlayan küresel krize kadar) Grafik 7’de de sunulduğu üzere gayri safi yurtiçi hasıla, faiz oranları, enflasyon gibi makroekonomik göstergelerde iyileşme gözlenmiştir. İyileşmenin sürekliliği ve ülke ekonomisinde disiplini sağladığı düşünülen IMF programı ile Avrupa Birliği müzakerelerinin başlaması gibi dışsal faktörler, yabancı ve yerli yatırımcıları Türkiye’nin tahmin edilebilir ve sürdürülebilir bir büyüme eğilimine girdiğine ikna etmiştir.

Grafik 7
Başlıca Makroekonomik Göstergeler (1998-2009)



Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevrimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, TÜİK İstatistikler

⁶⁷ Bkz. Hazine Müsteşarlığı tarafından IMF Başkanı Horst Köhler'e gönderilen 3 Mayıs 2001 tarihli mektubun ekindeki Ekonomik Politikalar Bildirgesi.

Bu süreçte ekonomide gerçekleştirilen yapısal reformların yanı sıra UDY'yi ilgilendiren en önemli gelişme yabancı sermaye mevzuatında yapılan düzenlemeler olmuştur. Bu çerçevede, 5 Haziran 2003 tarihinde kabul edilerek 17 Haziran 2003 Tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile 20 Ağustos 2003 tarihinde 25205 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Uygulama Yönetmeliği yürürlüğe girmiştir.

18 Ocak 1954 tarihli ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu yerine yaklaşık 50 yıl sonra çıkartılan ilgili kanun ve bu kanun kapsamındaki yönetmelik ile yabancı sermaye mevzuatı, UDY'ye yönelik daha anlaşılır, eşitlikçi ve liberal hale getirilmiş ve formaliteler azaltılmıştır. Bu düzenlemeler ile⁶⁸:

- Uygulama alanının netleştirilmesi amacıyla yabancı yatırımcı, yabancı doğrudan yatırım gibi temel kavramlar uluslararası standartlar çerçevesinde tanımlanmıştır.
- Yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılarla eşit hak ve yükümlülüklerle tabi olmalarının esas olduğu hususu belirtilmiştir (Bu düzenleme 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'ndaki milli muamele esası ile aynı çizgide devam ettirilmiştir.)
- Yabancı yatırımların, yürürlükteki mevzuat gereğince (Anayasa ve Kamulaştırma Kanunu'nda yer alan ilkelerin, ikili yatırım anlaşmalarında ve diğer uluslararası anlaşma metinlerinde yer aldığı şekliyle düzenlenmesi sağlanarak), kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılamayacağı veya devletleştirilemeyeceği ifade edilmiştir.

⁶⁸ "5 Haziran 2003 tarih ve 4875 Sayılı **Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu**", **Resmi Gazete**, 17 Haziran 2003 ve "**Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Uygulama Yönetmeliği**", **Resmi Gazete**, 20 Ağustos 2003.

- Yabancı sermayeli şirketlerin kuruluş için Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'nden ön izin alma zorunluluğu kaldırılmış olup, bu şirketlerin, kuruluş işlemleri tamamen yerli sermayeli şirketler için uygulanan işleyiş çerçevesinde düzenlenmiştir (Bu düzenlemeye göre Hazine Müsteşarlığı'ndan alınan şirket ve şube kuruluş izni ile yatırım izni prosedürü, yabancı her gerçek kişi ve kuruluş için aranan asgari 50.000 USD Doları tutarındaki sermaye getirilmesi şartı, yabancı yatırımcıların sadece A.Ş., Ltd. Şti. veya Şube kurabileceğine yönelik sınırlamalar, sermaye artış izinleri, iştiraklerde ön izin alma zorunluluğu, yabancı kişi ve kuruluşlardan yerli kişi ve kuruluşlara veya tersi durumunda hisse devirlerindeki izinler, yabancıdan yabancıya hisse devirlerinde bilgi verme zorunluluğu, dolaylı iştirak izinleri, şirket faaliyet konusuna ilişkin izinler ve lisans, know-how, teknik yardım, franchise anlaşmalarının tescili işlemleri ortadan kaldırılmıştır. Yabancı sermayeli kuruluşlar, sadece sermaye ve faaliyetlerine ilişkin bilgileri belirli süreler içerisinde Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'ne bildirmekle yükümlü hale gelmişlerdir)
- Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kâr, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri, lisans, yönetim ve benzeri anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağları ile dış kredi ana para ve faiz ödemelerinin, bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebileceği açıkça ifade edilmiştir.
- Yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketler vasıtasıyla, Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinmeleri serbestleştirilmiştir.
- Yabancılaşma unsuru taşıyan uyuşmazlıkların çözümlenmesinde milletlerarası tahkime başvurma usul ve esasları Milletlerarası Tahkim Kanunu ile düzenlenmiştir.
- Yabancı sermayeli kuruluşlarda istihdam edilecek yabancı uyruklu personele ilişkin düzenlemeler yapılmıştır.

- Yabancı yatırımlar konusunda yatırım önceliklerinin ve tanıtım politikalarının oluşturulması ile yatırımlar hakkındaki istatistiki bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile meslek kuruluşlarından edinilmesi görevleri Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir.

İlgili dönemde ekonomik göstergelerdeki iyileşme ve yabancı sermaye mevzuatında yapılan özendirici düzenlemelerin yanı sıra Türkiye'ye yönelik UDY artışını etkileyen diğer bir faktör de küresel sermaye piyasalarında yaşanan likidite bolluğu olmuştur. Küresel olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve özellikle petro-dolar zengini Körfez Bölgesi ülkelerinin de ortaya çıkışıyla, dolaşımdaki para yüksek getiri ve faiz geliri sağlayan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir⁶⁹. Tüm bu gelişmeler sonucunda, Tablo 5'den de anlaşılacağı gibi Türkiye'de UDY'nin 2003 yılından itibaren 2008 yılında yaşanan küresel krize kadar rekor seviyelerde artmış olduğu görülmektedir.

Tablo 5
Türkiye'de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen UDY'nin
Birleşenlerine Göre Dağılımı (milyon USD)

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Uluslararası Doğrudan Yatırım. (1)	1.751	2.785	10.031	20.185	22.047	18.269	7.955
Doğrudan Yabancı Sermaye (2)	753	1.442	8.190	17.263	19.121	15.332	6.135
Sermaye	737	1.092	8.134	16.982	18.394	14.698	5.988
Giriş	745	1.190	8.535	17.639	19.137	14.733	6.070
Çıkış	-8	-98	-401	-657	-743	-35	-82
Diğer Sermaye (Net)	16	350	56	281	727	634	147
Gayrimenkul (Net)	998	1.343	1.841	2.922	2.926	2.937	1.820

(1) Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Yurtiçinde) = Doğrudan Yabancı Sermaye + Gayrimenkul
(2) Doğrudan Yabancı Sermaye = Sermaye + Diğer sermaye

Kaynak: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Çevirimiçi <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, Hazine Müsteşarlığı

Yabancı sermaye ile ilgili istatistik bilgilerinin edinildiği YASED, TCMB ve T.C. Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü gibi kaynaklar, UDY bileşenlerinin ayrımını 2003 yılından itibaren vermektedirler. Tablo 5'de belirtildiği gibi uluslararası doğrudan yatırım birleşenleri **Doğrudan Yabancı Sermaye** ve

⁶⁹ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, Remzi Kitabevi, 2. Basım, İstanbul, Aralık 2008, s. 141-143.

Gayrimenkul olarak iki ana bölümden oluşmaktadır. “Doğrudan Yabancı Sermaye” ortak girişim, şirket birleşmeleri, şirket satın almaları ve özelleştirme gibi yöntemlerle yapılan işlemleri kapsamakta olup, bu Tez çalışmasının temel konusunu oluşturmaktadır. Bu nedenle çalışmanın bu aşamasından itibaren yabancı sermaye girişi ile ilgili analizlerde ve tanımlamalarda **Doğrudan Yabancı Sermaye** (Bundan böyle **DYS** olarak anılacaktır) ifadesi kullanılacaktır.

2003 ve 2004 yıllarında **DYS** girişi ile sağlanan fonların toplam uluslararası doğrudan yatırım girişi içindeki payı %40-%50 seviyelerindeyken, 2005-2009 döneminde özellikle şirket satın alma işlemlerine bağlı olarak %80 ve üstü seviyesine yükselmiştir. Diğer bir deyişle 2003 yılında 753 milyon USD düzeyinde olan **DYS** girişi, 2004 yılında 2 katına yükselerek yıllık 1,5 milyar USD düzeyine yaklaşmıştır. 2005, 2006 ve 2007 yıllarında ise peş peşe rekor kırarak sırasıyla yıllık 8,2 milyar USD, 17,2 milyar USD ve 19,1 milyar USD tutarlarına ulaşmıştır. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile 15,3 milyar USD tutarına gerileyen **DYS** girişi, 2009 yılında ciddi bir oranda düşüş göstererek 6,1 milyar USD'ye gerilemiştir.

UNCTAD tarafından 2007, 2008 ve 2009 yıllarında yayınlanan Dünya Yatırım Beklentileri Anketleri'ne⁷⁰ göre ise 2007 yılında yatırım için en cazip ülkeler arasında 22. Sırada olan Türkiye, 2008 yılında 15. Sıraya yükselmiştir. Ancak 2009 yılında yayınlanan raporda yatırım için en cazip 15 ülke arasında Türkiye yer almamakta olup, Türkiye ile ilgili herhangi bir sıralama bilgisi belirtilmemiştir.

Yine Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü'nün (UNCTAD) hazırladığı ve tüm dünyada eşzamanlı olarak duyurulan 2010 Dünya Yatırım Raporu, Türkiye'de 22 Temmuz 2010 tarihinde Uluslararası Yatırımcılar Derneği YASED tarafından kamuoyuna açıklamıştır. Bu rapora göre küresel UDY açısından 2008 yılındaki genel sıralamada 20., gelişmekte olan ülkeler arasındaki sıralamada ise 9. sırada yer alan Türkiye, 2009 yılında %56 düşüşle, küresel sıralamada 32. sıraya ve gelişmekte olan ülkeler arasında ise 15. sıraya kadar gerilemiştir.

2003 sonrası dönemde Türkiye'deki **DYS** girişlerinin ülkelere göre dağılımına bakıldığında ise toplam giriş tutarının %70'in üstünde bir kısmı Avrupa'dan, %10

⁷⁰ UNCTAD, **World Investment Prospects Survey 2007-2009, 2008-2010 ve 2009-2011**

oranındaki kısmı ABD'den ve yine %10 oranındaki kısmı ise GCC (Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi) ülkeleri ağırlıklı olmak üzere Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri'nden yapılmıştır.

DYS girişlerinin büyük bölümünü oluşturan Avrupa ülkeleri daha yakından incelendiğinde, Hollanda'nın üstünlüğü bulunmaktadır. Özellikle ING Bank'ın Oyakbank'ı yaklaşık 2,7 milyar USD karşılığında satın almasının sağladığı DYS girişinin yanı sıra Hollanda orijinli şirketler sigorta, gayrimenkul yatırım ortaklığı ve imalat sanayi alanında Türkiye'de birçok şirket satın alması gerçekleştirmişlerdir. Hollanda dışında Yunanistan NBG-Finansbank (2,8 milyar USD) satın alma işlemiyle, Belçika Fortis-Dışbank (1,2 milyar USD) satın alma işlemiyle, İngiltere BAT-Tekel Sigara (1,7 milyar USD) ile Moonlight Capital-Migros (1,6 milyar USD) satın alma işlemleriyle ve Luksemburg ise özellikle Arcelor Mittal'ın Erdemir'deki payının %25'e yakın bir seviyeye yükseltmesi işlemiyle Türkiye'ye olan DYS girişine katkı sağlamıştır.

Aynı dönemde Türkiye'ye DYS girişinde Avrupa'dan sonra en yüksek katkıyı ABD sağlamıştır. ABD'den gelen en yüksek giriş ABD şirketi olan GE Consumer Finance'in Garanti Bankası'nın %25'ini yaklaşık 1,6 milyar USD'ye satın alması olmuştur. ABD'yi ise Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri takip etmiştir. Özellikle başta Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri (Bundan böyle BAE olarak anılacaktır) olmak üzere GCC ülkeleri 2005 yılından sonra Türkiye'ye yönelik yaklaşık 6 milyar USD düzeyinde DYS girişi gerçekleştirmişlerdir. BAE Dubai'de faaliyet gösteren Abraaj Capital özel sermaye fonunun Acıbadem Sağlık Grubu'na yaptığı 600 milyon USD tutarının üzerindeki yatırım ile Suudi Arabistan'da kurulu NCB'nin Türkiye Finans Katılım Bankası'na yaptığı 1 milyar USD tutarının üzerindeki yatırım GCC ülkelerinden gelen yatırımın büyük bölümünü oluşturmuştur. 2003-2009 yılları arasındaki dönemde gerçekleşen DYS girişlerinin ülkelere göre dağılımı Tablo 6'de detaylandırılmıştır.

Tablo 6
Türkiye’de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen DYS’lerin
Ülkelere Göre Dağılımı (milyon USD)

Ülke	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	03-09
AB Ülkeleri	581	1.027	5.006	14.489	12.601	11.051	4.805	49.560
<i>Almanya</i>	142	73	391	357	954	1.211	485	3.613
<i>Fransa</i>	121	34	2.107	439	367	679	617	4.364
<i>Hollanda</i>	51	568	383	5.069	5.442	1.343	840	13.696
<i>İngiltere</i>	141	126	166	628	703	1.336	346	3.446
<i>İtalya</i>	-	14	692	189	74	249	284	1.502
<i>Diğer AB Ülkeleri</i>	126	212	1.267	7.807	5.061	6.233	2.233	22.939
Diğer Avrupa (AB Hariç)	43	6	1.646	85	373	291	308	2.752
Afrika Ülkeleri	-	-	3	21	5	82	1	112
A.B.D.	52	36	88	848	4.212	863	254	6.353
Kanada	6	61	26	121	11	23	52	300
Orta-Güney Amerika / Karayip.	-	-	8	33	494	60	19	614
Asya	60	60	1.756	1.927	1.405	2.361	619	8.188
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	0	54	1.678	1.910	608	2.199	306	6.755
<i>Körfez Ülkeleri</i>	0	43	1.675	1.783	311	1.978	167	5.957
<i>Diğer Yakın ve Ortadoğu</i>	60	11	2	3	196	96	78	446
Diğer Asya Ülkeleri	-	6	78	17	797	162	313	1.373
Diğer Ülkeler	3	-	2	115	36	2	12	170
Toplam	745	1.190	8.535	17.639	19.137	14.733	6.070	68.049

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, “**Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2010 Mayıs**”, Temmuz 2010

Türkiye’de ilgili döneminde DYS girişinin ana sektörler bazındaki dağılımı incelendiğinde ise Tablo 7’de görüldüğü gibi Hizmetler sektörü %73 oranındaki payı ile en yüksek katkıyı sağlarken, %26 oranı ile Sanayi ana sektörü ikinci konumda yer almıştır.

Hizmetler ana sektöründe özellikle 2005 yılından itibaren sigorta ve bankacılık alanında gerçekleşen yüksek hacimli şirket satın alma işlemleri, Mali Aracı Kuruluşlar alt sektörünün DYS girişinde en yüksek paya sahip olmasına yol açmıştır. Son üç yıllık dönemde Mali Aracı Kuruluşlar alt sektörünü sırasıyla yaklaşık 8 milyar USD tutarındaki DYS girişi ile Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama (özellikle yaklaşık 6.6 milyar USD tutarındaki Oger Telekom-Türk Telekom satın alma işlemi

ile) ve 3,4 milyar USD tutarındaki DYS girişi ile Toptan-Perakende Ticaret (Moonlight Capital-Migros satın alma işlemi ile) alt sektörü izlemiştir. Sanayi ana sektöründe ise İmalat alt sektörü gerçekleştirdiği yaklaşık 13 milyar USD düzeyindeki DYS girişi ile ilk sırada yer almaktadır. İmalat sektörünü, 3,6 milyar USD düzeyinde gerçekleştirdiği DYS girişi ile Altyapı alt sektörü izlemektedir.

Tablo 7
Türkiye’de 2003-2009 Arası Dönemde Gerçekleşen DYS’lerin
Sektörlere Göre Dağılımı (milyon USD)

Sektörler	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	03-09
Tarım, Hayvancılık	1	6	7	6	9	41	43	113
Sanayi	554	329	829	2,100	5,116	5,151	3,653	17,732
Madencilik ve Taşocakçılığı	13	73	40	122	337	152	213	950
İmalat Sanayii	455	190	785	1,866	4,211	3,931	1,713	13,151
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	249	78	68	608	766	1,252	214	3,235
Tekstil Ürünleri İmalatı	2	9	180	26	232	189	78	716
Kimyasal Madde ve Ürün. İmalatı	9	38	174	601	1,109	200	339	2,470
B.Y.S. Makine ve Teçhizat İmalatı	16	6	13	54	48	226	223	586
Elektrikli Optik Aletler İmalatı	4	2	13	53	117	236	58	483
Diğer İmalat	175	57	337	524	1,939	1,828	801	5,661
Altyapı (Elektrik, Gaz ve Su)	86	66	4	112	568	1,068	1,727	3,631
Hizmetler	190	855	7,699	15,533	14,012	9,541	2,374	50,204
İnşaat	8	3	80	222	285	331	332	1,261
Toptan ve Perakende Ticaret.	58	72	68	1,166	165	2,084	404	4,017
Ulaştırma, Haber. ve Depo. Hiz.	1	639	3,285	6,696	1,117	170	382	12,290
Mali Aracı Kuruluşlar	51	69	4,018	6,957	11,662	6,069	497	29,323
G.Menkul Kiralama ve İş Faal.	3	3	29	99	560	656	561	1,911
Diğer	69	69	219	393	223	231	198	1,402
Toplam	745	1,190	8,535	17,639	19,137	14,733	6,070	68,049

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, “Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2010 Mayıs”, Temmuz 2010

2010 yılı dahilinde küresel krizin hız kaybetmesine paralel olarak küresel UDY girişinde bir toparlanma beklenirken, Türkiye açısından bir önceki yıla benzer bir performans öngörülmektedir. YASED tarafından yapılan açıklamaya göre gelişmekte olan ekonomiler dahilinde geçmiş 5 yıllık dönemde önemli düzeyde UDY girişi alan ülkelerden olan Türkiye’nin, 2009 yılında UDY girişinde BAE’den sonra

(%71) en yüksek düşüş yaşayan ülke olması söz konusudur. Bu bağlamda şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme işlemleri açısından 2010 yılının ilk yarısını durgun geçiren Türkiye için, ilk 5 aydaki 2,6 milyar USD (2008 yılı aynı dönemdeki UDY girişi yaklaşık 3,9 milyar USD) tutarında UDY girişine paralel, 7 milyar USD civarında bir yılsonu rakamı beklentisi mevcuttur⁷¹.

⁷¹ YASED, "YASED, UNCTAD 2010 Dünya Yatırım Raporunu Açıkladı", **YASED Basın Bültenleri**, 22 Temmuz 2010, Çevirimiçi: <http://www.yased.org.tr>

BÖLÜM 3.

TÜRKİYE'DE 1993-2009 YILLARI ARASINDA GERÇEKLEŞEN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİN İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSLARINA ETKİSİ

Bu bölümde ilk olarak Tez çalışmasının amacı ampirik bir çalışma ile açıklanacaktır. Daha sonra literatürdeki benzer araştırmalara değinilecek ve takiben çalışmanın kapsamı ile sınırları belirtmek suretiyle çalışmada kullanılacak veri kümesi ve analiz yönetimi detaylı olarak açıklanacaktır. En son bölümde de analizler sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilecektir.

3.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, 1993-2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlere yönelik gerçekleşen DYS girişinin, söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin performanslarına (getiri oranlarına) etkisinin (olup olmadığının) **olay çalışması** (event study) yöntemi ile incelenmesidir. Bu bağlamda, ilk olarak DYS girişi nedeniyle oluşması muhtemel **Beklenenden Farklı Getiri Oranları** (Bundan böyle BFG olarak anılacaktır) ile **Kümülatif Beklenenden Farklı Getiri Oranları** (Bundan böyle KBFG olarak anılacaktır) hesaplanacaktır. Beklenenden Farklı Getiri Oranları (BFG) ifadesi “ortalamadan farklı” veya “normal üstü” anlamında kullanılmaktadır. İngilizce yayınlanan literatürde Beklenenden Farklı Getiri Oranları tanımının karşılığı Abnormal Return (AR), Kümülatif Beklenenden Farklı Getiri Oranları (KBFG) tanımının karşılığı ise Cumulative Abnormal Return (CAR) olarak geçmektedir.

Daha sonra DYS girişinin gerçekleştiği zamanın (günün) öncesi ve sonrasında belirli bir zaman dilimi dikkate alınarak hesaplanan BFG'lerin ve KBFG'lerin anlamlılıkları 0,01, 0,05 ve 0,10 seviyelerinde test edilecektir. Bu sayede, DYS girişinin hem olayın gerçekleştiği zaman (ilgili günde dahil olmak üzere) öncesindeki ve sonrasındaki günlerde hem de toplu (aggregate) olarak, hisse senetlerinin getiri

oranlarına etkisinin olup olmadığının (ve eğer etkisi oldu ise bu etkinin olumlu veya olumsuz olmak üzere hangi şekilde gerçekleştiğinin) belirlenmesi amaçlanmaktadır.

3.2. Çalışmanın Konusu ile İlgili Literatür

Yurtiçinde ve yurtdışında daha önce yapılan araştırma ve raporlar incelenirken yalnızca DYS girişinin gelişimi ve DYS girişi sonrası şirketlerin hisse senedi getiri performansları ile ilgili çalışmalara bakılmamış, aynı zamanda gerek Tez'in konusu gerekse de oluşturulacak model ile doğrudan ilgisi bulunduğu için Türkiye'de ve Dünya'da DYS girişi olmaksızın gerçekleştirilen şirket birleşme ve satın almalarının hedef şirketlerin (Tez çalışmasında **hedef şirket** ve **satılan şirket** kavramları aynı anlamda kullanılmakta olup ilgili satış işlemlerinde bu şirketlere tarafında bulunan ortak, grup şirketi vb. paydaşlara **satıcı taraf** denilecektir.) hisse senedi performansları üzerine etkisine ilişkin literatür de incelenmiştir.

Türkiye'de DYS girişi ile ilgili çalışmalar başta YASED, Dış Ticaret Müsteşarlığı, İstanbul Ticaret Odası sponsorluğunda genellikle ilgili yatırımların tarihi gelişimi, hangi sektörlere yönelik yapıldığı, hangi bölgelerde gerçekleştiği ve ekonomiye nasıl bir katkı sağladığı bağlamında yapılmıştır.

Tez Konusu kapsamında bakıldığında ise Türkiye'de DYS girişi 2005 yılından sonra bir artış gösterdiği için İMKB'de işlem gören Türk Şirketleri'nin DYS girişi ile performanslarının ne şekilde etkilendiğini inceleyen çok fazla çalışma bulunamamıştır. 2006 yılında Nevin Yörük ve Ünsal Ban tarafından İMKB'de İşlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizine yönelik çalışmada hedef şirket açısından birleşme nedeniyle uzun vadede normal üstü bir getiri elde edilemeyeceği, ancak birleşme nedeniyle çok kısa vadede normal üstü bir getiri sağlanabileceği saptanmıştır.

2007 yılında ise Levent Çıtak ve Fatma Kaplan tarafından yapılan devralmaların devralan işletmelerin hisse senedi getiri oranları üzerindeki etkisinin incelenmesine yönelik araştırmada alıcı taraf açısından çok kısa vadede normal üstü bir getiri saptanmış ancak uzun vadede normal üstü getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Yurtdışında yapılan çalışmalarda ise yine direkt olarak DYS girişinden ziyade şirket birleşmeleri ve satın almalarının etkisine bakılmıştır. Bu çalışmalarda daha çok üzerinde durulan diğer bir nokta da işlem sonrası satın alan, diğer bir deyişle alıcı şirketin hisse senedi getiri performansında nasıl bir etki olduğudur.

Yapılan literatür araştırması sonucunda çalışma konusu ile ilgili olduğu düşünülen yakın zamanda yapılmış başlıca çalışmaların detaylı sunumu Ek 2'de verilmektedir. Söz konusu tablo dikkate alındığında, DYS girişi de dahil olmak üzere hisse satışı yapılan hedef şirketlerin ilgili işlemler sonrasında getiri oranlarında genellikle kısa vadeli normal üstü artışlar olduğu gözlenmektedir. Bu hisseleri alan alıcı şirketlerin getirilerinde ise aynı dönemde hem artış hem azalış hem de önemli bir değişiklik olmaması gibi sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu farklı sonuçların oluşmasının temel nedeni ise hisse satın alma işlemleri sonrasında alıcı şirketin getiri performansının; stratejik satın alma, satın almanın bir yerli ortakla beraber yapılıp yapılmadığı, hedef şirketin sektörü gibi şartlara bağlı olarak değişebilmesidir.

İncelenen çalışmaların hepsi analizlerini gerçekleştirirken, bu Tez çalışmasında da faydalanacak olan **Olay Çalışması** yöntemini kullanmıştır. Olay çalışması yöntemi hisse satın alma işleminin gerçekleştiği dönem aralığına odaklandığından, tüm çalışmalarda işlemin gerçekleşmesini takip eden belli bir dönem aralığındaki hisse senetlerinin fiyat artışları veya azalışları dikkate alınmaktadır.

3.3. Çalışmanın Kapsamı, Sınırları ve Veri Kümesinin Oluşturulması

Türkiye'de gerçekleşen DYS girişi ile ilgili verilerin elde edilmesi sürecinde Thomson Reuters'ın sahibi olduğu Thomson ONE Banker ile Standard & Poor's şirketinin sahibi olduğu Capital IQ finansal veri sağlayıcılarından faydalanılarak Ocak 1993 - Ağustos 2010 tarihleri arasındaki dönemde Türkiye'de gerçekleştirilen tüm yurtiçi ve uluslararası şirket birleşme ve satın alma işlemleri incelenmiştir (İlgili işlemlerin detayı Ek 1'de sunulmuştur). Ayrıca Deloitte Türkiye'nin Kurumsal

Finansman bölümü tarafından 2007-2009 yılları arasında yayınlanan şirket birleşme ve satın alma raporları da dikkate alınmıştır⁷².

Tablo 8'den de izlenebileceği gibi 1993-2009 yıllarını kapsayan dönemde, özellikle 2005 yılından sonra bir artış göstermek suretiyle, toplam 1.230 adet hisse satış işlemi açıklanmış (duyurulmuş) ve bu işlemlerin %72'sinden fazlası (889 adet işlem) tamamlanmıştır. Söz konusu işlemlerin değerlerine bakıldığında ise duyurulan işlemlerin toplam tutarı 98,2 milyar USD (bazı işlemlerin değerleri, satıcı ve/veya alıcı taraftaki şirketin İMKB'ye kotasyonu bulunmamasından dolayı açıklanmamıştır) iken toplam içinde tamamlanan işlemlerin tutarı 85,6 milyar USD civarında (toplamın %87'si) olduğu görülmektedir.

Toplam içinde DYS girişi ile ilgili olan işlemler göz önünde bulundurulursa, aynı dönem dahilinde (1993-2009) toplam 610 adet işlemin duyurulması ve bu işlemlerden 448 adedinin (toplam DYS girişi ile ilgili duyurulan işlemlerin yaklaşık %73'ü) tamamlanması söz konusudur. DYS girişine konu duyurulan işlemlerin toplam değerleri yaklaşık 68 milyar USD (Türkiye'de aynı dönemde duyurulan toplam işlem değerinin %69'u) düzeyinde olup, tamamlanan işlemlerin toplam değeri ise 60,5 milyar USD seviyesindedir (duyurulan toplam işlem değerlerinin %89'luk bölümü).

Bu işlemler ile ilgili diğer önemli bir konuda daha önce yukarıda bahsedildiği gibi gözlemlenen hisse satış işlemlerinin (özellikle DYS girişi ile olanların) büyük bölümünün 2005-2009 yılları (ilgili yıllarda dahil olmak üzere) arasındaki dönemde gerçekleşmiş olmasıdır. Bu 5 yıllık dönemde duyurulan ve tamamlanan işlemlerin toplamı, 17 yıllık süreçte (1993-2009) duyurulan ve tamamlanan işlemlerin toplamının adet olarak %50'sinden fazlasını, tutar olarak ise yaklaşık %90'nını oluşturmaktadır. DYS girişine konu işlemlerde ise söz konusu oranlar işlem adetleri için %60 ve işlem tutarları için ise %95 civarlarındadır.

⁷² Deloitte Turkey, "Annual Turkish M&A Review 2007, 2008 ve 2009", **Deloitte Kurumsal Finansman**, Ocak 2010.

Tablo 8
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

	Toplam Duyurulan İşlem Adedi	Tamamlanan İşlem Adedi	Toplam Duyurulan İşlem Adedi (Türk Yat.)	Tamamlanan İşlem Adedi (Türk Yat.)	Toplam Duyurulan İşlem Adedi (DYS)	Tamamlanan İşlem Adedi (DYS)	Toplam Duyurulan İşlem Tutarı (milyon USD)	Tamamlanan İşlem Tutarı (milyon USD)	Toplam Duyurulan İşlem Tutarı (milyon USD) (Türk Yat.)	Tamamlanan İşlem Tutarı (milyon USD) (Türk Yat.)	Toplam Duyurulan İşlem Tutarı (milyon USD) (DYS)	Tamamlanan İşlem Tutarı (milyon USD) (DYS)
1993	23	23	18	18	5	5	1.240	1.240	1.229	1.229	11	11
1994	16	16	10	10	6	6	287	287	150	150	137	137
1995	26	26	14	14	12	12	800	800	421	421	380	380
1996	27	22	16	13	11	9	466	445	392	392	74	53
1997	30	23	15	10	15	13	869	749	715	595	154	154
1998	43	30	20	14	23	16	484	418	350	324	134	94
1999	38	31	16	14	22	17	303	222	123	115	179	107
2000	64	45	31	21	33	24	3.425	3.292	3.019	2.986	406	306
2001	132	93	87	58	45	35	1.199	914	243	143	955	770
2002	66	44	40	26	26	18	677	620	156	99	522	522
2003	69	45	48	32	21	13	1.134	1.080	767	713	367	367
2004	49	41	27	25	22	16	1.031	882	651	600	380	282
2005	87	76	44	39	43	37	30.497	30.084	11.007	10.613	19.490	19.471
2006	128	93	48	28	80	65	20.644	19.029	2.560	1.880	18.084	17.149
2007	160	102	63	38	97	64	18.920	16.838	2.966	2.421	15.954	14.416
2008	184	94	80	40	104	54	12.529	5.467	3.077	385	9.452	5.083
2009	88	85	43	41	45	44	3.702	3.198	2.507	2.003	1.195	1.195
Toplam	1.230	889	620	441	610	448	98.208	85.566	30.334	25.071	67.874	60.494

Thomson One Banker ve Capital IQ'dan alınan veriler dikkate alınarak oluşturulan Tablo X'deki DYS giriş tutarları ile Tez'in "2.2. Türkiye'de Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişinin Gelişimi" bölümünde yer alan Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'nden temin edilen DYS girişi ile ilgili tutarlar arasında farklar bulunmaktadır. Bu farkların nedeninin Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'nün (i) hisse satışı işlemleri dışında doğrudan yatırım yapan kuruluşun yatırım yaptığı kuruluşa sağladığı krediler, ek yatırımlar gibi diğer kalemler ile (ii) değeri kamuya açıklanmayan işlemleri de DYS girişi tutarlarına dahil etmesi olduğu düşünülmektedir. Ayrıca Deloitte Türkiye'nin Kurumsal Finansman bölümü tarafından 2007-2009 yılları arasında yayınlanan şirket birleşme ve satın alma raporların toplam işlem tutarları bazında farklar bulunmaktadır. Bu farkların yukarıda belirtilen benzer nedenlerden ve ayrıca Deloitte tarafından raporlarda da belirtilen tahmini işlem değerlerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

1993-2009 yılları arasındaki dönemde Ek 1'de sunulan DYS girişine konu 448 adet tamamlanan hisse satış işlemi içinde, İMKB'de işlem gören şirketlere yönelik olarak gerçekleşen 70 adet işlem bulunmaktadır. Söz konusu işlemler adet olarak toplamın %15,6'sını oluşturmakla beraber (70/448), yaklaşık 30 milyar USD'lik toplam işlem değeri ile DYS girişine konu yaklaşık 60,5 milyar USD tutarındaki tamamlanan işlemlerin toplamının %50'sine yakın bölümünü açıklamaktadır.

Tablo 9'da detayı sunulan söz konusu hedef şirketler (Bundan böyle **DYS Girişine Konu Olan Şirketler** olarak anılacaktır) ile bu şirketlerin dolaylı ve dolaysız ortaklıkları, grup şirketleri ve iştirakleri göz önüne alındığında (Bundan böyle **DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri** olarak anılacaktır), ilgili dönem aralığında toplam olarak 100 adet şirketin hisse senedinin DYS girişi ile ilgili işlemlerden etkilenmesi muhtemeldir. Bu işlemlerin büyük bölümü uluslararası yatırımcıların çoğunluk hisse satın alması ile ilgili olup, hisse senedi getirisini etkilediği düşünülen büyük tutarlı azınlık hissesi satın alma işlemleri de çalışmaya dahil edilmiştir.

Bu bağlamda çalışmanın konusu kapsamında DYS girişinin İMKB'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin performansına ne ölçüde etkili olduğunun analizi için Tablo 9'daki **Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)** kolonunda detaylandırılan söz konusu 100 adet şirketi içeren veri seti dikkate alınarak bir örneklem büyüklüğü (sample size) oluşturulmuştur.

Bu veri setindeki bazı şirketler birden fazla kez analiz edilecektir. Bunun sebebi ilgili şirketlerin farklı zamanlarda farklı DYS girişi ile ilgili işlemlerden etkilenmiş olmalarıdır. Bir hisse satış işleminin devamı niteliğindeki işlemlerde yer alan şirketler ise yalnızca bir kez yapılacak analiz çalışmasında dahil edileceklerdir.

Tablo 9
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB’nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (günü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB’nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
27/11/2008	27/11/2008	27/11/2008	27/11/2008	ortak hisse satışı	Doğan Yayın Holding	Doğan Yayın Holding, Doğan Şirk. Grubu Hold.	DYHOL DOHOL	Axel Springer AG	Almanya	tamamlandı	9,8	60,7
26/11/2008	05/12/2008	18/12/2008 20/02/2009 04/03/2009	yok	sermaye artırımı ile ortaklık	Ana Gıda	Yazıcılar Holding	YAZIC	SEEF Foods (Bedminster Capital)	Lüksemburg	tamamlandı	44,8	31,5
27/03/2008	23/07/2008	23/10/2008	muafiyet	ortak hisse satışı	Türk Tuborg	Türk Tuborg	TBORG	CBC Group (İsrael Beer Breweries)	İsrail	tamamlandı	95,7	80,0
01/11/2007	08/10/2008	06/12/2008	muafiyet	ortak hisse satışı	Ak Enerji	Ak Enerji	AKENR	CEZ	Çek Cum	tamamlandı	37,4	302,6
04/10/2007	27/12/2007	27/03/2008	var	ortak hisse satışı	Klimasan	Klimasan	KLMSN	Metalfrío	Brezilya	tamamlandı	61,0	v,y,
24/09/2008	24/09/2008	24/09/2008	yok	ortak hisse satışı	Finansbank	Finansbank	FINBN	NBG	Yunan.	tamamlandı	9,7	697,2
19/08/2008	19/08/2008	19/08/2008	yok	İMKB'den dönemsel alımlar	Trabzonspor Sportif	Trabzonspor Sportif	TSPOR	UBS AG London	B.Krallık	tamamlandı	5,4	14,9
16/06/2008	16/06/2008	16/06/2008	yok	İMKB'den dönemsel alımlar	Ereğli Demir Çelik	Ereğli Demir Çelik	EREGL	Arcelor Mittal NV	Lüks.	tamamlandı	11,4	877,0
02/06/2008	02/06/2008	16/07/2008	yok	ortak hisse satışı	Step Halıcılık	İş Girişim	ISGSY	Swicorp	Sudi Arab.	tamamlandı	33,3	6,8
24/01/2008	24/01/2008	01/04/2008	yok	ortak hisse satışı	TEB Sigorta	TEB	TEBNK	Zurich Fin. Services AG	İsviçre	tamamlandı	100,0	364,0

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (günü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
12/12/2007	21/04/2008	21/07/2008	yok	ortak hisse satışı	Koç Allianz Hayat ve Emeklilik	Koç Holding	KCHOL	Allianz SE	Almanya	tamamlandı	49,0	198,8
12/12/2007	21/04/2008	21/07/2008	yok	ortak hisse satışı	Koç Allianz Sigorta	Koç Holding	KCHOL	Allianz SE	Almanya	tamamlandı	43,4	362,3
18/06/2007	14/02/2008	30/05/2008	var	ortak hisse satışı	Migros	Migros Koç Holding	MIGRS KCHOL	Moonlight Capital	B.Krallık	tamamlandı	50,8	1.661,3
01/06/2007	16/08/2007	14/02/2008	var	ortak hisse satışı	Acibadem Sağlık Hiz.	Acibadem Sağlık Hiz.	ACIBD	Almond Hold (Abraaj)	BAE	tamamlandı	57,9	606,4
28/03/2007	27/07/2007	14/11/2007	yok	sermaye artırımını ile ortaklık	Doğan Gazetecilik	Doğan Gazetecilik Doğan Yayın Holding	DGZTE DYHOL	Deutsche Bank AG	Almanya	tamamlandı	22,0	88,7
15/03/2007	17/10/2007	22/11/2007	muafiyet	özelleştirme - blok satış	Petkim	Petkim Turcas	PETKM TRCAS	Socar & Turcas-Injaz		tamamlandı	51,0	2.050,0
04/06/2007	24/10/2007	14/03/2008	var	ortak hisse satışı	AFM Uluslararası Film	AFM Uluslararası Film	AFMAS	A1 Group Ltd	B.Krallık	tamamlandı	51,9	28,5
17/05/2007	17/05/2007	25/05/2007	yok	ortak hisse satışı	TAT Konserve Sanayi	TAT Konserve Sanayi Koç Holding	TATKS KCHOL	Templeton Asset Mgmt	ABD	tamamlandı	10,3	17,8
06/12/2006	06/07/2007	04/09/2007	var	ortak hisse satışı	Tire Kutsan	Tire Kutsan Ülker Gıda	TIRE ULKER	Mondi Packaging	Avusturya	tamamlandı	53,6	106,0
23/02/2007	26/03/2007	13/04/2007	var	gönüllü çağrı ile hisse alımı	Batıçim	Batıçim	BTCIM	OCI Cimento Anonim Şirketi	Mısır	tamamlandı	78,4	453,7

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (gününü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
13/02/2007	01/05/2007	03/01/2008	var	ortak hisse satışı	Boyner	Boyner Altinyıldız Mensucat	BOYNR ALTIN	CVCI	B.Krallık	tamamlandı	30,0	48,0
08/02/2007	20/03/2007	21/06/2007	var	ortak hisse satışı	Ray Sigorta	Ray Sigorta Doğan Şirk. Grubu Hold.	RAYSG DOHOL	TBIH	Hollanda	tamamlandı	58,2	81,5
18/01/2007	18/01/2007	18/01/2007	yok	İMKB'den dönemsel alımlar	Garanti Bankası	Garanti Bankası	GARAN	Lone Pine Capital LLC	ABD	tamamlandı	5,0	v,y,
30/11/2006	30/11/2006	30/11/2006	yok	ortak hisse satışı	Trabzonspor Sportif	Trabzonspor Sportif	TSPOR	Deutsche Bank AG	Almanya	tamamlandı	5,1	3,7
06/11/2006	06/11/2006	06/11/2006	yok	arsa satışı	Turcas-Yarımca Arsa	Turcas-Yarımca Arsa	TRCAS	OAO LUKOIL Holdings AG	Rusya	tamamlandı	100,0	21,5
06/11/2006	16/11/2006	22/12/2006 02/01/2007	yok	ortak hisse satışı	Dogan TV	Dogan TV	DYHOL	Axel Springer AG	Almanya	tamamlandı	25,0	487,5
14/02/2006	17/10/2006	29/12/2006	yok	ortak hisse satışı ve sermaye artırımı ile ortaklık	Akbank	Akbank Aksigorta Sabancı Holding	AKBNK AKGRT SAHOL	Citigroup	ABD	tamamlandı	20,0	3.103,3
04/10/2006	21/03/2007	21/06/2007	yok	ortak hisse satışı	Garanti Emeklilik	Garanti Bankası	GARAN	Eureko BV	Hollanda	tamamlandı	15,0	139,0
04/10/2006	21/03/2007	21/06/2007	yok	ortak hisse satışı	Garanti Sigorta	Garanti Bankası	GARAN	Eureko BV	Hollanda	tamamlandı	80,0	507,4
06/07/2006	05/03/2007	16/05/2007	yok	ortak hisse satışı	Eczacibasi Generic	EİS Eczacıbaşı İlaç	ECILC	Zentiva NV	Çek Cum	tamamlandı	75,0	602,6

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (günü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
12/06/2006	28/05/2007	09/05/2008	var	ortak hisse satışı	Türk Demirdöküm	Türk Demirdöküm Koç Holding	TUDDF KCHOL	Vaillant Group	İspanya	tamamlandı	72,6	284,0
12/06/2006	19/10/2006	13/12/2006	var	ortak hisse satışı	Döktaş Döküm	Döktaş Döküm Koç Holding	DOKTS KCHOL	Componenta Oyj	Finlandiya	tamamlandı	55,0	111,0
12/06/2006	06/09/2006	29/11/2006	var	ortak hisse satışı	Izocam	Izocam Koç Holding	IZOCM KCHOL	JV (SG Isover ve Alamana)	Türkiye	tamamlandı	61,2	178,6
30/05/2006	25/01/2007	05/04/2007	yok	ortak hisse satışı	Finansbank	Finansbank	FINBN	IFC	ABD	tamamlandı	5,0	250,0
22/02/2006	22/02/2006	27/02/2006	yok	TSP - ortak hisse satışı (daha sonra sermaye artırımı)	Boyner	Boyner Altinyıldız Mensucat	BOYNR ALTIN	Yurt dışında yerleşik 9 adet kurumsal yatırımcı		tamamlandı	9,9	15,5
16/02/2006	22/06/2006	15/03/2007	muafiyet	ortak hisse satışı (daha sonra sermaye artırımı)	Şekerbank	Şekerbank Şeker Finansal Kiralama	SKBNK SEKFK	Bank Turan Alem Group	Kazakistan	tamamlandı	34,0	255,9
15/02/2006	31/05/2006	17/10/2006	var	ortak hisse satışı	Denizbank	Denizbank Zorlu Enerji	DENIZ ZOREN	Dexia	Belçika	tamamlandı	75,0	2.437,4
10/02/2006	13/02/2006	15/02/2006	yok	sermaye artırımı ile ortaklık	Doğan Yayın Holding	Doğan Yayın Holding Doğan Şirk. Grubu Hold.	DYHOL DOHOL	Lone Pine Capital LLC	ABD	tamamlandı	5,3	148,9
25/01/2006	13/03/2006	16/05/2006	muafiyet	ortak hisse satışı	Petrol Ofisi	Petrol Ofisi Doğan Şirk. Grubu Hold.	PTOFS DOHOL	OMV AG	Avusturya	tamamlandı	37,3	1.113,4

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (günü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
13/12/2005	28/12/2005	10/04/2006	var	ortak hisse satışı	Kent Gıda	Kent Gıda	KENT	Cadbury Schweppes	B.Krallık	tamamlandı	30,0	95,1
22/11/2005	03/04/2006	18/08/2006	var	ortak hisse satışı	Finansbank	Finansbank Finans Finansal Kiralama Finans Yatırım Ortaklığı	FINBN FFKRL FNSYO	NBG	Yunan.	tamamlandı	46,0	2.774,0
08/09/2005	08/09/2005	28/03/2006	muafiyet	sermaye artırımı ile ortaklık	Merko Gıda	Merko Gıda	MERKO	AETNA S.A.	Yunan.	tamamlandı	24,9	5,0
17/03/2005	18/08/2005	23/12/2005	var	ortak hisse satışı	Garanti Bankası	Garanti Bankası	GARAN	GE Consumer Finance	ABD	tamamlandı	25,5	1.805,5
03/05/2005	30/09/2005	25/11/2005	yok	ortak hisse satışı	Global Menkul	Global Yatırım Holding	GLYHO	Banca IMI	İtalya	tamamlandı	20,0	v,y,
22/04/2005	03/05/2005	13/07/2005	var	ortak hisse satışı	Gima	Gima Finans Leasing	GIMA FFKRL	Carrefour SA	Fransa	tamamlandı	50,2	98,9
25/03/2005	08/04/2005	08/09/2005	muafiyet	ortak hisse satışı	Konfrut Gıda	Konfrut Gıda Merko Gıda	KNFRT MERKO	Dinter GMBH	Almanya	tamamlandı	50,1	2,4
07/01/2005	31/01/2005	28/09/2005	var	ortak hisse satışı (daha sonra sermaye artırımı)	Yapı ve Kredi Bankası	Yapı ve Kredi Bankası Turkcell YK Sigorta YK Yatırım Ortaklığı YK Koray Gayr.Yat. Ort. YK Finansal Kiralama	YKBNK TCELL YKSGR YKRYO YKGYO YKFIN	Koc Fin. Hiz. (Koc & Unicredit)	Türk./İtalya	tamamlandı	57,4	1.529,7

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (gününü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
11/06/2004	12/04/2005	05/07/2005	var	ortak hisse satışı	Dışbank	Dışbank Doğan Şirk. Grubu Hold. Ray Sigorta	DISBA DOHOL RAYSG	Fortis SA/NV	Belçika	tamamlandı	89,3	1.076,2
28/06/2004	23/11/2004	11/02/2005	muafiyet	ortak hisse satışı	TEB Mali Yatırımlar	TEB	TEBNK	BNP Paribas SA	Fransa	tamamlandı	50,0	216,8
14/07/2003	09/10/2003	09/10/2003	yok	ortak hisse satışı	BSH Profilo	BSH Profilo	BSPRO	Deutsche Bank AG	Almanya	tamamlandı	13,9	88,4
14/07/2003	09/10/2003	09/10/2003	yok	ortak hisse satışı	BSH Profilo	BSH Profilo	BSPRO	BSH Bosch und Siemens	Almanya	tamamlandı	11,1	70,9
21/04/2003	07/05/2003	08/05/2003	yok	ortak hisse satışı	Merko Gıda	Merko Gıda	MERKO	Nomikos/Nomikou aileleri	Yunan.	tamamlandı	19,3	1,3
02/08/2002	27/02/2003	11/11/2003	var	ortak hisse satışı	Kipa	Kipa	KIPA	Tesco	B.Krallık	tamamlandı	84,3	118,0
12/12/2001	24/05/2002	22.10.2002	yok	ortak hisse satışı	Koc Fin. Hiz	Koç Holding	KCHOL	Unicredito Italiano SpA	İtalya	tamamlandı	50,0	240,0
14/08/2001	21/02/2002	30/04/2002	var	ortak hisse satışı	Kent Gıda	Kent Gıda	KENT	Cadbury Schweppes	B.Krallık	tamamlandı	51,0	74,8
22/10/2001	22/10/2001	22/10/2001	yok	Dünya çapında Nestle Schöller'i satın alıyor.	Kerevitaş Gıda	Kerevitaş Gıda	KERVT	Nestle SA	İsviçre	tamamlandı	25,2	v,y,
08/08/2001	16/08/2001	28/12/2001	yok	sermaye artırımı ile ortaklık	Penguen Gıda	Penguen Gıda	PENGD	DEG	Almanya	tamamlandı	14,7	9,1

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (gününü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
13/04/2000	11/06/2001	13/08/2001	var	ortak hisse satışı	Çimentaş İzmir Çimento	Çimentaş İzmir Çimento	CMEN	Cementir SpA	İtalya	tamamlandı	56,1	121,3
04/06/2001	29/06/2001	06/09/2001	var	ortak hisse satışı	Commercial Union Sigorta	Commercial Union Sigorta	COMUN FINBN	CGNU PLC	B.Krallık	tamamlandı	30,0	17,0
23/05/2001	31/05/2001	06/07/2001	var	ortak hisse satışı	Turk Tuborg	Turk Tuborg	TBORG	Carlsberg Breweries A/S	Danimarka	tamamlandı	47,8	52,5
03/03/2000	03/03/2000	28/03/2000	yok	sermaye artırımı ile ortaklık	Işıklar Ambalaj	Işıklar Ambalaj	ISAMB	Cadmus/Gryphon	Yun./B.Kr.	tamamlandı	13,1	10,5
11/10/1999	12/01/2000	21/03/2000	muafiyet	ortak hisse satışı	Ege Profil	Ege Profil Mazhar Zorlu Hold.	EGPRO MZHLD	Deceuninck NV	Belçika	tamamlandı	47,0	9,5
09/12/1999	17/12/1999	20/12/1999	yok	Toptan Satışlar Pazarı (TSP) - ortak hisse satışı	Hurriyet Gaz.	Hurriyet Gaz. Doğan Yayın Holding	HURGZ DYHOL	Born Investment	Almanya	tamamlandı	1,6	v,y.
02/12/1998	11/02/1999	20/04/1999	yok	sermaye artırımı ile ortaklık	Merko Gıda	Merko Gıda	MERKO	Citicorp Intl Finance Corp	ABD	tamamlandı	7,3	2,4
22/12/1998	25/01/1999	26/01/1999	yok	TSP - ortak hisse satışı	Merko Gıda	Merko Gıda	MERKO	Rhone Asset Management	ABD	tamamlandı	5,6	1,3
08/12/1997	20/04/1998	31/07/1998	muafiyet	ortak hisse satışı	Alarko Sanayi Alarko Holding	Alarko Sanayi (ALRSA) Alarko Holding	ALCAR ALARK	Carrier Corp	ABD	tamamlandı	50,0	40,3
22/12/1997	19/03/1998	19/06/1998	var	ortak hisse satışı	Marshall Boya	Marshall Boya	MRSHL	Akzo Nobel NV	Hollanda	tamamlandı	60,6	69,6

Tablo 9 (Devamı)
Türkiye’de 1993-2009 Yılları Arasındaki Dönemde Duyurulan ve Tamamlanan Hisse Satış İşlemleri (Adet)

İlk Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (gününü) ifade etmektedir.

Satışın Açıklanma Tarihi : İMKB'nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir.

İlk Açıklanma Tarihi	Satışın Açıklanma Tarihi	Tamamlanma Tarihi (Yasal İzinler, Kuruluş vb.)	Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması	Açıklama	Satıcı Taraf			Alıcı Taraf	Alıcı Tarafın Ülkesi	İşlemin Durumu	Satılan Hisse (%)	İşlem Değeri (Milyon USD)
					Satılan Şirket	Satılan (Hedef)/Satıcı/İlgili Şirket(ler)	Sembol					
15/09/1997	09/12/1997	19/03/1998	muafiyet	sermaye artırımını ile ortaklık	Kerevitaş Gıda	Kerevitaş Gıda	KERVT	Schöller Holding Gmbh	Almanya	tamamlandı	25,2	35,7
31/03/1997	20/05/1997	20/05/1997	yok	yeni şirket kurulumu	Kia-Ihlas Motor Sanayi	İhlas Holding	IHLAS	KIA Motors Nichimen	G.Kore Japonya	tamamlandı	yeni şirket	yeni şirket
14/02/1995	19/09/1995	13/10/1995	yok	sermaye artırımını ile ortaklık	Transtürk Fren Donanım	Transtürk Holding	TRNSK	AlliedSignal Intl Finance	ABD	tamamlandı	68,3	17

3.4. Analiz Yöntemi

Farklı ülke borsalarında işlem gören hisse senedi getiri oranlarının birleşme, satın alma, temettü dağıtımı, bölünme gibi şirket ile ilgili herhangi bir haberden nasıl etkilendiğine yönelik hazırlanan ampirik çalışmalarda çeşitli metotlar kullanılmıştır. Bu konuda gerek firmanın ilgili işlem öncesi ve sonrası mali tablolarındaki muhasebesel verilerinin gelişimi dikkate alınarak birtakım finansal rasyoların analizi yapılmış, gerekse de ilgili firmanın hisse senedi performansına yönelik regresyon tekniklerinin kullanıldığı ekonometrik ve istatistiki modellerden faydalanılmıştır.

Bu Tez çalışmasında DYS girişinin ilgili hisse senetlerin getiri oranları üzerindeki etkisinin incelenmesi için **Olay Çalışması** (event study) yönteminden yararlanılacaktır. Ekonomi ve finans alanında yapılan birçok uygulamalı çalışmada kullanılan olay çalışması yönetiminin ilk uygulaması ise 1933 yılında James Dolley tarafından hisse senedi bölünmelerinin hisse senedi fiyatları üzerine etkisinin araştırılmasıdır⁷³. 1930'lardan 1960'lı yılların sonunda kadar olan dönemde John H. Myers ve Archie Bakay (1948)⁷⁴, C. Austin Barker (1956, 1957, 1958)⁷⁵, ve John Ashley (1962)⁷⁶ gibi bir çok araştırmacı tarafından faydalanılan ve geliştirilen olay çalışması yöntemi, hisse senedi fiyatlarının hareketlerinin incelenmesi konusundan ekonomi piyasalarında tahmin edilemeyen olayların hisse senetlerinin değerleri üzerindeki etkisi konusundaki incelemelere yönelmiştir. 1969 yılında ise Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen ve Richard Roll tarafından yeni bir haberin hisse senedi fiyatı üzerine etkisi konusunda yapılan bir çalışma⁷⁷ ile daha da geliştirilmiş ve böylece ilgili yöntemin bugün kullanılan metodolojisi tanıtılmıştır. Bu

⁷³ James Clay Dolley, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", **Harvard Business Review** (11), Nisan 1933, s. 316-26.

⁷⁴ John H. Myers ve Archie Bakay, "Influence of Stock Split-Ups on Market Price," **Harvard Bus. Rev.**, Mar. 1948, 26, pp. 251-55.

⁷⁵ C. Austin Barker, "Effective Stock Splits" **Harvard Bus. Rev.**, Jan./Feb. 1956, 34(1), pp. 101-06., "Stock Splits in a Bull Market," **Harvard Bus. Rev.**, May/June 1957, 35(3), pp. 72-79., "Evaluation of Stock Dividends," **Harvard Bus. Rev.**, July/Aug. 1958, 36(4), pp. 99-114.

⁷⁶ John Ashley, "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results," **J. Polit. Econ.**, Feb. 1962, 70(1), pp. 82-85.

⁷⁷ Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen ve Richard Roll "The Adjustment of Stock Prices to New Information," **International Economic Review** 10(1), Şubat 1969, s. 1-21.

Tez çalışmasında yararlanılan ve olay çalışmasının detaylı olarak prosedürlerini anlatan en son çalışma ise 1997 yılında A. Craig Mackinlay tarafından yayınlanmıştır⁷⁸.

Olay çalışması yöntemi çerçevesinde ilk belirlenmesi gereken “**olay**” olarak hangi konunun inceleneceğidir. Bu bağlamda Tez çalışmasında analiz edilecek konu;

“DYS girişine konu olan İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerin getiri oranlarının söz konusu olaydan etkilenip etkilenmediklerinin araştırılmasıdır”

Bu çerçevede 1993-2009 yılları arasında DYS girişi gerçekleşmiş (Bkz. Tablo 9) şirketlerin ve bu şirketlerin holding şirketlerinin ve/veya iştiraklerinin ve/veya bağlı ortaklıklarının ve/veya grup şirketlerinin hisse senetlerinin getiri oranlarının etkilenip etkilenmediği ve/veya ne yönde etkilendiği gözlenmeye çalışılacaktır. İlgili analiz hem toplu (aggregate) olarak hisse senetlerinin kümülatif getirileri bazında hem de gerçekleşen olay öncesi ve sonrasında dikkate alınacak bir dönem bazında hisse senetlerin ortalama getirileri incelenmek suretiyle yapılacaktır.

Söz konusu etkinin analizinde DYS girişi ile birlikte ilgili hisse senetlerinde oluşacağı düşünülen **Beklenenden Farklı Getiri Oranları** (BFG’ler) ve BFG’lerin toplamından elde edilen **Kümülatif Beklenenden Farklı Getiri Oranları** (KBFG’ler) hesaplanacaktır.

Bir hisse senedine ait Beklenenden Farklı getiri oranı (BFG); ilgili hisse senedini etkileyen bir olayın (DYS girişi) meydana gelmesinden sonra, olay günü (fiili gerçekleşme) de dahil olmak üzere olay günü öncesi ve sonrasındaki günlerden oluşan olay penceresi (dönemi) dahilinde **gerçekleşen getiri oranı** ile aynı zaman diliminde hisse senedinin **beklenen ve/veya tahmin edilen (ortalama) getiri oranı** arasında oluşan farktır. Hisse senedine ait söz konusu beklenen/tahmin edilen getiri oranı, olayın (DYS girişi) meydana gelmemiş olması durumunda gerçekleşeceği düşünülen getiri oranıdır.

⁷⁸ A. Craig Mackinlay, “Event Studies in Economics and Finance”, **Journal of Economic Literature**, Sayı 35, Mart 1997, s. 13-39.

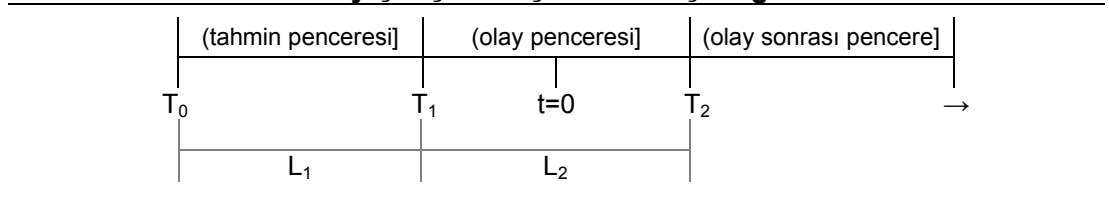
Bu bağlamda i şirketi hisse senedi için t olay gününde hesaplanacak beklenenden farklı getiri oranı

$$BFG_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde i hisse senedi için t gününde (döneminde) X_t olayına (bilgisine) ilişkin olarak ortaya çıkan; beklenenden farklı gerçekleşen getiri BFG_{it} , gerçekleşen (gerçek) getiri R_{it} , beklenen ve/veya tahmin edilen (ortalama) getiri $E(R_{it}|X_t)$ şeklinde tanımlanmaktadır. Bu denklem ile gözlenmek istenen gerçekleşen olay (bu Tez çalışmasında DYS girişi) veya gelen yeni bilgi ile konuyla ilişkili şirketin veya şirketlerin hisse senedi getirileri arasında bir korelasyonun olup olmadığıdır.

Olay çalışması yöntemi dahilinde ölçümlenecek ve analiz edilecek BFG'ler ve KCFG'ler için kullanılacak tahmin ve olay penceresini gösteren zaman çizelgesi ise Tablo 10'da sunulmaktadır.

Tablo 10
Olay Çalışması İçin Zaman Çizelgesi



t = 0 : Olay Günü

T₁<t≤ T₂ : Olay Penceresi (t = T₁ + 1 ile t = T₂ arasındaki dönem)

T₀<t≤ T₁ : Tahmin Penceresi (t = T₀ + 1 ile t = T₁ arasındaki dönem)

Bu bağlamda; L₁ = T₁ – T₀ ve L₂ = T₂ – T₁ olarak ifade edilmektedir.

BFG'ler ve KCFG'ler ile ilgili oranlara ulaşmak için yapılacak **beklenen ve/veya tahmin edilen (ortalama) getiri oranı** ($E(R_{it}|X_t)$) hesaplamalarında faydalanılacak model aşağıda denklemini verilen **Piyasa Modeli** olacaktır.

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad E(e_{it} = 0) \text{ ve } \text{Var}(e_{it}) = \sigma_{e_i}^2 \quad (2)$$

Yukarıdaki denklemlerde;

R_{it} : i firmasının hisse senedinin t günündeki getiri oranı⁷⁹

a_i : i firmasının hisse senedinin sabit terimi (alpha)

b_i : i firmasının hisse senedinin getiri oranının İMKB-100 endeksinin getiri oranı ile ilişkisini gösteren katsayı (beta)

R_{mt} : Pazar portföyü olarak İMKB-100 endeksinin t günündeki getiri oranı

e_{it} : i firmasının hisse senedinin t günündeki hata terimi

olarak tanımlanmaktadır.

Piyasa Modeli değerlerinin hesaplanmasında ve tahmininde kullanılacak En Küçük Kareler yöntemi dahilinde faydalanılacak eşitlikler aşağıda özetlenmiştir.

$$\hat{b}_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\mu}_i)(R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (3)$$

$$\hat{a}_i = \hat{\mu}_i - \hat{b}_i \hat{\mu}_m \quad (4)$$

$$\sigma_{e_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{a}_i - \hat{b}_i R_{mt})^2 \quad (5)$$

Söz konusu bu eşitliklerde

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{it} \quad \text{ve} \quad \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{mt} \quad \text{şeklinde ifade edilmektedir}$$

⁷⁹ i firmasının hisse senedinin t günündeki getirisi; hisse senedinin t günü kapanış değerinin (t-1) günündeki kapanış değerine bölünüp bulunan değerden 1 çıkartılmak suretiyle hesaplanacaktır. Bu bağlamda ilgili hisse senedinin getirisi elde edilirken düzeltilmiş günlük değer değişimi dikkate alınacaktır

İstatistiki özellikleri incelendiğinde BFG'nin bir hata terimi veya kalıntı terim (disturbance term) olarak algılanması söz konusudur. Bu çerçevede Eşitlik (1) dahilinde gösterilen piyasa modeli denklemi dikkate alınırsa örneklem BFG'si;

$$\widehat{BFG}_{it} = R_{it} - \hat{a}_i - \hat{b}_i R_{mt} \quad \widehat{BFG}_{it} \sim N(0, \sigma^2(\widehat{BFG}_{it})) \quad (6)$$

\widehat{BFG}_{it} : i firmasının hisse senedinin olay penceresi dahilindeki t gününde gerçekleşen beklenenden farklı getiri oranı ($t = T_1+1, \dots, T_2$)

şeklinde tanımlanmaktadır. BFG'ler olay penceresindeki pazar portföyü (İMKB-100) getirilerine bağlı olarak sıfır koşullu ortalama (zero conditional mean) ve $\sigma^2(\widehat{BFG}_{it})$ koşullu varyans (conditional variance) ile normal dağılıma sahiptirler. Bu bağlamda;

$$\text{Var}(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma^2(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma_{e_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \quad (7)$$

Eşitlik (7) dahilinde de gösterildiği gibi koşullu varyans ($\sigma^2(\widehat{BFG}_{it})$),

$$\sigma_{e_i}^2 \text{ ve } \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right]$$

olmak üzere iki bölümden meydana gelmektedir. İlk bölüm olan $\sigma_{e_i}^2$ Eşitlik (2)'de de gösterildiği gibi hata teriminin (veya kalıntı teriminin) varyansıdır. İkinci bölümü oluşturan ilave varyans ise a_i ve b_i değerlerindeki örneklem hatasından dolayı ortaya çıkmaktadır. Hata terimlerinin gözlemlenen dönem dışındaki zamanda bağımsız olarak dağılımlarına rağmen, genel olarak tüm olay penceresi gözlemlerinde ortaya çıkan söz konusu örneklem hatası BFG'lerde serisel korelasyona. (serial correlation) da yol açmaktadır. Tahmin penceresinin (L_1) uzunluğu arttıkça, koşullu varyansın ikinci bölümü sıfıra yaklaşmakta ve ilgili değerlerin örneklem hataları kaybolmaktadır. Böylece BFG'ler için varyans sadece $\sigma_{e_i}^2$ olmakta ve BFG'ler (zamanda) bağımsız olarak dağılmaktadırlar. Diğer bir deyişle, tahmin penceresi döneminin koşullu varyansın ikinci bölümünü sıfıra yaklaştıracak şekilde uzun alınması sonucunda Eşitlik (8) oluşmaktadır.

$$\text{Var}(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma^2(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma_{e_i}^2 \quad (8)$$

Tez çalışmasının konusu olan olayın (DYS girişinin ilgili hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığı) araştırılmasının sonucunda genel bir çıkarım yapılabilmesi için ise gözlemlenen BFG'lerin her bir hisse senedi bazında ayrı ayrı incelenmesinden ziyade toplu olarak ele alınması daha anlamlıdır. Bu nedenle BFG'lerin olay penceresi dahilinde yer alan her bir gün için gerçekleşen olay sayısına bağlı ortalamalarının alınarak toplu olarak analizi gerçekleştirilecektir. İlgili hesaplamaların yapılmasında kullanılacak eşitlikler aşağıda sunulmaktadır.

N adet DYS girişi gerçekleşen olay dikkate alınarak olay penceresindeki t gününe (olay gününe) ait toplu örneklem $\overline{\text{BFG}}_t$ (herbir olaya ait ilgili olay gününde gözlenen BFG'lerin ortalaması) hesaplaması:

$$\overline{\text{BFG}}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{BFG}_{it} \quad (9)$$

ve Eşitlik (9)'a bağlı olarak hesaplanan varyans

$$\text{Var}(\overline{\text{BFG}}_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2(\widehat{\text{BFG}}_{it}) \quad \text{veya uzun } L_1 \text{ için } \text{Var}(\overline{\text{BFG}}_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{e_i}^2 \quad (10)$$

şeklindedir.

Olay penceresini oluşturan her bir t günündeki $\overline{\text{BFG}}_t$ 'lerin anlamlılığının (0,01, 0,05 ve 0,10 düzeyinde) testi için kullanılacak olan z kritik değerinin hesaplaması ise

$$z \text{ kritik değeri} = \frac{\overline{\text{BFG}}_t}{\sqrt{\frac{\text{Var}(\overline{\text{BFG}}_t)}{N}}} \sim N(0,1) \quad (11)$$

şeklindedir. Eşitlik (11)'de yer alan $\sqrt{\frac{\text{Var}(\overline{\text{BFG}}_t)}{N}}$ ifadesi Örneklemin Standart Hatasını (SH) ifade etmektedir.

Hesaplanan z kritik değeri (istatistiği) ile test edilecek olan sıfır hipotezi BFG'lerin "0" değerine eşit olmasıdır. Bu çerçevede anlamlılık sınamaları için oluşturulacak test hipotezi:

Sıfır Hipotezi $H_0 : \overline{BFG}_t = 0$ (DYS girişinin etkisi olmamıştır)

Araştırma Hipotezi $H_1 : \overline{BFG}_t \neq 0$ (DYS girişinin etkisi olmuştur)

olarak tanımlanabilir.

Olay penceresi dahilinde gözlemlenen BFG'lerin bir bütün olarak analiz edilmesi ise kümülatif beklenenden farklı getiri oranlarının (KBFG) hesaplanması ile mümkündür. Bu hesaplama için kullanılacak formül aşağıda Eşitlik (12) ve Eşitlik (13)'de sunulmaktadır.

$$\widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \widehat{BFG}_{it} \quad \widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) \sim N(0, \sigma_i^2(t_1, t_2)) \quad (12)$$

$\widehat{KBFG}_i(t_1, t_2)$: i firmasının hisse senedinin t_1 günü ile t_2 günü arasındaki beklenenden farklı gerçekleşen kümüle (toplam) getiri oranı olup, t_1 ve t_2 ; $T_1 < t_1 \leq t_2 \leq T_2$ şeklinde ifade edilmektedir.

ve

$$\text{Var } \widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) = \sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{e_i}^2 \quad (13)$$

şeklinde tanımlanmaktadır.

Eşitlik (12) ve Eşitlik (13) veya Eşitlik (9) ve Eşitlik (10) dikkate alınır, anlamlılık testi için kullanılacak KBFG'lerin ortalamaları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\overline{KBFG}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) \quad \text{veya} \quad \overline{KBFG}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{BFG}_t \quad (14)$$

ve

$$\text{Var}(\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2) \text{ veya } \text{Var}(\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \text{Var}(\overline{\text{BFG}}_t) \quad (15)$$

olup, KBFG'lerin dağılımı

$$\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2) \sim N[0, \text{Var}(\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2))]$$

şeklindedir.

Bu çerçevede sıfır hipotezinin (H_0) testi için faydalanılacak formül Eşitlik (16)'da verilmektedir.

$$\theta_1 = \frac{\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2)}{\sqrt{\text{Var}(\overline{\text{KBFG}}(t_1, t_2))}} \sim N(0,1) \quad (16)$$

3.5. Analiz İçin Kullanılan Parametreler ve Ampirik Bulgular

Tez konusunun araştırılmasında (DYS girişinin etkisinin olup olmadığı) faydalanılacak olan “olay çalışması” yöntemi ve bu yöntem ile (yukarıda detaylandırılan formüller bağlamında) hesaplanacak BFG ve KBFG değerlerinin çeşitli düzeylerdeki anlamlılığının testi için kullanılacak “z istatistiği” için dikkate alınacak parametreler bu bölümde açıklanmaktadır.

Tablo 9'dan de izleneceği gibi inceleme dönemi olarak seçilen 1993-2009 yılları arasında (ilgili yıllar da dahil olmak üzere) İMKB'de işlem gören şirketlere yönelik DYS girişine konu toplam 70 olay gerçekleşmiştir. Daha öncede belirtildiği gibi hedef şirketler ile bu şirketlerin dolaylı ve dolaysız ortaklıkları, grup şirketleri ve iştirakleri göz önüne alındığında, ilgili dönem aralığında toplam olarak 100 adet şirketin hisse senedinin DYS girişi ile ilgili işlemlerden etkilenmesi muhtemeldir.

Hisse satış işlemlerine ilişkin süreçlerde “**Satışın Açıklanma Tarihi**” ve “**İlk Açıklanma Tarihi**” olmak üzere 2 açıklama gününün önem arz ettiği düşünülmektedir. Bunlardan “Satışın Açıklanma Tarihi” İMKB’nin web sitesinde Şirket Haberleri (<http://imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>) bölümünde yayınlanan şirketlerin hisse senetlerinin satışına ilişkin “hisse satış anlaşması”, “hissedarlar anlaşması” ve/veya benzer hukuki dokümanların imzalandığı tarihi (günü) ifade etmektedir. “İlk Açıklanma Tarihi” ise yine İMKB’nin web sitesinde Şirket Haberleri bölümünde yayınlanan şirketler hakkındaki günlük haberler veya açıklamalar dahilinde hisse senetlerinin satışına ve/veya satış niyetine yönelik yapılan ilk açıklama tarihini (günü) ifade etmektedir. Bu bağlamda yapılacak çalışmada “Satışın Açıklanma Tarihi” ve “İlk Açıklanma Tarihi” ayrı ayrı “olay günü” (Tablo 10 dahilinde $t=0$ veya t_0 olarak ifade edilen gün) olarak kabul edilecektir. “Olay Penceresi” dönemi (Tablo 10 dahilinde $t = T_1 + 1$ ile $t = T_2$ arasındaki zaman dilimi veya L_2 olarak ifade edilmektedir) ise Olay Günü’nden 20 gün önceki ve sonraki ($t_0 \pm 20$) günleri kapsayacak şekilde oluşturulacaktır. Olay Penceresi’nin toplamda 41 günlük bir dönemden meydana gelmesinin amacı DYS girişi öncesi ve sonrasındaki dönemlerde hisse senedi getiri oranlarının ne şekilde etkilendiğinin gözlenmesidir.

Hedef şirketlerin ve bu şirketlerin ilişkili olduğu grup şirketlerinin hisse senetlerinin getiri oranlarının analizi yapılarak hesaplanacak tahmini değerler için kullanılacak “Tahmin Penceresi” ise Olay Penceresi öncesindeki 120 ve 240 günlük dönemler (Tablo 10 dahilinde $t = T_0 + 1$ ile $t = T_1$ arasındaki zaman dilimi veya L_1 olarak ifade edilmektedir) olarak dikkate alınacaktır. İki farklı Tahmin Penceresi oluşturulmasındaki amaç \hat{b}_1 ve \hat{a}_1 hesaplamalarında tahmin döneminin etkisinin olup olmadığının incelenmesidir.

Tahmin Penceresi ve Olay Penceresi oluşturulduktan sonra araştırmaya dahil edilecek şirketlerin seçimi önem taşımaktadır. Bu aşamada hem “Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketlerin Hisse Senedi Getiri Oranları” hem de “DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketlerinin Hisse Getiri Oranları” analiz edilecektir. Bu çerçevede Tablo 9’da da sunulan işlemler içinde “Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketlerin” sayısı 42 iken “DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketlerinin” sayısı da Olay Günü’nün İlk Açıklanma Tarihi olduğunda 98, Olay Günü’nün Satışın Açıklama Tarihi olduğunda ise 100 adet

olarak tespit edilmektedir. Ancak bu noktada açıklama gerektiren bir konu mevcuttur. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketlerinin sayısı belirlenirken (i) aynı tarihlerde farklı hisse satış işlemlerine konu olan grup şirketleri sadece bir şirket olarak sayılmış, (ii) birden fazla ama farklı tarihlerde DYS girişine konu olmuş şirketler için her bir işlem ayrı (1 adet) olarak dikkate alınmış ve (iii) kontrol hissesi satışına yönelik olduğu ve/veya hisse fiyatını etkilediği düşünülen işlemler de (azınlık hisse satışı olsa bile) ilgili hesaplamalara dahil edilmiştir. Burada belirtilen ayırımın yapılmasının amacı Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketlerin incelenmesi durumunda örneklem büyüklüğünün yetersiz kalabileceğinin düşünülmesidir. Grup şirketlerinin de analize dahil edilerek örneklem büyüklüğünün genişletilecek ve aynı zamanda da Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler ile yapılacak analizde ne gibi farklılıklar ortaya çıkabileceği gözlenecektir.

Söz konusu hisse senetlerinin getiri oranlarının dolayısıyla da BFG ve KBFG'lerin hesaplanmasında kullanılan günlük verilerde ise hem TL hem de USD bazındaki (getiri) değerler kullanılarak analizler yapılacaktır. TL ve USD olarak iki farklı döviz kurunun göz önünde tutulmasının amacı 1993-2009 yılları arasındaki dönemde ekonomisinde krizler yaşamış olan Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinin TL fiyatlarının yanı sıra sağlam para veya sağlam döviz (hard currency) olarak kabul edilen USD bazında da hesaplanmasıdır. Böylelikle TL ve USD fiyatlarla yapılan getiri hesaplamalarının farklılıkları ve sonuçlara etkisi incelenebilecektir.

Son olarak da yukarıda belirtilen parametreler dikkate alınarak elde edilecek BFG'ler ve KBFG'ler ile bunların z kritik değerlerine 0,01, 0,05 ve 0,10 düzeylerinde anlamlılık testi uygulanacak ve bu sayede DYS girişinin etkisinin olup olmadığı tespit edilmeye çalışılacaktır.

Sonuçların Değerlendirilmesi:

1993-2009 yılları arasında DYS girişine konu olan şirketlerin ve bu şirketlerle ilişkili Grup Şirketlerinin hisse getiri oranları ile yukarıda belirtilen parametreler dikkate alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda toplam 16 adet Analiz Kriteri

oluşturulmuştur (Bkz. Tablo 12 ve Tablo 13). Söz konusu Analiz Kriterleri ile ilgili hiyerarşik sıralama aşağıda Tablo 11’de sunulmaktadır.

Tablo 11
Analiz Kriterleri ile İlgili Hiyerarşik Sıralama

- 1. Olay Günü (t_0): Satışın Açıklanma Tarihi**
 - 1.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri**
 - 1.1.1. Tahmin Penceresi (L_1) = 120 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 1.1.2. Tahmin Penceresi (L_1) = 240 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 1.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler**
 - 1.2.1. Tahmin Penceresi (L_1) = 120 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 1.2.2. Tahmin Penceresi (L_1) = 240 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 2. Olay Günü (t_0): İlk Açıklanma Tarihi**
 - 2.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri**
 - 2.1.1. Tahmin Penceresi (L_1) = 120 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 2.1.2. Tahmin Penceresi (L_1) = 240 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 2.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler**
 - 2.2.1. Tahmin Penceresi (L_1) = 120 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - 2.2.2. Tahmin Penceresi (L_1) = 240 gün**
 - a. TL Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
 - b. USD Bazında Pazar Portföyü (İMKB–100 endeksinin) ve Hisse Senedi Getiri Oranları
-

Tablo 12
Analiz Kriteri 1. Olay Günü (t_0): Satışın Açıklanma Tarihi Olması Durumunda Hesaplanan
BFG ve KBFG Değerleri ile Anlamlılık Düzeyleri

Analiz Kriteri	1.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri (N=100)								1.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler (N=42)								Analiz Kriteri
	1.1.1. $L_1 = 120$				1.1.2. $L_1 = 240$				1.2.1. $L_1 = 120$				1.2.2. $L_1 = 240$				
	a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		
	t	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	
-20	-0,0006	-0,0006	-0,0008	-0,0008	-0,0006	-0,0006	-0,0008	-0,0008	0,0023	0,0023	0,0020	0,0020	0,0024	0,0024	0,0022	0,0022	-20
-19	0,0080 *	0,0074 **	0,0078 *	0,0078 *	0,0070 **	0,0079 *	0,0072 *	0,0079 *	0,0075 ***	0,0098	0,0079 **	0,0098	0,0074 *	0,0098 ***	0,0079 *	0,0101 ***	-19
-18	0,0051 *	0,0125 *	0,0053 *	0,0123 **	0,0045 *	0,0117 *	0,0046 *	0,0117 *	0,0028	0,0126	0,0031	0,0129	0,0020	0,0119	0,0023	0,0124	-18
-17	0,0029 ***	0,0154 **	0,0028 ***	0,0151 **	0,0019 ***	0,0136 *	0,0021 ***	0,0138 *	0,0010	0,0136	0,0014	0,0143	0,0003	0,0122	0,0008	0,0133	-17
-16	0,0012	0,0166 **	0,0010	0,0161 **	0,0021 **	0,0157 *	0,0019 ***	0,0157 *	-0,0010	0,0126	-0,0005	0,0138	0,0003	0,0125	0,0007	0,0140	-16
-15	-0,0016	0,0150 ***	-0,0021	0,0140	-0,0017 ***	0,0140 **	-0,0022 **	0,0135 **	-0,0027	0,0098	-0,0029	0,0109	-0,0023	0,0102	-0,0024	0,0116	-15
-14	0,0034 **	0,0183 ***	0,0036 **	0,0177	0,0034 *	0,0173 **	0,0036 *	0,0171 **	0,0021	0,0119	0,0023	0,0132	0,0023	0,0126	0,0026	0,0142	-14
-13	0,0064 *	0,0247 **	0,0064 *	0,0241 **	0,0064 *	0,0238 *	0,0064 *	0,0235 *	-0,0046	0,0074	-0,0044	0,0088	-0,0043 ***	0,0083	-0,0040 ***	0,0102	-13
-12	0,0025 ***	0,0272 **	0,0028 ***	0,0269 ***	0,0025 **	0,0262 *	0,0028 *	0,0263 *	0,0024	0,0098	0,0025	0,0113	0,0026	0,0109	0,0030	0,0132	-12
-11	-0,0035 **	0,0237	-0,0038 *	0,0231	-0,0035 **	0,0228 **	-0,0035 *	0,0228 **	-0,0045	0,0053	-0,0053	0,0060	-0,0041 ***	0,0069	-0,0043	0,0089	-11
-10	0,0034 **	0,0271 ***	0,0035 **	0,0266	0,0027 *	0,0254 **	0,0027 *	0,0255 **	0,0034	0,0087	0,0038	0,0099	0,0020	0,0089	0,0021	0,0110	-10
-9	0,0081 *	0,0353 **	0,0085 *	0,0351 **	0,0083 *	0,0338 *	0,0086 *	0,0341 *	0,0079 *	0,0165	0,0083 *	0,0182	0,0083 *	0,0172	0,0085 *	0,0195	-9
-8	0,0040 *	0,0392 **	0,0039 *	0,0390 **	0,0040 *	0,0378 *	0,0036 *	0,0377 *	0,0050	0,0215	0,0043	0,0225	0,0050 **	0,0222	0,0043 ***	0,0238	-8
-7	0,0013	0,0405 **	0,0008	0,0398 ***	0,0012	0,0390 *	0,0007	0,0384 *	0,0046	0,0261	0,0040	0,0265	0,0047 ***	0,0269	0,0042	0,0279	-7
-6	-0,0037 *	0,0368 ***	-0,0036 *	0,0361	-0,0040 *	0,0350 **	-0,0039 *	0,0346 **	-0,0017	0,0244	-0,0010	0,0255	-0,0018	0,0250	-0,0014	0,0266	-6
-5	0,0058 *	0,0426 ***	0,0056 *	0,0417 ***	0,0049 *	0,0400 **	0,0048 *	0,0394 **	0,0047	0,0290	0,0044	0,0300	0,0040	0,0291	0,0039	0,0305	-5
-4	0,0052 *	0,0479 ***	0,0056 *	0,0473 ***	0,0055 *	0,0455 *	0,0057 *	0,0451 **	0,0120 *	0,0410	0,0122 *	0,0422	0,0126 *	0,0417	0,0128 *	0,0432	-4
-3	0,0022	0,0501 ***	0,0019	0,0492 ***	0,0025 **	0,0480 **	0,0019	0,0470 **	0,0067 ***	0,0477	0,0064 ***	0,0485	0,0070 *	0,0487	0,0068 **	0,0500	-3
-2	0,0044 *	0,0545 **	0,0043 *	0,0535 ***	0,0046 *	0,0526 **	0,0045 *	0,0515 *	0,0128 *	0,0605	0,0125 *	0,0610	0,0132 *	0,0619	0,0128 *	0,0628	-2
-1	0,0160 *	0,0705 **	0,0155 *	0,0690 **	0,0160 *	0,0686 *	0,0158 *	0,0673 *	0,0107 *	0,0712	0,0099 *	0,0709	0,0109 *	0,0728	0,0105 *	0,0733	-1
0	0,0069 *	0,0774 **	0,0065 *	0,0755 **	0,0072 *	0,0757 *	0,0068 *	0,0740 *	0,0082 **	0,0794	0,0073 **	0,0783	0,0077 *	0,0805	0,0071 *	0,0804	0
+1	0,0049 *	0,0822 **	0,0050 *	0,0805 **	0,0048 *	0,0806 *	0,0047 *	0,0788 *	0,0049	0,0843	0,0051	0,0834	0,0049 **	0,0854	0,0052 **	0,0856	+1
+2	-0,0041 *	0,0781 **	-0,0039 *	0,0766 **	-0,0043 *	0,0763 *	-0,0041 *	0,0747 *	-0,0114 *	0,0729	-0,0111 *	0,0723	-0,0117 *	0,0737	-0,0115 *	0,0741	+2
+3	-0,0056 *	0,0725 **	-0,0059 *	0,0707 **	-0,0058 *	0,0705 *	-0,0059 *	0,0688 *	-0,0051	0,0678	-0,0051	0,0672	-0,0051 **	0,0686	-0,0050 ***	0,0690	+3
+4	-0,0054 *	0,0671 ***	-0,0053 *	0,0654 ***	-0,0057 *	0,0648 **	-0,0060 *	0,0628 **	-0,0052	0,0626	-0,0048	0,0624	-0,0059 **	0,0627	-0,0058 **	0,0632	+4
+5	-0,0095 *	0,0576	-0,0094 *	0,0560	-0,0093 *	0,0555 **	-0,0091 *	0,0538 **	-0,0084 **	0,0542	-0,0085 *	0,0538	-0,0076 *	0,0551	-0,0075 *	0,0557	+5
+6	-0,0036 *	0,0540	-0,0036 *	0,0523	-0,0030 *	0,0525 ***	-0,0029 *	0,0509 ***	-0,0066 **	0,0476	-0,0067 ***	0,0471	-0,0055 **	0,0496	-0,0054 **	0,0502	+6
+7	-0,0031 **	0,0509	-0,0033 **	0,0490	-0,0025 *	0,0500 ***	-0,0027 *	0,0482 ***	-0,0035	0,0442	-0,0034	0,0437	-0,0027	0,0469	-0,0027	0,0475	+7
+8	-0,0013	0,0496	-0,0009	0,0481	-0,0013	0,0487 ***	-0,0011	0,0471	0,0016	0,0458	0,0020	0,0457	0,0017	0,0486	0,0019	0,0494	+8
+9	-0,0009	0,0487	-0,0015	0,0466	-0,0004	0,0483	-0,0006	0,0465	-0,0027	0,0431	-0,0031	0,0426	-0,0019	0,0467	-0,0019	0,0475	+9
+10	0,0020	0,0507	0,0019	0,0485	0,0026 *	0,0509	0,0026 *	0,0491	0,0027	0,0458	0,0023	0,0448	0,0031	0,0498	0,0029	0,0504	+10
+11	-0,0084 *	0,0423	-0,0085 *	0,0400	-0,0081 *	0,0428	-0,0082 *	0,0409	-0,0108 *	0,0350	-0,0107 *	0,0341	-0,0097 *	0,0401	-0,0096 *	0,0408	+11
+12	0,0020	0,0443	0,0018	0,0418	0,0022 **	0,0450	0,0021 **	0,0429	-0,0012	0,0338	-0,0016	0,0325	-0,0010	0,0391	-0,0014	0,0394	+12
+13	0,0000	0,0444	-0,0003	0,0415	-0,0002	0,0448	-0,0003	0,0426	0,0011	0,0349	0,0017	0,0342	0,0014	0,0405	0,0021	0,0415	+13
+14	-0,0014	0,0430	-0,0018	0,0396	-0,0009	0,0439	-0,0011	0,0415	-0,0052	0,0297	-0,0057	0,0285	-0,0046 ***	0,0359	-0,0046 ***	0,0369	+14
+15	0,0001	0,0431	0,0008	0,0404	-0,0003	0,0436	0,0000	0,0415	-0,0043	0,0255	-0,0027	0,0258	-0,0045 ***	0,0315	-0,0036	0,0333	+15
+16	-0,0021	0,0410	-0,0028 **	0,0377	-0,0023 **	0,0413	-0,0030 *	0,0385	0,0022	0,0277	0,0011	0,0270	0,0018	0,0332	0,0011	0,0344	+16
+17	0,0026 ***	0,0437	0,0027 ***	0,0403	0,0027 *	0,0440	0,0026 **	0,0411	0,0050	0,0327	0,0056	0,0325	0,0053 **	0,0385	0,0057 **	0,0401	+17
+18	-0,0022	0,0415	-0,0018	0,0385	-0,0019 ***	0,0420	-0,0017 ***	0,0393	-0,0053	0,0274	-0,0046	0,0280	-0,0053 **	0,0332	-0,0049 **	0,0352	+18
+19	-0,0022	0,0392	-0,0016	0,0369	-0,0016 ***	0,0404	-0,0014	0,0379	-0,0028	0,0246	-0,0019	0,0261	-0,0030	0,0302	-0,0025	0,0326	+19
+20	-0,0004	0,0388	-0,0005	0,0364	-0,0002	0,0402	0,0000	0,0379	-0,0097 *	0,0148	-0,0092 *	0,0168	-0,0086 *	0,0217	-0,0081 *	0,0245	+20

İstatistiksel Olarak Anlamlılık Düzeyleri ve İlgili Değer Adetleri	18	2	19	0	24	16	25	15	7	0	8	0	11	0	10	0	(0,01) *
* (0,01)	4	13	4	12	5	9	3	10	3	0	2	0	7	0	6	0	(0,05) **
** (0,05)	3	8	3	7	4	3	3	2	2	0	2	0	5	1	4	1	(0,10) ***
*** (0,10)	25	23	26	19	33	28	31	27	12	0	12	0	23	1	20	1	Toplam

* 0,01 düzeyinde anlamlılık ** 0,05 düzeyinde anlamlılık *** 0,10 düzeyinde anlamlılık

Tablo 13
Analiz Kriteri 2. Olay Günü (t_0): İlk Açıklanma Tarihi Olması Durumunda Hesaplanan
BFG ve KBFG Değerleri ile Anlamlılık Düzeyleri

Analiz Kriteri	2.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri								2.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler								Analiz Kriteri
	2.1.1. $L_1 = 120$				2.1.2. $L_1 = 240$				2.2.1. $L_1 = 120$				2.2.2. $L_1 = 240$				
	a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		a. TL		b. USD		
	t	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	KBFG	BFG	
-20	0,0055 *	0,0055 *	0,0054 *	0,0054 *	0,0057 *	0,0057 *	0,0053 *	0,0053 *	0,0042	0,0042	0,0041	0,0041	0,0043	0,0043	0,0038	0,0038	-20
-19	0,0032 **	0,0087 *	0,0028	0,0082 **	0,0032 *	0,0089 *	0,0030 **	0,0083 *	0,0028	0,0069	0,0019	0,0061	0,0028	0,0072	0,0025	0,0064	-19
-18	0,0016	0,0103 **	0,0016	0,0098 **	0,0017 ***	0,0106 *	0,0018 ***	0,0102 *	0,0033	0,0102	0,0035	0,0096	0,0036	0,0107	0,0040	0,0104	-18
-17	0,0060 *	0,0163 *	0,0067 *	0,0165 *	0,0060 *	0,0166 *	0,0066 *	0,0168 *	0,0153 *	0,0255 ***	0,0163 *	0,0259 ***	0,0158 *	0,0265 *	0,0167 *	0,0271 **	-17
-16	-0,0006	0,0157 **	-0,0012	0,0153 **	-0,0004	0,0162 *	-0,0011	0,0156 *	-0,0029	0,0226	-0,0040	0,0219	-0,0031	0,0234 ***	-0,0042	0,0228 ***	-16
-15	0,0055 *	0,0212 **	0,0056 *	0,0208 **	0,0058 *	0,0219 *	0,0058 *	0,0215 *	0,0077 ***	0,0303	0,0079 ***	0,0297	0,0077 **	0,0311 **	0,0082 *	0,0310 ***	-15
-14	0,0052 *	0,0264 **	0,0052 *	0,0260 **	0,0054 *	0,0273 *	0,0053 *	0,0268 *	0,0088 *	0,0391	0,0086 *	0,0383	0,0088 *	0,0399 **	0,0087 *	0,0397 **	-14
-13	-0,0029 **	0,0235 **	-0,0031 **	0,0229 ***	-0,0027 *	0,0246 *	-0,0027 *	0,0241 *	-0,0019	0,0372	-0,0020	0,0363	-0,0019	0,0380 ***	-0,0016	0,0381 ***	-13
-12	0,0024 ***	0,0259 **	0,0021	0,0250 **	0,0029 *	0,0275 *	0,0027 *	0,0267 *	-0,0010	0,0362	-0,0017	0,0346	-0,0007	0,0372 ***	-0,0014	0,0367	-12
-11	-0,0007	0,0252 ***	-0,0011	0,0239	-0,0007	0,0268 *	-0,0010	0,0257 **	0,0003	0,0365	-0,0001	0,0345	0,0001	0,0373	-0,0004	0,0363	-11
-10	0,0096 *	0,0348 **	0,0099 *	0,0338 **	0,0096 *	0,0364 *	0,0097 *	0,0354 *	0,0123 *	0,0489	0,0127 *	0,0472	0,0124 *	0,0497 ***	0,0126 *	0,0489 ***	-10
-9	0,0017	0,0364 **	0,0018	0,0355 **	0,0018 **	0,0382 *	0,0019 **	0,0373 *	0,0028	0,0517	0,0029	0,0501	0,0033	0,0530 ***	0,0035	0,0523 ***	-9
-8	0,0015	0,0380 **	0,0019	0,0374 **	0,0019 **	0,0401 *	0,0020 **	0,0394 *	0,0020	0,0538	0,0020	0,0521	0,0027	0,0557 ***	0,0027	0,0550 ***	-8
-7	0,0024 ***	0,0403 **	0,0023	0,0397 ***	0,0026 *	0,0428 *	0,0024 **	0,0418 *	-0,0001	0,0536	-0,0003	0,0518	-0,0007	0,0550	-0,0008	0,0542	-7
-6	-0,0011	0,0393 ***	-0,0008	0,0388 ***	-0,0011	0,0417 *	-0,0009	0,0409 *	-0,0037	0,0500	-0,0028	0,0491	-0,0034	0,0516	-0,0028	0,0514	-6
-5	0,0095 *	0,0488 **	0,0093 *	0,0482 **	0,0100 *	0,0517 *	0,0098 *	0,0507 *	0,0059	0,0559	0,0048	0,0539	0,0064 **	0,0579	0,0054 ***	0,0569	-5
-4	0,0094 *	0,0582 **	0,0096 *	0,0578 **	0,0094 *	0,0610 *	0,0095 *	0,0602 *	0,0091 *	0,0650	0,0094 *	0,0633	0,0085 *	0,0665	0,0089 *	0,0657	-4
-3	0,0069 *	0,0651 **	0,0069 *	0,0648 **	0,0074 *	0,0684 *	0,0072 *	0,0675 *	0,0094 *	0,0744	0,0096 *	0,0729	0,0098 *	0,0763 ***	0,0100 *	0,0757 ***	-3
-2	0,0031 **	0,0682 **	0,0032 **	0,0679 **	0,0035 *	0,0720 **	0,0037 *	0,0712 *	0,0121 *	0,0866	0,0125 *	0,0854	0,0131 *	0,0894 **	0,0134 *	0,0891 ***	-2
-1	0,0046 *	0,0729 **	0,0047 *	0,0727 **	0,0048 *	0,0768 *	0,0050 *	0,0762 *	0,0108 *	0,0974	0,0112 *	0,0966	0,0112 *	0,1006 **	0,0117 *	0,1008 **	-1
0	0,0270 *	0,0999 *	0,0270 *	0,0997 *	0,0274 *	0,1042 *	0,0271 *	0,1033 *	0,0427 *	0,1401 **	0,0428 *	0,1394 ***	0,0427 *	0,1433 **	0,0425 *	0,1433 *	0
+1	0,0190 *	0,1189 *	0,0189 *	0,1186 *	0,0192 *	0,1234 *	0,0190 *	0,1223 *	0,0165 *	0,1566 **	0,0163 *	0,1557 **	0,0165 *	0,1598 *	0,0164 *	0,1597 *	+1
+2	0,0070 *	0,1259 *	0,0068 *	0,1254 *	0,0068 *	0,1302 *	0,0068 *	0,1291 *	0,0132 *	0,1698 **	0,0129 *	0,1687 **	0,0133 *	0,1731 *	0,0132 *	0,1730 *	+2
+3	0,0051 *	0,1310 *	0,0052 *	0,1306 *	0,0051 *	0,1354 *	0,0053 *	0,1343 *	0,0142 *	0,1840 **	0,0143 *	0,1830 **	0,0145 *	0,1876 *	0,0146 *	0,1876 *	+3
+4	-0,0012	0,1299 *	-0,0012	0,1295 *	-0,0003	0,1351 *	-0,0006	0,1338 *	-0,0037	0,1803 **	-0,0032	0,1798 **	-0,0029	0,1847 *	-0,0026	0,1850 *	+4
+5	0,0046 *	0,1345 *	0,0043 *	0,1337 *	0,0046 *	0,1398 *	0,0043 *	0,1381 *	0,0055 ***	0,1858 **	0,0045	0,1843 **	0,0055 **	0,1901 *	0,0044 **	0,1894 *	+5
+6	0,0029 **	0,1374 *	0,0028 **	0,1365 *	0,0033 *	0,1430 *	0,0030 *	0,1410 *	0,0041	0,1899 **	0,0034	0,1877 **	0,0043 **	0,1944 *	0,0036 ***	0,1930 *	+6
+7	0,0006	0,1380 *	0,0002	0,1367 *	0,0004	0,1435 *	0,0002	0,1412 *	0,0028	0,1928 **	0,0026	0,1903 **	0,0026	0,1970 *	0,0026	0,1956 *	+7
+8	-0,0011	0,1370 *	-0,0012	0,1355 *	-0,0002	0,1432 *	-0,0005	0,1408 *	-0,0028	0,1900 **	-0,0032	0,1871 ***	-0,0019	0,1951 *	-0,0022	0,1934 *	+8
+9	0,0003	0,1373 *	0,0000	0,1355 *	0,0006	0,1439 *	0,0006	0,1413 *	0,0034	0,1934 **	0,0034	0,1905 **	0,0038	0,1989 *	0,0038	0,1972 *	+9
+10	-0,0057 *	0,1316 *	-0,0057 *	0,1299 *	-0,0052 *	0,1387 *	-0,0052 *	0,1362 *	-0,0037	0,1897 ***	-0,0035	0,1870 ***	-0,0040	0,1949 *	-0,0039 ***	0,1933 *	+10
+11	0,0021 ***	0,1337 *	0,0026 **	0,1324 *	0,0023 **	0,1410 *	0,0026 **	0,1388 *	0,0090 *	0,1987 ***	0,0101 *	0,1972 ***	0,0094 *	0,2043 *	0,0103 *	0,2037 *	+11
+12	-0,0031 **	0,1305 *	-0,0030 **	0,1294 *	-0,0027 *	0,1382 *	-0,0026 *	0,1362 *	-0,0068 **	0,1919 ***	-0,0067 **	0,1905 ***	-0,0065 *	0,1978 *	-0,0062 *	0,1975 **	+12
+13	-0,0011	0,1295 *	-0,0016	0,1278 *	-0,0008	0,1375 *	-0,0012	0,1351 *	0,0055	0,1974 ***	0,0056	0,1961 ***	0,0067 *	0,2045 *	0,0066 *	0,2041 **	+13
+14	-0,0042 **	0,1253 **	-0,0043 **	0,1235 **	-0,0031 *	0,1344 *	-0,0032 *	0,1318 *	-0,0066 ***	0,1908 ***	-0,0065	0,1896	-0,0056 **	0,1990 **	-0,0054 ***	0,1988 **	+14
+15	-0,0027 ***	0,1225 **	-0,0025 **	0,1211 **	-0,0027 **	0,1317 *	-0,0025 **	0,1293 *	-0,0042	0,1867	-0,0037	0,1859	-0,0039	0,1951 **	-0,0037	0,1951 **	+15
+16	-0,0067 *	0,1158 **	-0,0067 *	0,1144 **	-0,0064 *	0,1254 *	-0,0065 *	0,1228 *	-0,0101 *	0,1765	-0,0100 *	0,1760	-0,0103 *	0,1847 **	-0,0100 *	0,1851 **	+16
+17	-0,0009	0,1149 **	-0,0014	0,1129 **	-0,0007	0,1246 *	-0,0014	0,1214 *	-0,0005	0,1760	-0,0011	0,1749	-0,0003	0,1845 **	-0,0008	0,1843 **	+17
+18	0,0060 *	0,1209 **	0,0057 *	0,1186 **	0,0063 *	0,1310 *	0,0059 *	0,1273 *	0,0026	0,1787	0,0026	0,1776	0,0028	0,1872 **	0,0027	0,1870 **	+18
+19	-0,0013	0,1196 **	-0,0010	0,1176 **	-0,0010	0,1300 *	-0,0009	0,1264 *	0,0014	0,1801	0,0021	0,1797	0,0014	0,1887 **	0,0019	0,1889 **	+19
+20	0,0025 ***	0,1221 **	0,0020	0,1196 **	0,0023 **	0,1323 *	0,0022 **	0,1286 *	0,0080 **	0,1881	0,0074 **	0,1871	0,0075 *	0,1962 **	0,0070 *	0,1959 **	+20

İstatistiksel Olarak Anlamlılık Düzeyleri ve İlgili Değer Adetleri																	
* (0,01)	17	17	17	16	25	41	24	40	13	0	13	0	16	15	17	12	(0,01) *
** (0,05)	6	22	6	20	5	0	6	1	2	10	2	7	5	11	1	12	(0,05) **
*** (0,10)	5	2	0	4	1	0	1	0	3	6	1	8	0	7	4	8	(0,10) ***
Toplam	28	41	23	40	31	41	31	41	18	16	16	15	21	33	22	32	Toplam

* 0,01 düzeyinde anlamlılık ** 0,05 düzeyinde anlamlılık *** 0,10 düzeyinde anlamlılık

Tablo 12'den de izleneceği gibi Analiz Kriteri 1. Satışın Açıklanma Tarihi göz önünde bulundurularak oluşturulan Olay Penceresi dahilinde hesaplanan BFG'ler ve KBFG'ler incelendiğinde,

Analiz Kriteri 1.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri için:

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 120 gün olduğu Analiz Kriteri 1.1.1.'de hem TL bazında hem de USD bazında hesaplanan BFG'lerin t_0-14 ve t_0+7 günlerini içeren 22 günlük dönemde (t_0-3 günü hariç) istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu dönemde " $H_0 = \text{DYS girişinin etkisi olmamıştır}$ " Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. t_0-14 ve t_0-9 arasındaki günlerde (6 günlük dönem) 0,05 ve 0,1 düzeyinde anlamlılık bulunurken, t_0-9 ve t_0+6 arasındaki günlerde (16 günlük dönem ve t_0-3 ve t_0-7 günleri hariç olmak üzere) 0,01 düzeyinde daha kuvvetli bir anlamlılık gözlenmektedir. İlgili 22 günlük dönem içerisinde BFG'ler; t_0+1 günü (bu gün de dahil olmak üzere) öncesi için t_0-6 ve t_0-11 günleri haricinde pozitif (+) olarak hesaplanırken, t_0+2 günü (bu gün de dahil olmak üzere) sonrasında negatif (-) olarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla Analiz Kriteri 1 dahilinde DYS girişinin t_0-14 gününden Olay Günü (t_0) ve Olay Günü sonrasındaki güne (t_0+1) kadar olumlu etkisinin bulunduğu, t_0+2 günü ve sonrasında ise hisse fiyatlarının olumsuz etkilendiği görülmektedir. Bunun sebebinin yatırımcıların Olay Günü'ne kadar hisse senedi fiyatındaki artıştan kazanç sağladığı ve hisse satış işleminin gerçekleşmesinden sonra elde ettikleri kazançları realize etmeye başladıkları düşünülmektedir. Analiz Kriteri 1 dahilindeki KBFG'ler incelendiğinde ise Olay Günü ve öncesindeki 19 günlük dönem (t_0 ve t_0-19 arasındaki dönem) ile Olay Günü sonrasındaki 4 günlük dönemde (t_0 ve t_0+4 arasındaki dönem) 0,05 ve 0,10 düzeylerinde anlamlılık saptanmaktadır. Bu bağlamda, KBFG'ler bazında DYS girişinin Olay Günü öncesinde etkisi olmak ile birlikte, Olay Günü sonrasında sadece 4 günlük kısa bir dönem için etkili olduğu gözlenmektedir.

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 240 gün olduğu Analiz Kriteri 1.1.2.'deki sonuçlar da, bir önceki paragrafta Analiz Kriteri 1.1.1.'de elde edilen bulgularla paralellik göstermektedir. Ancak, bu analiz kriterinde hesaplanan BFG'lerin ve KBFG'lerin istatistiksel olarak anlamlılık düzeyleri daha kuvvetli (0.01 düzeyinde

daha fazla istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen BFG ve KBFG değerleri mevcuttur) ve süreklilik arz eden bir yapıdadır.

Analiz Kriteri 1.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler için:

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 120 gün olduğu Analiz Kriteri 1.2.1.'de, hem TL bazında hem de USD bazında hesaplanan BFG'lerin t_0-4 ve t_0+2 günlerini (t_0+1 hariç) içeren 5 günlük dönemde istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu dönemde Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 240 gün olduğu Analiz Kriteri 1.2.2.'de ise hem TL bazında hem de USD bazında hesaplanan BFG'ler daha uzun ve sürekli olarak t_0-4 ve t_0+6 günlerini içeren 11 günlük dönemde anlamlılık göstermektedir. İlgili analiz kriterlerinde yer alan KBFG'ler de ise istatistiksel olarak anlamlılığın olmadığı gözlenmektedir.

Analiz Kriteri 1.1. ve Analiz Kriteri 1.2'ye genel olarak bakıldığında Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 240 gün olduğu analizlerdeki getiri değerlerinde daha kuvvetli ve sürekli anlamlılık seviyelerine rastlanmaktadır. Ayrıca DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri'nin BFG ve KBFG değerlerini kapsayan olay penceresinde özellikle Olay Günü öncesi ve sonrasında daha kuvvetli, uzun ve sürekli anlamlılık seviyeleri saptanırken, Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler için Sıfır Hipotezi Olay Günü öncesini ve sonrasını kapsayan çok daha kısa ve anlamlılık seviyesi daha zayıf ilgili değerlerde reddedilebilmektedir. Bu durumun nedeninin ise ilgili olaydan Grup Şirketleri'nin Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler'den daha çok etkilenmesi olduğu düşünülmektedir. Zira, DYS Girişine Konu Olan Şirketler'in ortakları satış işleminden elde ettikleri fonları Grup Şirketleri bünyesinde değerlendirebilmektedirler.

Tablo 13'den de izleneceği gibi Analiz Kriteri 2. İlk Açıklanma Tarihi göz önünde bulundurularak oluşturulan Olay Penceresi dahilinde hesaplanan BFG'ler ve KBFG'ler incelendiğinde,

Analiz Kriteri 2.1. DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri için:

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 120 gün olduğu Analiz Kriteri 2.1.1.'de hem TL bazında hem de USD bazında hesaplanan BFG'lerin t_0-5 ve t_0+6 günlerini içeren (t_0+4 hariç) 11 günlük dönemde istatistiksel olarak (sürekli bir) anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu dönemde Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. 11 günlük bu dönemde özellikle olay gününü de kapsayan t_0-1 ve t_0+3 arasındaki günlerde daha kuvvetli (0,01 düzeyinde) bir anlamlılık saptanmaktadır. Analiz Kriteri 2.1.1. çerçevesinde KCFG'ler incelendiğinde ise istatistiksel anlamlılık olay penceresi süresince (özellikle t_0 ve t_0+13 günleri arasında 0,01 düzeyinde daha kuvvetli olmak üzere) sürekli bir şekilde belirlemekte dolayısıyla Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmektedir.

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 240 gün olduğu Analiz Kriteri 2.1.2.'deki (TL ve USD bazındaki) sonuçlar ise Analiz Kriteri 2.1.1.'de elde edilen BFG ve KCFG değerlerine göre daha sürekli ve kuvvetli (0,01 düzeyinde) bir istatistiksel anlamlılık göstermektedir. Dolayısıyla Sıfır Hipotezi özellikle t_0-5 ve t_0+6 günlerini içeren (t_0+4 hariç) 11 günlük dönemde reddedilememektedir.

Gerek Analiz Kriteri 2.1.1. gerekse de Analiz Kriteri 2.1.2. dahilinde hesaplanan ve istatistiksel anlamlılık gösteren KCFG'ler hep pozitif (+) iken, aynı özelliklere sahip BFG'ler de ise Olay Günü öncesindeki dönemden (t_0-20 gününden başlamak ve t_0-13 günü hariç olmak üzere) Olay Günü sonrasındaki t_0+10 gününe kadar pozitif (+) değerler gözlenmekte, t_0+10 gününden başlayarak ise BFG'ler negatif (-) olarak oluşmaktadır. Bu durumun nedenin, daha önce de (Analiz Kriteri 1.1. ile ilgili yorum kapsamında) belirtildiği gibi, yatırımcıların Olay Günü ve sonrasındaki kısa dönemde hisse senedi fiyatındaki artıştan kazanç sağladığı ve daha sonra bu kazançları portföylerindeki ilgili hisse senetlerini satarak realize etmeleri olduğu düşünülmektedir.

Analiz Kriteri 2.2. Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler için:

Tahmin Penceresi'nin (L_1) uzunluğunun 120 gün olduğu Analiz Kriteri 2.2.1.'de ve 240 gün olduğu Analiz Kriteri 2.2.2.'de hesaplanan TL ve USD bazındaki BFG değerlerinde, Analiz Kriteri 2.1'e göre daha kısa olmakla birlikte, Olay Günü'nün öncesindeki 4 günlük ve sonrasındaki 3 günlük dönemlerde (t_0-4 ve t_0+3 arasındaki 8 günlük dönem) 0,01 düzeyinde anlamlılık gözlenmekte ve Sıfır Hipotezi reddedilebilmektedir. Analiz Kriteri 2.2. dahilinde oluşan KBFG değerlerine bakıldığında ise L_1 uzunluğunun 120 gün olduğu Analiz Kriteri 2.2.1.'de Olay Günü (t_0) sonrasındaki 15 günlük dönemde istatistiksel olarak anlamlılık gözlenmekte olup, bu değerlere ilişkin anlamlılık düzeyi ilk 10 günde 0,05 düzeyinde (t_0 ve t_0+9 arasındaki dönem ve t_0 gününde hesaplanan USD bazındaki KBFG değerleri hariç olmak üzere), sonraki 5 günde ise (t_0+10 ve t_0+14 arasındaki dönem) 0,1 düzeyinde oluşmaktadır. L_1 uzunluğunun 240 gün olduğu Analiz Kriteri 2.2.2.'de ise KBFG değerlerine ilişkin istatistiksel anlamlılık Olay Günü (t_0) öncesindeki dönemde daha seyrek ve zayıf düzeylerdeyken (çoğunlukla 0,05 ve 0,1), Olay Günü (t_0) sonrasındaki (özellikle 11 günü kapsayan) dönemde daha kuvvetli ve sürekli olarak gözlenmektedir.

Analiz Kriteri 2.2. dahilinde istatistiksel anlamlılık saptanan değerler pozitif (+) değerlerdir. Bu durumda DYS girişinin etkisinin olumlu olabileceğini göstermektedir.

İncelenen tüm Analiz Kriterleri'e genel olarak bakıldığında:

Özellikle Olay Günü (t_0) öncesindeki ve sonrasındaki 2 gün ile 6 gün arasında değişen kısa dönemlerde BFG değerleri istatistiksel olarak kuvvetli (çoğunlukla 0,01 düzeyinde) anlamlılık göstermektedir. Dolayısıyla bu dönemler için " $H_0 = \text{DYS girişinin etkisi olmamıştır}$ " Sıfır Hipotezi reddedilebilmektedir. Aynı incelemede oluşan KBFG değerlerinde ise daha fazla sayıda ve sürekli istatistiksel anlamlılık saptanmaktadır.

İlgili BFG değerleri özellikle Olay Günü (t_0) ve çevresindeki (öncesi ve sonrası) günlerde pozitif (+) değerlere sahiptir. Bu nedenle Sıfır Hipotezi reddedilirken gözlemlenen bu kısa dönem süresince DYS girişinin olası etkisinin olumlu olması

söz konusudur. İstatiksel olarak anlamlı kabul edilen ilgili BFG'lerin Olay Günü'nü (t_0) takip eden bu kısa dönem sonrasında negatif (-) değerler alması, bunun nedeninin ise DYS girişine konu olan şirketlerin ve bu şirketlerin grup şirketlerinin hisse senetlerini portföylerinde bulunduran yatırımcıların hisse satışı sonucu ortaya çıkan kazançlarını realize etmeye yönelmeleri olduğu düşünülmektedir. Aynı dönem dahilinde incelenen ve istatiksel olarak anlamlı kabul edilen KÖÜG'ler ise pozitif (+) değerler almakta dolayısıyla DYS girişinin olası etkisinin bir bütün olarak incelenmesi durumunda olumlu olduğu saptanmaktadır.

Analiz Kriteri 2. İlk Açıklanma Tarihi göz ününde bulundurularak oluşturulan Olay Penceresi dahilinde hesaplanan BFG'ler ve KCFG'ler daha kuvvetli ve sürekli istatistiksel anlamlılık göstermekte dolayısıyla Sıfır Hipotezi daha çok değer için reddedilebilmektedir. Söz konusu istatistiksel anlamlılık saptaması Tahmin Penceresi'nin uzunluğu (L_1) parametresi içinde bahsedilebilir. L_1 uzunluğunun 240 gün olduğu analizlerde (L_1 uzunluğunun 120 gün olduğu analizlere göre) daha kuvvetli ve sürekli istatistiksel anlamlılık gösteren değerler gözlenebilmektedir.

Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler ile DYS Girişine Konu Olan Şirketler ve Bu Şirketlerle İlişkili Grup Şirketleri Analiz Kriterleri karşılaştırıldığında ise Yalnızca DYS Girişine Konu Olan Şirketler dikkate alınarak yapılan analizlerde daha az istatistiksel anlamlılık gösteren değerlere ulaşılmaktadır. Bunun sebebinin DYS Girişine Konu Olan Şirketler'in Grup Şirketleri'nin ilgili hisse satışı sonucu gerçekleşecek DYS girişinden, DYS Girişine Konu Olan Şirketler'ten daha çok faydalanabileceği (ortakların grup şirketlerine yapması muhtemel fon transferleri vasıtasıyla) ihtimalinin piyasadaki yatırımcılar tarafından algılanması olduğu düşünülmektedir.

Sonuç

Bu Tez çalışmasında 1993-2009 yılları arasındaki dönemde gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırım girişinin, İMKB’de işlem gören şirketlerin (ve bu şirketlerle bağlantılı olan grup şirketlerinin) hisse senetlerinin getiri oranları üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmesi amaçlanmıştır.

Bu çerçevede Tez çalışması, uluslararası doğrudan yatırımların kavramsal ve teorik çerçevesini açıklayan, Dünya ve Türkiye’de uluslararası doğrudan yatırım girişinin gelişimini anlatan, ve Türkiye’de 1993-2009 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye girişinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin getirilerine etkisini ampirik bir çalışma ile inceleyen üç ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölüm olan “Kavramsal ve Teorik Çerçeve” dahilinde geniş anlamda uluslararası yabancı sermayenin tanımı yapılmış daha sonra da uluslararası yabancı sermayenin çeşitleri olan uluslararası doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımları açıklanarak arasındaki farklar belirtilmiştir. Sıcak para olarak da adlandırılan portföy yatırımları, hisse senedi satın alınan şirketi kontrol etmeyi amaçlamayan daha çok sermaye kazancı ve dağıtılan kâr payları ile finansal getiriye maksimize etmeyi hedefleyen yatırımlardır. Uluslararası doğrudan yatırımlar ise sermaye ve temettü kazançlarının yanı sıra üretim teknolojisi, yönetim bilgisi, marka gibi değerleri de yatırım yapılan şirkete aktararak kontrolü elde etmeyi (genellikle çoğunluk hissesi satın alarak) amaçlayan uzun vadeli ve stratejik yatırımlardır. Bu nedenle Tez’in konusunun incelenmesine yönelik uluslararası yabancı sermaye içinde esas olarak dikkate alınması gereken yatırım çeşidinin uluslararası doğrudan yatırımlar olduğu saptanmıştır.

Günümüze kadar uluslararası doğrudan yatırımları açıklanmaya yönelik monopol avantajı, içselleştirme, sahiplik (ownership), konum/lokasyon (location) ve içselleştirme (internalization) kavramalarını birleştiren OLI paradigması, yatay ve dikey entegrasyon yatırımları gibi bir çok teori bulunmaktadır. Bu teorilerin birbirlerine karşıt görüşler önermedikleri aksine birbirlerini tamamlayıcı unsurlar içerdiği gözlenmektedir. Uluslararası doğrudan yatırımların oluşumunda belirleyici

olan unsurlar ise ülke ekonomilerinin (dolayısıyla ekonomileri yöneten otoritelerin) oluşturdukları politika çerçevesi, iş ortamının iyileştirilmesi ve makroekonomik istikrardır. Belirleyicilerin arzulan düzeyde olması sonucunda kaynak, verimlilik, pazar, stratejik varlık, kaçış, destek ve pasif amaç gibi kriterleri arayan çok uluslu şirketler veya yabancı yatırımcıların yabancı ülkelere yönelik yatırım yapmaları söz konusudur. Bu yatırımcılar ya tamamen kendi kontrollerinde olan bir şirket ile ya da yatırım yapılan ülkedeki bir şirket ile eşit hissedarlık yapısı çerçevesinde ortaklık (Ortak Girişim-Joint Venture) kurmak suretiyle uluslararası doğrudan yatırımları gerçekleştirmektedirler. İlgili yatırımlar ise yeni yatırım (Greenfield Investment) olarak veya şirket birleşmeleri ve satın almaları yoluyla (mevcut yerli şirkete ortaklık) yapılmaktadır.

Tez çalışmasının ikinci bölümünü oluşturan uluslararası doğrudan yatırım girişinin Dünya'daki ve Türkiye'deki gelişimine bakıldığında, söz konusu yatırımların başlangıcını İngiltere'nin Macaristan'daki gümüş madenlerini ve Almanya'daki bakır madenlerini işletmeye başladığı 16. yüzyıla kadar geriye götürmek mümkündür. Ancak bu yatırımlar ile ilgili esas milat 19. yüzyılın ikinci yarısına damgasını vuran endüstri devrimi olmuştur. Bu dönemde başta İngiltere olmak üzere Batı Avrupa'da sanayileşen ülkeler ihtiyaçları doğrultusunda madenler, ulaşım, haberleşme, elektrik, havagazı ve liman gibi altyapı hizmetlerine ilişkin sömürge halindeki veya az gelişmiş ülkelerdeki sektörlere yönelmiştir. 20. yüzyılın ilk yarısında yaşanan Birinci Dünya Savaşı ve 1929 yılında başlayan Dünya Ekonomik Bunalımı'na rağmen azalsa da devam eden uluslararası doğrudan yatırımlar, 1945 yılı ortasında sona eren İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan uluslararası kurum ve organizasyonlar ile teknolojiye (özellikle haberleşme ve ulaşım sektörlerinde) yaşanan gelişmelerin de katkısıyla Batı Bloku olarak da adlandırılan kapitalist (liberal) ekonomilerde hızla artmaya başlamıştır. 1960'lı yılların sonuna kadar ABD'li çok uluslu şirketler Batı Avrupa ülkelerine yönelik yüksek tutarlarda uluslararası doğrudan yatırım gerçekleştirmişlerdir. 1970'li yıllara gelindiğinde ise Batı Avrupa'da büyümeye bağlı olarak artan üretim maliyetleri ABD'li çok uluslu şirketlerin Latin Amerika, Orta Doğu ve Uzak Doğu gibi diğer bölgelere yönelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda, 1980'li yılların sonunda Batı Avrupalı çok uluslu şirketlerin ABD'ye yaptığı doğrudan yatırımlar, ABD'li şirketlerin Batı Avrupa'ya yaptığı yatırımları geçmiştir. 1980'li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan bir başka önemli gelişme de ülke

ekonomilerin dışı açılmaya başlaması ve özellikle liberal ekonomilerde şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme faaliyetlerinin ivme kazanmasıdır. 1990'lı yıllarda ise Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nin dağılmasına bağlı olarak korumacı ekonomilerden uzaklaşan Doğu Bloku ülkeleri ve Çin, uluslararası doğrudan yatırımlar için cazip pazarlar haline gelmiştir. Bu dönemde uluslararası doğrudan yatırımlara ivme kazandıran diğer bir faktör de bilhassa gelişmekte olan ülke ekonomilerinde hızlanan küreselleşme ve liberalleşme hareketidir. Sonuç olarak, 1970'li yıllarda 10 milyar USD'nin biraz üzerinde olan ve 1980'li yıllarda yaklaşık 60 milyar USD gibi oldukça düşük bir seviyelerde bulunan uluslararası doğrudan yatırımlar, 1990'lı yılların başında 200 milyar USD seviyesini geçmiştir. 2000'li yıllarda ise dünya ekonomilerinde hakimiyetini iyice belirginleştiren küreselleşme, gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerde şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme faaliyetlerinin artmasına yol açmış ve böylece 2007 yıl sonu itibarıyla uluslararası doğrudan yatırımlar toplam 2,1 trilyon USD tutarlarında rekor bir seviyede gerçekleşmiştir. Ancak, 2008 yılında ABD'deki mortgage piyasasında yaşanan sorunlar nedeniyle ortaya çıkan ve kısa bir sürede tüm Dünya ekonomilerini etkisi altına alan küresel finans krizi nedeniyle uluslararası doğrudan yatırımlar 2009 yılı itibarıyla 1,1 trilyon USD düzeyine gerilemiştir. Bu gelişim sürecinde dikkat çeken önemli bir nokta gelişmekte olan ekonomilerin 2008 yılında yaşanan krize rağmen uluslararası doğrudan yatırımlarda tarihi rekorunu kırarak 753 milyon USD seviyesine çıkması, dolayısıyla Dünya'da gerçekleşen toplam uluslararası doğrudan yatırımlar içindeki payını arttırmasıdır. Nitekim 2000 yılında %19 seviyesinde olan bu oran, 2009 yılına gelindiğinde %49 seviyesine yükselmiştir. UNCTAD tarafından 2010 yılı Temmuz ayında yayınlanan Dünya Yatırım Raporu 2010'da 2010 yılı sonunda uluslararası doğrudan yatırım akışının bir önceki seneye göre %8 oranındaki artışla yaklaşık 1,2 trilyon USD düzeyine yükseleceği tahmini belirtilmiştir. Kriz öncesinde aşılmış olan 2 trilyon USD seviyesine ise ancak 2012 yılında tekrar ulaşılmasının mümkün olabileceği açıklanmıştır.

Uluslararası doğrudan yatırım girişinin bugünkü Türkiye coğrafyasındaki gelişimine bakıldığında ise başlangıcın 19. yüzyılın sonlarında ve 20. yüzyılın başlarında Osmanlı İmparatorluğu'nun uluslararası borçlanmaları nedeniyle ulaştırma (tramvay, demiryolu, liman ve rıhtım işletmeleri), alt yapı (elektrik, fenerler, havagazı, su) ve

hizmet (ve de bankacılık, sigortacılık) sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir. 1923 yılında kurulan Türkiye Cumhuriyeti ise bağımsız bir Milli İktisat anlayışı benimsemiş olmasına rağmen memlekette yeterli yerli sermaye bulunmadığını kabul edilmiş ve Türkiye'nin bağımsızlığını zedelememesi koşuluyla yabancı sermaye⁸⁰ yatırımı çekebilecek politikalar izlenmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Ancak, 1923-1929 yılları arasında kanunlarda birçok düzenlemelerin gerçekleştirilmesine karşın toparlanma sürecinde olan genç Türkiye Cumhuriyeti ekonomisi uluslararası yatırım miktarında kısıtlı bir artış yaşamıştır. 1929 yılında ortaya çıkan Dünya Ekonomik Buhranı ise, Türkiye'nin devletçi, müdahaleci ve korumacı ekonomik politikalara yönelmesine yol açmıştır. 1930 yılından sonra millileştirme ve kamulaştırma hareketleri hız kazanmış ve Türkiye'de 1950'li yıllara kadar kayda değer bir yabancı sermaye girişi hatta yabancı sermaye girişine yönelik bir çaba gözlenmemiştir. 1940'lı yılların sonu ve 1950'li yılların başı Türkiye'nin çok partili sistem ile tanıştığı ve İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesini takiben tüm Dünya ekonomileri ile birlikte liberal ekonomik politikaları uygulamaya başladığı yıllardır. Türkiye Dünya Bankası'na ve IMF'ye üye olmuş, Dünya ekonomileri ile entegre olmaya yönelik birçok girişimlerde bulunmuş ve daha da önemlisi 1954 yılında zamanının en liberal kanunu sayılabilecek Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çıkarmıştır. Ancak 1950-1960 yılları arasındaki döneme genel olarak bakıldığında belli bir artış olmasına rağmen istenilen düzeyde yabancı sermayenin ülkeye çekilemediği (ilgili dönemde toplam yaklaşık 100-130 milyon USD arası özel yabancı sermaye yatırımının Türkiye'ye girişi söz konusudur) görülmektedir. Bu durumun temel nedenleri de liberal olarak nitelendirilen yasal düzenlemelerin tam olarak uygulanamaması ve özellikle 1950'lilerin ikinci yarısında derinleşen makroekonomik istikrarsızlık olmuştur. 1960 yılında yapılan askeri müdahale sonrasında Türkiye ekonomisi planlı ekonomik kalkınma dönemine girmiştir. Bu dönemde uluslararası yatırımlara temkinli yaklaşımış ve yapılacak projelerde yabancı sermayeden ziyade dış borç alınması

⁸⁰ Tez çalışmasında daha önce de belirtildiği gibi 1980'li yıllardan önceki istatistiki verilerde yabancı sermayeye ile ilgili belli bir sınıflandırmaya ulaşılamamasından dolayı Türkiye'de Cumhuriyet dönemindeki uluslararası doğrudan yatırım girişinin gelişiminin anlatıldığı bu paragrafta, 1980 yılına kadar olan anlatım dahilinde (herhangi bir yanlış anlatıma mahal vermemek adına) uluslararası doğrudan yatırım tanımı yerine "yabancı sermaye" veya "yabancı sermaye yatırımı" ifadesi tercih edilecektir. Fakat, bununla birlikte altı çizilerek belirtilmelidir ki; 1986 yılına kadar Türkiye'ye giren yabancı sermayenin büyük bölümünün doğrudan yatırım niteliğinde olması söz konusudur. Zira Türkiye, ancak 1986 yılında İMKB'nin faaliyet geçmesiyle, yabancı sermaye altında sınıflandırılan portföy yatırım girişlerini almaya başlamıştır.

tercihi ön planda tutulmuştur. Dolayısıyla 1960-1980 yıllarını kapsayan dönemde de uluslararası doğrudan yabancı sermaye girişi artış göstermesine rağmen istenilen seviyenin yine oldukça altında kalarak yıllık ortalama 39 milyon USD olmak üzere toplam 800 milyon USD düzeyinde gerçekleşmiştir. 1980 yılında ise tekrar bir askeri müdahale ile karşılaşan Türkiye’de bu yıldan sonra ekonomide liberalleşme politikası benimsenmiştir. Yabancı sermayenin Türkiye’ye girişini dolaylı da olsa kolaylaştıran iki kuruluş olan Sermaye Piyasası Kurulu 1981 yılında ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1985 tarihinde kurulmuştur. Böylelikle daha çok doğrudan yabancı yatırımlar için kullanılan yabancı sermaye kavramı, bu kurumların teşekkülünden sonra Tez’in konusu ile ilgili olan uluslararası doğrudan yatırımlar (yurtiçinde doğrudan yatırımlar) ve portföy yatırımları olarak iki ayrı başlık altında takip edilmeye başlanmıştır. Bunların dışında, 1980’li yıllarda yabancı sermayeyi teşvik edici birçok düzenleme yapılmıştır. Bu sayede uluslararası doğrudan yatırımlar 1980-1989 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde önceki 30 yıllık dönemin (1950-1979 yılları arasında toplam uluslararası doğrudan yatırım tutarı 872 milyon USD seviyesindedir) yaklaşık 2 katı kadar artarak toplam 1,7 milyar USD düzeyine ulaşmıştır. 1990’lı yıllara gelindiğinde ise Türkiye, 1994 yılında 5 Nisan Kararları olarak bilinen istikrar paketinin uygulanmasına yol açan yurtiçi ekonomik krizi ile 1997 yılında Güney Asya ülkelerinde başlayarak küresel bir boyut kazanan Güney Asya Krizi’nden ve 1998 yılında Rusya Krizi’nden etkilenmiştir. Ancak bu krizlere rağmen 1990-1998 yılları arasındaki dönemde uluslararası doğrudan yatırımlar yıllık ortalama yaklaşık 770 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemdeki toplam uluslararası doğrudan yatırım girişi ise 7,7 milyar USD düzeyine ulaşmıştır. Ancak genel olarak bakıldığında 1923-1998 yılları arasında gerek planlı ekonomi dönemleri yaşayan gerek politik belirsizliklerden etkilenen gerekse de birçok ekonomik kriz tecrübe eden Türkiye ekonomisinin var olan uluslararası doğrudan yatırım çekme potansiyelini kullanamadığı gözlenmektedir. Bu dönemde en yüksek düzeyde uluslararası doğrudan yatırım girişinin (yaklaşık 940 milyon USD) olduğu 1998 yılında bile, Türkiye’nin küresel uluslararası doğrudan yatırımlar içindeki payının %0,1’den bile az olması söz konusudur. 1999 yılı sonunda IMF ile orta vadeli bir stand-by anlaşması imzalayan ve Enflasyonu Düşürme Programı başlatan Türkiye, 2000 yılının ilk yarısından sonra ekonomisinde olumlu sonuçlar elde etmeye başlamış ve bu gelişmeler, 2000 ve 2001 yıllarında uluslararası doğrudan yatırım girişinin sırasıyla 982 milyon USD ve 3,3 milyar USD ile rekor seviyelere ulaşmasına

önemli katkı sağlamıştır. Ancak, Kasım 2000 ve Şubat 2001 yılında yaşanan Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik kriz serisi nedeniyle 2002 yılında uluslararası doğrudan yatırım girişi 1998 yılındaki seviyesine yakın olan yaklaşık 1 milyar USD tutarına gerilemiştir. Krizlerin sonucu olarak mevcut hükümet tarafından yine IMF ile mutabık kalınarak sıkı bir mali disiplin ve para politikasını içeren "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlığı altında yeni düzenlemelere gidilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2002 yılı Kasım ayında yapılan genel seçimler sonucunda tek başına iktidara gelen hükümet tarafından da uygulanmaya devam edilmiştir. Oldukça disiplinli ekonomik düzenlemeler öngören bu program sonucunda makroekonomik göstergelerde yaşanan iyileşme ve bu iyileşmenin sürekliliği ile IMF programı ve Avrupa Birliği müzakerelerinin başlaması gibi dışsal faktörler, yabancı ve yerli yatırımcıları Türkiye'nin tahmin edilebilir ve sürdürülebilir bir büyüme eğilimine girdiği için yatırım yapılabilir bir ülke olduğuna ikna etmiştir. Ayrıca 1954 tarihli Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu yerine yaklaşık 50 yıl sonra 2003 yılı Haziran ayında Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu çıkarılmıştır. Bunların yanında küresel sermaye piyasalarında yaşanan likidite bolluğu da uluslararası doğrudan yatırım girişine olumlu katkıda bulunmuş ve Türkiye'de 2003 yılında 1,7 milyar USD düzeyinde olan ilgili yatırımlar 2008 yılına gelindiğinde 18-22 milyar USD düzeylerine yükselmiştir. Bu yatırımlarda AB ülkeleri ilk sırayı alırken Körfez ülkelerinde son 5 yıllık dönemde ciddi yatırımlarla Türkiye'ye giriş yapmışlardır. Türkiye'nin en çok uluslararası doğrudan yatırım çektiği sektörler ise bankacılık, sigortacılık, ulaştırma ve haberleşme gibi hizmet sektörleridir. 2008 yılının ikinci yarısında başlayan küresel finans krizi Türkiye'yi de etkilemiş uluslararası doğrudan yatırım tutarının 8 milyar USD seviyesine gerilemesine yol açmıştır. 2010 yıl sonunda yaklaşık 7 milyar USD civarında uluslararası doğrudan yatırım beklentisi olan Türkiye'de sonraki yıllarda küresel krizin etkisinin azalmasına paralel olarak yatırım girişlerinin artması beklenmektedir.

Uluslararası doğrudan yatırımların Türkiye ile ilgili kısmı incelenirken Tez'in konusu ile ilgili olarak dikkate alınması gereken diğer bir husus da söz konusu bu yatırımların birleşenleridir. Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü bu bileşenlerinin ayrımını 2003 yılından itibaren vermektedir. Bu birleşenlerden olan ve toplam uluslararası doğrudan yatırımların %80'lik bölümünü açıklayan doğrudan yabancı sermaye girişleri ortak girişim, şirket birleşmeleri, şirket satın almaları ve

özelleştirme gibi yöntemlerle yapılan işlemleri kapsamakta olup, bu Tez çalışmasının temel konusunu oluşturmaktadır. Tez'in üçüncü bölümünü oluşturan ve Türkiye'de 1993-2009 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye girişinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin getirilerine etkisini ampirik bir çalışma ile açıklamaya çalışan analizlerde ilgili dönemde gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye girişleri dikkate alınmıştır.

Söz konusu ampirik çalışmada doğrudan yabancı sermaye girişinin incelenmesi için olay çalışması (event study) yönteminden faydalanılmış ve bu bağlamda oluşturulan analiz kriterleri ile gözlemler gerçekleştirilmiştir. Hem doğrudan sermaye girişine konu olan şirketler tek bir örneklem seti olarak kabul edilerek hem de bu şirketlerin grup şirketleri⁸¹ de dahil edilmek suretiyle ikinci bir örneklem seti oluşturularak incelemeler yapılmıştır. İlgili şirketler nezdinde doğrudan yabancı sermaye girişine ilişkin anlaşmanın imzalandığı (Satışın Açıklanma Tarihi) ve/veya ilk duyurulduğu günler (İlk Açıklanma Tarihi) olay günü olarak kabul edilmiş ve olay günü öncesi ve sonrasındaki 20 günlük dönemler dikkate alınarak olay penceresi oluşturulmuştur. Olay penceresinin (olay günün öncesi temel alınarak oluşturan dönem) öncesinde ise hem 120 günlük hem de 240 günlük dönemler dikkate alınarak tahmin pencereleri meydana getirilmiştir. Gerek tahmin penceresi gerekse de olay penceresi için yapılan hesaplamalarda hem TL hem de USD kuru kullanılmıştır.

Sonuç olarak elde edilen bulgular ile genel bir değerlendirme yapıldığında;

Özellikle olay günü (t_0) öncesindeki ve sonrasındaki 2 ile 6 gün arasında değişen kısa dönemlerde elde edilen değerlerin istatistiksel olarak kuvvetli (çoğunlukla 0,01 düzeyinde) anlamlılık gösterdiği dolayısıyla bu dönemler için " **$H_0 = DYS$ girişinin etkisi olmamıştır**" Sıfır Hipotezi reddedilebildiği saptanmıştır. Ayrıca Sıfır Hipotezi reddedilirken gözlemlenen bu kısa dönem süresince doğrudan yabancı sermaye girişinin olası etkisinin olumlu olması söz konusudur. Bu kısa dönemi takip eden dönemde oluşan ve istatistiksel olarak anlamlı kabul edilen değerler ise negatif (-) değerler olarak belirmektedir. Bunun nedeninin doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketlerin ve bu şirketlerin grup şirketlerinin hisse senetlerini

⁸¹ Doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketlerin holding şirketleri ve/veya dolaylı ve dolaysız ortaklıkları ve/veya iştirakleri ve/veya bağlı ortaklıkları ve/veya grup şirketleri

portföylerinde bulunduran yatırımcıların hisse satışı sonucu ortaya çıkan kazançlarını realize etmeye yönelmeleri olduğu düşünülmektedir.

Olay günün İlk Açıklanma Tarihi olduğu ve tahmin penceresinin uzunluğunun ise 240 gün olarak alındığı analizlerde elde edilen değerlerde daha kuvvetli ve sürekli istatistiksel anlamlılık seviyelerine rastlanmış, doğrudan yabancı sermaye girişinin bu analiz kriterleri bazından olası etkisinin daha çok olduğu gözlenmiştir.

Yalnızca doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketler ile doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketler ve bu şirketlerle ilişkili grup şirketleri örneklem setleri ile oluşturulan analiz kriterleri karşılaştırıldığında ise Yalnızca doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketler örneklem seti dikkate alınarak yapılan analizlerde daha az istatistiksel anlamlılık gösteren değerlere ulaşılmaktadır. Bunun sebebinin doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketlerin grup şirketlerinin ilgili hisse satışı sonucu gerçekleşecek doğrudan yabancı sermaye girişinden (doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan şirketlerden) daha çok faydalanabileceği (ortakların grup şirketlerine yapması muhtemel fon transferleri vasıtasıyla) ihtimalinin piyasadaki yatırımcılar tarafından algılanması olduğu düşünülmektedir.

Özet olarak 1993-2009 yılları arasında doğrudan yabancı sermaye girişine konu olan ve İMKB’de işlem gören şirketlerin ve bu şirketlerin grup şirketlerinin hisse senedi getirilerine kısa bir dönemde (5-12 günlük dönem) olsa doğrudan yabancı sermaye girişinin etkisinin olumlu olması söz konusudur.

Kaynakça

- Açıklın, Sezgin, Seyfettin Ünal : **Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları**, Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2. Baskı, 2009
- Akat, Asaf Savaş : Türkiye'nin AB Üyeliği Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Sunumu, **TÜSİAD Sunumlar**, 2002
- Akla, Nejla Adanur : "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlar", Dış Ticaret. Dergisi, Temmuz 1997, (Çevrimçi)
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/2sa6.doc>
- Alkın, Erdoğan : **Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler**, İstanbul YASED Yayınları No:3, 1982
- Altomonte C., Resmini L. : "Multinational Corporations As Catalyst For Industrial Development: The Case Of Poland", **William Davidson Working Papers**, 2001
- Arıkan, Deniz : Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, İstanbul, Arıkan Yayınevi, Mayıs 2006
- Arslan, İbrahim : "Globalleşme Sürecindeki Finansal Krizlerin Ülke Ekonomilerinde Yarattığı Etkiler", Mevzuat Dergisi, Yıl:8, Sayı:106, (Çevrimiçi) <http://www.mevzuatdergisi.com>, Ekim 2006
- Ashley, John : "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results," **J. Polit. Econ.**, Feb. 1962, 70(1), pp. 82–85.
- Barker, C. Austin : "Effective Stock Splits" **Harvard Bus. Rev.**, Jan./Feb. 1956, 34(1), pp. 101–06.
- Barker, C. Austin : "Stock Splits in a Bull Market," **Harvard Bus. Rev.**, May/June 1957, 35(3), pp. 72–79.
- Barker, C. Austin : "Evaluation of Stock Dividends," **Harvard Bus. Rev.**, July/Aug. 1958, 36(4), pp. 99–114.
- Batmaz, Nihat, Sevinç Tekeli : Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği 1996-2006, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009
- Baytal, Yaşar : "Demokrat Parti Dönemi Ekonomi Politikaları (1950-1957)", **Ankara Üniversitesi Türk İnkılâp Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi**, Sayı: 40, Kasım 2007, s. s. 545-567
- Bloomberg Veri Tabanı ve Bilgi Servisi : (Çevrimiçi) <http://www.bloomberg.com>

- Bodnar, Gordon M., Charles Tang, Joseph Weintrop : "The Value of Corporate International Diversification", (Çevrimiçi) www.sais-jhu.edu/faculty/bodnar/gmb/workpapers/cid.pdf
- Bradley, Michael, Anand Desai, E. Han Kim : "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", **Journal of Financial Economics**, 1988, vol. 21, issue 1, pages 3-40
- Buckley P.J., Clegg J., Cross A.R., Tan H. : "China's Inward Foreign Direct Investment Success: Southeast Asia In The Shadow Of The Dragon", **The Multinational Business Review**, 2005
- Capital Markets Consultative Group (CMCG) : "Foreign Direct Investment in Emerging Market Countries", **Report of the Working Group of the Capital Markets Consultative Group**, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/cm/cg/2003/eng/091803.HTM>, 18 Eylül 2003,
- Chakrabarti, Rajesh, Narayanan Jayaraman, Swasti Gupta-Mukherjee : "Mars-Venus Marriages: Culture and Cross-Border M&A", (Çevrimiçi) SSRN: <http://ssrn.com/abstract=869307>
- Chari, Anusha, Paige P. Ouimet, Linda L. Tesar : "The Value of Control in Emerging Markets", http://www.nipfp.org.in/nipfp-dea-program/PDF/ChariOT2008_control.pdf
- Chari, Anusha, Paige P. Ouimet, Linda L. Tesar : "Cross Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: The Stock Market Valuation of Corporate Control", EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3479.
- Chen T., Chen H., Ku Y.H. : "Foreign Direct Investment And Local Linkages", **Journal of International Business Studies**, 2004
- Çıtak, Levent, Fatma Kaplan Yıldız : "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **10. Ulusal Finans Sempozyumu - Küreselleşme Sürecinde İşletmelerin Finans Yönetimi Bildirisi (I. Oturum)**, 2 Kasım 2006.
- Conn, Robert, Andy Cosh, Paul Guest, Alan Hughes : "The Impact On U.K. Acquirers Of Domestic, Cross-Border, Public And Private Acquisitions", **ESRC Centre for Business Research**, University of Cambridge, Working Paper No 276, Aralık 2003
- Connelly, Matthew : "İrlanda'da Yabancı Sermaye Büyümesi ve Elde Edilen Sonuçlar", **Dış Ülkelerde Yabancı Sermaye Tecrübesi**, İstanbul, YASED Yayınları, No:10, 1983

- Danbolt,Jo : "Target Company Cross-Border Effects in Acquisitions into the UK", Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, **Working Paper Series**, Glasgow G12 8LE, ISBN 0 85261 717 8
- Deloitte Turkey : "Annual Turkish M&A Review 2007, 2008 ve 2009", **Deloitte Kurumsal Finansman**, Ocak 2010.
- Deniz Erden : A Survey of Foreign Direct Investment Firms in Turkey, Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, 1996.
- Devrim Dumludağ : "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Gelişimi", **Toplum ve Bilim**, 96, 2003, s.241-272,
- Dodd, Peter, Richard Ruback : "Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis", **Journal of Financial Economics**, 1977, vol. 5, issue 3, pages 351-373
- Dolley, James Clay : "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", **Harvard Business Review** (11), Nisan 1933, s. 316-26.
- Doukas, John, Nickolaos G. Travlos : "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions", **Journal of Finance**, Vol. 43, December 1988: pp.1161-75
- Dunning, J. H. : **Multinational Enterprises and the Global Economy**, Addison-Wesley, New York, 1993
- Dunning, J. H. : "The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future", **International Journal of the Economics of Business**, Vol. 8, No. 2, 2001, s. 174-176.
- Eğilmez, Mahfi : **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, Remzi Kitabevi, 2. Basım, İstanbul, Aralık 2008
- Elmas, Bekir : "İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi –İMKB Örneği", Yüksek Lisans Tezi, T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 2007
- Erdilek, Asım : "Türkiye'nin Osmanlı'dan Günümüze Kadar Uzanan Doğrudan Yabancı Yatırım Ortamına ve Politikalarına Tarihsel Bir Bakış", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (30), 2006
- Erdoğan Karakoyunlu : Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları (24 Ocak 1980 Öncesi ve Sonrası) ve Yabancı Sermaye Dairesinin 1980 Faaliyetleri Sonuçları, İstanbul, Çeltüt Matbaacılık, 1981.
- Eugene F. Fama : "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **Journal of Finance**, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. Aralık 28-30, 1969. (Mayıs, 1970), s. 383-417
- EUI : "World Investment Prospects to 2011: Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risk", **The Economist Intelligence Unit - the Economist**, Londra, 2007

- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, Richard Roll : "The Adjustment of Stock Prices to New Information," **International Economic Review** 10(1), Şubat 1969, s. 1-21.
- Fatemi, Ali M. : "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification", **Journal of Finance**, Vol. 39, December 1984, pp. 1325-1344
- Franks, Julian, Robert Harris, Sheridan Titman : "The post-merger share-price performance of acquiring firms.", **Journal of Financial Economics** 29, 81-96.
- Fujita, Masataka : "Implication of the financial and economic crisis on FDI: An updated assessment", **Nankai University Sunumu**, China (Tianjin), 17 April 2009
- Gorynia, Marian, Jan Nowak, Radoslaw Wolniak, : "Motives and Modes of FDI in Poland - An Exploratory Qualitative Study", **Journal for East European Management Studies**, 12, issue 2, 2007
- Hanink, D. M : **Principles and Applications of Economic Geography**, John Wiley & Sons, New York, 1997
- Hed, Daniel, Niklas Hulltqvist : "Acquisition Announcement - The Shareholder Value Perspective", School of Economics and Commercial Law Goteborg University, **Master Thesis in Advanced Finance, Centre for Finance**, Spring 2005
- IMF : Balance of Payments Textbook, 1996, Washington, DC, USA
- IMF : World Economic Outlook Database, (Çevirimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>, Nisan 2008
- IMF : World Economic Outlook Database, (Çevirimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>, Nisan 2009
- İMKB : Şirket Haberleri, (Çevirimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>
- Isaiah, Frank : **Foreign Enterprise in Developing Countries**, Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1980,
- Işık, Hüseyin : "Çok Uluslu Şirketlerde Örtülü Kazanç ve Örtülü Sermaye, Uluslararası Düzenlemeler ve Uygulamalar ile Türk Vergi Sisteminin Karşılaştırılması ve Öneriler", **T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı Yayın No: 2005/370**, 2005, Ankara
- Jensen, Michael C., Richard S. Ruback : "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence ", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, pp. 5-50, 1983

- Karaçor, Zeynep : “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 16, 2006 s.379-391
- Karaege, Murat : “Development and Determinants of Foreign Direct Investment In Turkey: A Comparative Analysis With The EU Countries”, Dissertation Study, Sabancı University, Şubat 2006
- Kargın, Sibel : “Mergers and Tender Offers: A Review of the Literature”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2001, Cilt 7, Sayı 1.
- Karluk, Rıdvan : Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İstanbul, **İ.T.O. Ekonomik Yayınlar Dizisi**, No. 13, 1983
- Kaymak, Hasan : “Yabancı Doğrudan Yatırımları Artırmak İçin Teşvikler Gerekli ve/veya Yeterli mi?”, **Maliye Dergisi**, sayı 149 (Mayıs-Aralık 2005)
- Kenan Bulutoğlu : 100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1980.
- Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk : **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi (18. Basım), Aralık 2005
- Kim, Wi Saeng : “Does FDI Increase Firm Value in Emerging Markets?”, **Harvard University Weatherhead Center for International Affairs, Working Paper Series 00-03**, Mayıs 2000
- Köse, Salih : “24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması”, **Planlama Dergisi**, DPT’nin Kuruluşunun 42.Yılı Özel Sayısı, Ankara 2002, s. 119-122.
- Kula, Ferit : “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, .(2003)
- Lewis, Geoffrey, Kevin Jarvie, Tatiana Zalan : “Economic Consequences of International Diversification: FDI Experiences of Australian Firms”, **Melbourne Business School Working paper 2003-19**
- Loughran, Tim, Anand M. Vijh : “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?”, **The Journal of Finance**, Vol. LII, No. 5, December 1997, pp.1765-1790
- Lovino I., Passerini : “The Evolution Of FDI In Candidate Countries: Data 1995-P. 2000”, **Statistics In Focus Theme 2-3/2002 Eurostat**, 2002
- Mackinlay, A. Craig, : “Event Studies in Economics and Finance”, **Journal of Economic Literature**, Sayı 35, Mart 1997, s. 13-39
- Mahfi Eğilmez : Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi, Remzi Kitabevi, 2. Basım, Aralık 2008, İstanbul, s. 141-143.
- McWilliams, Abigail, Donald Siegel : “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, **The Academy of Management Journal**, Sayı 40, No. 3 Haziran , 1997

- Mehmet Selik : Türkiye’de Özel Yabancı Sermaye (1923-1960), Ankara, S.B.F. Maliye Enstitüsü, 1962
- Moosa, I. A. : **Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice**, Palgrave Macmillan, New York, 2002
- Mübahat S. Kütükoğlu : “Tanzimat Devrinde Yabancıların İktisadi Faaliyetleri” 150. Yılda Tanzimat, TTK. Ankara, 1992
- Mumcu, Ayşe, Ünal Zenginobuz : “An analysis of mergers and acquisitions in the Turkish banking sector”, **Munich Personal RePEc Archive Yayını**, No. 191, Yayın Tarihi: 7 Kasım 2006, Makale Tarihi: 2 Ocak 2002
- Myers, John H., Archie Bakay : “Influence of Stock Split-Ups on Market Price,” **Harvard Bus. Rev.**, Mar. 1948, 26, pp. 251–55.
- OECD : **Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment**, 3. Basım, OECD Yayınları, Paris, 1996
- Orhan Kurmuş : Emperyalizmin Türkiye’ye Girişi, Bilim Yayınları, İstanbul, 1974
- Öztürk, Salih, Deniz Özyakışır : “Türkiye Ekonomisinde 1980 sonrası yaşanan yapısal dönüşümlerin GSMH, dış ticaret ve dış borçlar bağlamında teorik bir değerlendirmesi”, **Mevzuat Dergisi**, Yıl:8, Sayı:94, (Çevrimiçi) <http://www.mevzuatdergisi.com>, Ekim 2005
- Pamuk, Şevket : 100 Soruda Osmanlı-Türkiye İktisadi Tarihi: 1500-1914, 5. Baskı, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1999
- Pamuk, Şevket : **Seçme Eserler 1: Osmanlı Ekonomisi ve Kurumları**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Kasım 2007
- Resmi Gazete : 5 Haziran 2006 tarihinde kabul edilen ve 17 Haziran 2003 tarihli ve 25141 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 4875 no’lu “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu”
- Rıdvan Karluk : Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İstanbul İ.T.O., Ekonomik Yayınlar Dizisi, No:13, 1983.
- Rugman A.M., Verbeke A. : “A Perspective On Regional And Global Strategies Of Multinational Enterprises”, **Journal of International Business Studies**, 2004
- Sabır, Hasan : “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar”, **Dış Ticaret Dergisi**, Yıl: 7, Sayı: 26, Ekim 2002
- Sánchez-Lorda, Pablo, Esteban García-Canal : “Political Hazards, Opportunism and the Stock Market Reaction to the International Expansion of Telecom Firms”, ISNIE 2005: The Institutions of Market Exchange, Session V
- Şener, Sefer : **Yabancı Sermaye**, Ezgi Kitapevi, 2008

- Sevim, Şerafettin, Soner Akkoç : "İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Performansları ve Ucuz Fiyat Olgusu: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sektörel Karşılaştırmalı Bir Uygulama", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:16, Aralık 2006
- Seyidoğlu, Halil : **Uluslararası İktisat**, İstanbul, Kurtiş Matbaası, 1999
- Seyidoğlu, Halil : **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001
- Sgard J. : "Direct Foreign Investments And Productivity Growth In Hungarian Firms 1992-1999", **William Davidson Working Papers**, 2001
- Shaheen, Isfandiyar : "Stock Market Reaction to Acquisition Announcements using an Event Study Approach", **Franklin & Marshall College (Department of Economics - the requirements for departmental honors)**
- Şimşek, Mevlüdiye, Sema Behdioğlu, : "Türkiye'de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma", **Dumlupınar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 20 Eylül 2006 Sayı: 2
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı : "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Ankara, Mayıs 2000
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı : Yabancı Sermaye Raporu 2002, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Şubat 2003
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı : Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2005 Yılı Raporu, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Mayıs 2006
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı : Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Haziran 2007
- T.O.B.B. : **Türk Ekonomisinin Meseleleri ve Tekliflerimiz**, Ankara, T.O.B.B. Yayınları, No.48, 1987
- Tandırıcıoğlu, Haluk, Ahmet Özen : "Geçiş Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 5, Sayı IV, 2003
- Tatoğlu, Ekrem, K.W. Glaister : "Determinants of foreign direct investment in Turkey", **Thunderbird International Business Review**, 40(3), 1998, s.279-314.
- Thomson ONE Banker : (Çevrimiçi) <http://banker.thomsonib.com>
- Toper Çağlayan : "Osmanlı Dış Borçlarının Neden ve Sonuçları (1854-1923)", **Maliye Dergisi**, Sayı : 47, Eylül-Ekim 1980, 26-55.

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası : Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi)
<http://evds.tcmb.gov.tr>
- Türkyılmaz, Murat : “Türkiye’ de Yabancı Sermayeye İlişkin Hukuksal Düzenlemelerin Tarihsel Gelişimi ve Konuya İlişkin Siyasal ve Ekonomik Nedenler”, (Çevrimiçi)
http://www.turkhukuksitesi.com/makale_142.htm
- UNCTAD : **World Investment Prospects Survey 2007-2009**
- UNCTAD : **World Investment Prospects Survey 2008-2010**
- UNCTAD : **World Investment Prospects Survey 2009-2011**
- UNCTAD : “Trends and Determinants (Host country determinants of FDI)”, **World Investment Report 1998**.
- UNCTAD : “Transnational Corporations and the Internationalization of R&D”, **World Investment Report 2005**
- UNCTAD : “FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development”, **World Investment Report 2006**
- UNCTAD : “Transnational Corporations, Extractive Industries and Development”, **World Investment Report 2007**
- UNCTAD : “Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge”, **World Investment Report 2008**
- Van Pottelsbarghe de la Potterie B., Lichtenberg F. : “Does Foreign Direct Investment Transfer Technology Across Borders?”, **The Review Of Economics And Statistics**, 2001
- Vedat Eldem : Osmanlı İmparatorluğu’nun İktisadi Şartları Hakkında Bir Tetkik, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1970
- Vernon, Raymond : “The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 41, Sayı 4, 1979, s. 258-259.
- Vural, Gamze : “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bu Yatırımların Değerlendirilmesinde Model Seçimi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 16, Sayı 1, 2007, s.561-580.
- YASED : Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008
- YASED : Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2009
- YASED : “YASED, UNCTAD 2010 Dünya Yatırım Raporunu Açıkladı”, **YASED Basın Bültenleri**, 22 Temmuz 2010
- Yavan, Nuri : Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi”, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Promat Basım Yayın, İstanbul 2006

- Yılgör, Ayşe Gül : “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, Şirket Birleşmeleri, Der. Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, 1. Baskı Alfa Basım Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul, Ocak 2004, s. 381-408.
- Yılmaz, Binhan Elif : “Osmanlı İmparatorluğu’nu Dış Borçlanmaya İten Nedenler ve İlk Dış Borç”, **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi**, (4), 2002, s.186-198.
- Yılmaz, Talip : “Satın Alma ve Birleşme Araştırması”, **Ekonomist**, Sayı 2007/30 29 Temmuz-4 Ağustos 2007, Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.
- Yörük, Nevin, Ünsal Ban : “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD) Dergisi**, Nisan 2006
- Ziya Öniş : “Liberalization, Transnational Corporations and Foreign Direct Investment in Turkey: The Experience of the 1980s”. Fikret Şenses (editor) Recent Industrialization Experience of Turkey in a Global Context, New York: Greenwood Press, 1994.