

**ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**Abdulkadir KAYA**

**TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ  
VE MENKUL KIYMETLER PİYASASINA ETKİLERİ**

**DOKTORA TEZİ**

**TEZ YÖNETİCİSİ  
Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ**

**ERZURUM-2011**



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof.Dr.Turan ÖNDEŞ danışmanlığında, Abdulkadir KAYA tarafından hazırlanan bu çalışma 24/11/2011 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Başkan** : Prof.Dr.Turan ÖNDEŞ

İmza: 

**Jüri Üyesi** : Prof.Dr. M.Suphi ORHAN

İmza: 

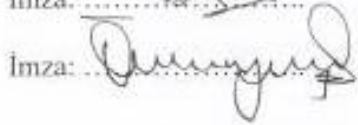
**Jüri Üyesi** : Prof.Dr. Pınar Evrim MANDACI

İmza: 

**Jüri Üyesi** : Doç.Dr. Bener GÜNGÖR

İmza: 

**Jüri Üyesi** : Doç.Dr. Ömer YILMAZ

İmza: 

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. .... / 11 / 2011

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM  
Enstitü Müdürü

## İÇİNDEKİLER

|                          |      |
|--------------------------|------|
| ÖZET.....                | IV   |
| ABSTRACT .....           | V    |
| KISALTMALAR DİZİNİ ..... | VI   |
| ŞEKİLLER DİZİNİ .....    | VII  |
| TABLolar DİZİNİ .....    | VIII |
| ÖNSÖZ.....               | X    |
| GİRİŞ .....              | 1    |

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

|  |    |
|--|----|
| 1.1. KÜRESELLEŞME.....   | 8  |
| 1.1.1. Küreselleşmeye Yönelik Yaklaşımlar .....                        | 11 |
| 1.1.1.1. Hiperküreselleşmeciler .....                                  | 12 |
| 1.1.1.2. Şüpheciler .....  | 12 |
| 1.1.1.3. Dönüşümcüler .....  | 13 |
| 1.1.2. Küreselleşmenin Ortaya Çıkış Nedenleri .....                    | 14 |
| 1.1.2.1. Teknolojik Gelişmeler .....                                   | 14 |
| 1.1.2.2. Ekonomik Gelişmeler .....                                     | 15 |
| 1.1.2.3. Politik Gelişmeler .....                                      | 16 |
| 1.1.3. Küreselleşmenin Aktörleri .....                                 | 16 |
| 1.1.3.1. Ulus Devletler .....  | 17 |
| 1.1.3.2. Uluslararası Örgütler .....                                   | 17 |
| 1.1.3.2.1. IMF .....   | 18 |
| 1.1.3.2.2. Dünya Bankası .....   | 20 |
| 1.1.3.2.3. GATT ve DTÖ .....   | 21 |
| 1.1.3.2.4. Çok Uluslu Firmalar .....                                   | 24 |
| 1.1.4. Küreselleşmenin Etkileri .....                                  | 25 |
| 1.2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME .....                                       | 27 |
| 1.2.1. Finansal Küreselleşmeye Yol Açan Faktörler ve Sınırlamalar..... | 30 |

|   |    |
|---|----|
| 1.2.2.Uluslararası Para Sistemi'nin Tarihçesi.....        | 31 |
| 1.2.2.1. Altın Para Sistemi (1870-1914).....              | 32 |
| 1.2.2.2. İki Dünya Savaşı Arası Dönem (1914-1944).....    | 34 |
| 1.2.2.3. Bretton Woods Dönemi (1944-1971).....            | 36 |
| 1.2.2.4. Bretton Woods Dönemi Sonrası (1971 Sonrası)..... | 38 |
| 1.2.3.Finansal Liberalizasyon.....                        | 41 |
| 1.2.3.1.Finansal Liberalizasyonun Etkileri.....           | 45 |
| 1.2.3.2.Türk Finans Piyasalarının Dışa Açılması.....      | 46 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

|  |           |
|--|-----------|
| <b>2.1. YABANCI SERMAYE VE YABANCI YATIRIM KARARLARI.....</b>          | <b>50</b> |
| <b>2.2. YABANCI YATIRIM TÜRLERİ.....</b>                               | <b>55</b> |
| 2.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım.....                                   | 55        |
| 2.2.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Modelleri.....                       | 58        |
| 2.2.1.1.1. Endüstriyel Organizasyon Teorisi.....                       | 60        |
| 2.2.1.1.2. Ürün Hayat Devreleri Teorisi.....                           | 61        |
| 2.2.1.1.3. Oligopolistik Tepki (Lideri İzle) Teorisi.....              | 62        |
| 2.2.1.1.4. İçselleştirme Teorisi.....                                  | 64        |
| 2.2.1.1.5. Eclectic Teorisi.....                                       | 66        |
| 2.2.1.2. Dünya'da Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....                     | 69        |
| 2.2.1.3. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....                   | 73        |
| 2.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları.....                                | 83        |
| 2.2.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülke Ekonomisine Etkileri..... | 88        |
| 2.2.2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri.....                 | 91        |
| 2.2.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Faydaları.....                 | 92        |
| 2.2.2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Engelleri.....                 | 94        |
| 2.2.2.5. Yabancı Portföy Yatırımların Modelleri.....                   | 95        |
| 2.2.2.5.1. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli.....                   | 96        |
| 2.2.2.5.2. Çok Faktörlü Fiyatlama Modeli.....                          | 99        |
| 2.2.2.5.3. Uluslararası Sermaye Varlıklar Fiyatlama Modeli.....        | 101       |

|  |     |
|--|-----|
| 2.2.2.6. Dünya’da Yabancı Portföy Yatırımları .....            | 102 |
| 2.2.2.7. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları .....          | 105 |
| 2.2.2.8. Yabancı Portföy Yatırımları Literatür Çalışması ..... | 111 |
| 2.2.2.8.1. Dünya’da Yapılmış Olan Çalışmalar .....             | 111 |
| 2.2.2.8.2. Türkiye’de Yapılmış Olan Çalışmalar .....           | 117 |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

|  |            |
|--|------------|
| <b>3.1. ÇALIŞMANIN KONUSU .....</b>  | <b>122</b> |
| <b>3.2. ÇALIŞMANIN AMACI.....</b>  | <b>122</b> |
| <b>3.3. VERİ SETİ.....</b>   | <b>123</b> |
| <b>3.4. YÖNTEM.....</b>  | <b>124</b> |
| 3.4.1. YPY’nin Belirleyicileri.....  | 125        |
| 3.4.1.1. Modellerin Oluşturulması.....   | 126        |
| 3.4.1.1.1. Temel Varsayımların Analizi.....                                    | 129        |
| 3.4.1.1.1.1. Çoklu Doğrusal Bağlantı .....                                     | 130        |
| 3.4.1.1.1.2. Değişen Varyans .....   | 131        |
| 3.4.1.1.1.3. Otokorelasyon (Ardışık Bağımlılık).....                           | 134        |
| 3.4.1.2. Modellerin Tahmini.....   | 135        |
| 3.4.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Menkul Kıymetler Piyasasına Etkisi ..... | 139        |
| 3.4.2.1. Regresyon Analizi .....   | 140        |
| 3.4.2.2. Eşbütünleşme Analizi.....   | 143        |
| 3.4.2.3. Granger Nedensellik Testi.....  | 145        |
| <b>SONUÇ.....</b>  | <b>150</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>  | <b>155</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>   | <b>171</b> |

**ÖZET**  
**DOKTORA TEZİ**  
**TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ VE**  
**MENKUL KIYMETLER PİYASASINA ETKİLERİ**

**Abdulkadir KAYA**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ**

**2011, 170 sayfa**

**Jüri: Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ**

**Prof.Dr. M. Suphi ORHAN**

**Prof.Dr. Pınar Evrim MANDACI**

**Doç.Dr. Bener GÜNGÖR**

**Doç.Dr. Ömer YILMAZ**

Finansal küreselleşme ile hız kazanan yabancı sermaye ülkeler için önemli bir finansman aracı ve finansman kaynağı haline gelmiştir. Özellikle 1990'lı yılların başlarında ulusal sermaye piyasalarının hızla liberalleşmesi sermaye faktörlerinin de hareketlenmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye türlerinden biri olan yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan bir ülkeye, yabancı yatırımın borçsuz kredi kaynaklarını sağlaması, sermayenin etkili bir şekilde tahsisini artırması ve yerel sermaye piyasasını etkilemesi gibi faydaları bulunmaktadır. Ayrıca bir ülkenin daha fazla yabancı portföy yatırımı çekmesi, o ülkenin gerek ekonomik altyapısının gerekse mali sektörünün serbest piyasa ekonomisi anlamında sağlam bir altyapıya sahip olduğunu ve uluslararası sermaye akımlarına getirdiği serbestleşmenin de varlığını göstermektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de yüksek değerlere ulaşan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek ve bu yatırımların menkul kıymetler piyasasına etkisini ölçmektir. Çalışmada 1998:01-2010:12 dönemine ait aylık veriler kullanılarak, regresyon, eşbütünlük ve granger nedensellik sınaması analizleri yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı yatırımcıların alış ve satış kararları üzerinde en fazla etkili olan değişkenlerin İMKB 100 endeksi, yabancı yatırımcıların önceki dönem alış ve satış tutarları ve Gayrisafi Yurtiçi Hasıla olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, Yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasına etkisinin incelendiği analizlerin sonucuna göre, sözkonusu alış ve satışlar İMKB 30, İMKB 50, İMKB 100 endeksleri, İMKB Piyasa Değeri ve İMKB İşlem Hacmi değişkenlerini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedirler.

**Anahtar Kelimeler:** Yabancı Sermaye, Yabancı Portföy Yatırımları, İMKB.

**ABSTRACT****Ph. D. DISSERTATION****DETERMINANTS OF FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS AND THEIR  
EFFECTS ON STOCK MARKET IN TURKEY****Abdulkadir KAYA****Advisor: Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ****2011, Page: 170****Jury: Prof. Dr. Turan ÖNDEŞ (Advisor)****Prof.Dr. M. Suphi ORHAN****Prof.Dr. Pınar Evrim MANDACI****Assoc.Prof.Dr. Bener GÜNGÖR****Assoc.Prof.Dr . Ömer YILMAZ**

Accelerating with financial globalization, foreign capital becomes an important financing instrument and a source of financing for countries. Especially in the early 1990s rapid liberalization of national capital markets caused mobilization of capital factors. As an element of foreign capital, foreign portfolio investments provide debt-free credit resources, increase effective allocation of capital and expand local capital markets for developing countries. In addition, a country's attracting more of foreign portfolio investment means that country has a solid economic infrastructure and financial sector in the context of free market economy and also it indicates the presence of liberalization of international capital flows.

The purpose of this study is to identify the determinants of foreign portfolio investments and to measure the effect of these investments to securities market in Turkey. In this study, using monthly data for the period 1998:01–2010:12, regression, cointegration and Granger causality test was used. As a result of the study, the greatest contribution of variables on foreign investors' buy and sell decisions are the ISE 100 index, foreign investors' buy and sell amounts of prior periods and Gross Domestic Product. In addition, according to the results of analysis that examined the effect of foreign portfolio investment on securities market, such purchases and sales affect statistically significant ISE 30, ISE 50, ISE 100 indexes, the market value of the ISE and ISE Trading Volume variables.

**Keywords:** Foreign Capital, Foreign Portfolio Investments, ISE.

**KISALTMALAR DİZİNİ**

|       |  |
|-------|--|
| UÇÖ   | : Uluslararası Çalışma Örgütü                        |
| IMF   | : International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu |
| DB    | : Dünya Bankası                                      |
| ÇUF   | : Çok Uluslu Firmalar                                |
| DTÖ   | : Dünya Ticaret Örgütü                               |
| GOÜ   | : Gelişmekte Olan Ülke                               |
| OECD  | : İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı            |
| BM    | : Birleşmiş Milletler                                |
| UTÖ   | : Uluslararası Ticaret Örgütü                        |
| GATT  | : General Agreement on Tariffs and Trade             |
| DYY   | : Doğrudan yabancı yatırım                           |
| AT    | : Avrupa Topluluğu                                   |
| YPY   | : Yabancı Portföy Yatırımları                        |
| GSYİH | : Gayri Safi Yurt içi Hasıla                         |
| FVFM  | : Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli               |
| ÇFFM  | : Çok Faktörlü Fiyatlama Modelleri                   |
| UFVFM | : Uluslararası Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli  |
| MKPD  | : Menkul Kıymet Pazar Doğrusu                        |
| GSMH  | : Gayri Safi Milli Hasıla                            |
| PD    | : Piyasa Değeri                                      |
| DD    | : Defter Değeri                                      |
| DİBS  | : Devlet İç Borçlanma Senedi                         |
| İMKB  | : İstanbul Menkul Kıymet Borsası                     |
| ICRG  | : International Country Risk Guide                   |



**ŞEKİLLER DİZİNİ**

|  |     |
|--|-----|
| <b>Şekil 2.1.</b> Ana Ülke Ve Yabancı Ülkede Ürünün Gelişme Dönemleri.....                   | 64  |
| <b>Şekil 2.2.</b> Uluslararası Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllar İtibariyle Dağılımı..... | 74  |
| <b>Şekil 2.3.</b> Türkiye'ye Yıllar İtibariyle Net DYY Girişleri .....                       | 78  |
| <b>Şekil 2.4.</b> Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü .....                                  | 85  |
| <b>Şekil 2.5.</b> Yabancı Yatırımların Yerel Birincil ve İkincil Piyasalara Katkısı.....     | 90  |
| <b>Şekil 2.6.</b> Menkul Kıymet Pazar Doğrusu .....  | 98  |
| <b>Şekil 2.7.</b> Dünya'da Yabancı Portföy Yatırımları .....                                 | 103 |
| <b>Şekil 2.8.</b> Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları Dağılımı .....                      | 108 |
| <b>Şekil 2.9.</b> Türkiye'de Yabancı Yatırımcı Oranları.....                                 | 109 |

## TABLOLAR DİZİNİ

|  |     |
|--|-----|
| <b>Tablo 2.1.</b> DYY Tiplerine Göre Oli Avantajları Ve Uluslararası Üretimi Belirleyen Faktörler .....    | 70  |
| <b>Tablo 2.2.</b> Uluslararası Doğrudan Yatırımlar .....   | 74  |
| <b>Tablo 2.3.</b> Türkiye'ye Yapılan Net DYY'lerin Ükelere Göre Dağılımı .....                             | 77  |
| <b>Tablo 2.4.</b> Türkiye'ye Yıllar İtibariyle DYY Girişinde Bulunan İlk On Ülke .....                     | 79  |
| <b>Tablo 2.5.</b> Türkiye'ye Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörel Dağılımı .                | 80  |
| <b>Tablo 2.6.</b> Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı ..... | 81  |
| <b>Tablo 2.7.</b> Uluslararası Sermayeli Firmaların Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı ....              | 82  |
| <b>Tablo 2.8.</b> Bazı Ükelere Yapılan Yabancı Portföy Yatırımları .....                                   | 103 |
| <b>Tablo 2.9.</b> Bazı Ükelerin Yaptıkları Yabancı Portföy Yatırımları .....                               | 104 |
| <b>Tablo 2.10.</b> Dünya'da En Fazla Portföy Yatırımı Yapan 10 Ülke .....                                  | 105 |
| <b>Tablo 2.11.</b> Dünya'da En Fazla Portföy Yatırımı Yapılan 10 Ülke .....                                | 105 |
| <b>Tablo 2.12.</b> Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırım Tutarları .....                                      | 107 |
| <b>Tablo 2.13.</b> Hisse Senedi-Portföy Dilimlerine Göre Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri.....      | 108 |
| <b>Tablo 2.14.</b> Yabancı Portföy Yatırım Tercihleri .....  | 109 |
| <b>Tablo 2.15.</b> Türkiye'de Yabancı Yatırımcılar Tarafından En Fazla Tercih Edilen 25 Hisse Senedi ..... | 110 |
| <b>Tablo 3.1.</b> Değişkenler Listesi .....  | 125 |
| <b>Tablo 3.2.</b> ADF Birim Kök Test Sınaması Sonuçları.....   | 128 |
| <b>Tablo 3.3.</b> Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu .....                                       | 132 |
| <b>Tablo 3.4.</b> LOGALİS Bağımlı Değişkeninin Model Tahmin Sonuçları .....                                | 135 |
| <b>Tablo 3.5.</b> LOGSATİS Bağımlı Değişkeninin Model Tahmin Sonuçları .....                               | 138 |
| <b>Tablo 3.6.</b> ADF Birim Kök Test Sınaması .....  | 140 |
| <b>Tablo 3.7.</b> Yabancı Portföy Alışları EKK Tahminleri .....  | 141 |
| <b>Tablo 3.8.</b> Yabancı Portföy Satışları EKK Tahminleri .....   | 142 |
| <b>Tablo 3.9.</b> İkili İlişkileri Dikkate Alan Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme Testi (ALİSBO).....        | 144 |

|   |     |
|---|-----|
| <b>Tablo 3.10.</b> İkili İlişkileri Dikkate Alan Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme Testi<br>(SATİSBO) ..... | 144 |
| <b>Tablo 3.11.</b> Değişkenlere Ait Uygun Gecikme Değerleri (ALİSBO).....                                 | 146 |
| <b>Tablo 3.12.</b> Değişkenlere Ait Uygun Gecikme Değerleri (SATİSBO).....                                | 147 |
| <b>Tablo 3.13.</b> Granger Nedensellik Test Sınaması (ALİSBO).....  | 148 |
| <b>Tablo 3.14.</b> Granger Nedensellik Test Sınaması (SATİSBO).....                                       | 148 |

**ÖNSÖZ**

Doktora eğitimim süresince yapıcı ve yol gösterici olarak bana destek olan danışman hocam Prof.Dr. Turan ÖNDEŞ'e, tezin hazırlanmasının her aşamasında yardımlarını ve görüşlerini aldığım Doç.Dr. Bener GÜNGÖR ve Doç.Dr. Ömer YILMAZ'a, tez savunma jürimde yer alan Prof.Dr. M. Suphi ORHAN ve Prof.Dr. Pınar Evrim MANDACI'ya, tez kaynaklarının araştırılmasında katkı sağlayan Yrd.Doç.Dr. Gülizar Kurt GÜMÜŞ'e, tez çalışmam süresince sürekli olarak bana destek olan Yrd.Doç.Dr. Ünal GÜLHAN'a, Yrd.Doç.Dr. Şakir DIZMAN'a ve Öğr.Gör. Ali COŞKUN'a teşekkür ederim.

## GİRİŞ

Kavram olarak yüzyıllar öncesine dayanan küreselleşme, literatüre 1980’li yılların başlarında kazandırılmıştır. Sovyetler Birliği’nin çöküşüyle iki rakip ideolojinin savaşı sona ermiş ve dünyadaki tek süper gücün Amerika Birleşik Devletleri olması ve liberalizmin galip gelmesi ile sonuçlanmıştır. 1980’li yıllardan sonra geliştirilen neoliberal politikalar ve özellikle gelişen teknoloji, küreselleşme sürecinin hızlı bir şekilde gelişmesine yol açmıştır. Küreselleşme kavramının anlamı üzerinde net bir tanımlama yapılamazken, kavram farklı bilim dallarında ve farklı kuruluşlarca değişik şekillerde tanımlanmıştır. Sosyologlara göre, küreselleşme sosyal ilişkilerin ulus üstü boyutta ortaya çıkışı ve yayılışı anlamına gelmektedir. Siyasi açıdan küreselleşme barış, refah, kalkınma gibi iddiaların önemini kaybettikleri siyasal bir projedir. Ekonomistler için ise küreselleşme ticari serbestleşmenin, yatırım ve sermaye akışının ve teknolojik değişimin ivmesiyle yönetilen ülkelerde hızlı ekonomik entegrasyon olarak tanımlanabilir. Uluslararası Para Fonu’na göre küreselleşme mal ve hizmetlerin sınırlar ötesi değiş tokuşu ile uluslararası sermaye akışındaki hacim ve çeşitlilik artışı ile teknolojinin hızlı ve yaygın hale gelmesine bağlı olarak giderek birbirine bağımlı hale gelmeleri olarak tanımlanmaktadır.

21. yüzyılın en önemli kavramlarından biri olan küreselleşme hakkında üç farklı yaklaşım mevcuttur. Bunlardan ilki uluslararası piyasaların, ulusal hükümetlerden daha rasyonel çalışmakta olduğu yaklaşımını savunan “hiperküreselleşmeciler”dir. İkincisi küreselleşmeye şüpheyle yaklaşan ve küreselleşmenin Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası gibi küresel güçlerin tekelinde işletilen bir süreç olduğu yaklaşımını ortaya atan “şüpheciler” ve son olarak küreselleşmeyi, modern toplulukları ve dünya düzenini yeniden şekillendiren sosyal, siyasal ve ekonomik değişmelerin arkasındaki ana siyasal güç olarak benimseyen yaklaşımları ileri süren “dönüşümcüler”dir.

Dünyayı küresel bir köy olarak gören küreselleşmenin ortaya çıkışının ve gelişiminin en önemli etkenleri teknolojik, ekonomik ve politik gelişmelerdir. Teknolojik gelişmeler yeni açılımların sağlanması ve maliyetlerin düşürülmesinde önemli rol oynamıştır. İç piyasaları doymuş ekonomilerin dış piyasalara açılarak iş hacimlerini artırma istekleri ekonomik olarak küreselleşmenin gelişmesine katkı

sağlamıştır. Küreselleşme ile ülkeler ortak menfaatleri doğrultusunda politik kararlar alarak küreselleşme sürecini olumlu şekilde etkilemişlerdir.

Küreselleşme günümüzdeki varlığını belirli bir süreç içerisinde sürdürmektedir. Bu süreçteki ilk aşama, mal ve hizmetlerin ülkeler arasında dolaşımı, ikincisi para ve sermaye hareketlerinin ülkeler arasında dolaşımı, son aşaması ise insanların ülkeler arasında serbest dolaşımıdır. Mal ve hizmetlerin serbest dolaşımını takiben teknolojik gelişiminde katkısıyla ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve hızı artmıştır. Sermaye, sermayesi bol ve getirisi az olan bölgelerden, sermayesi az olan ve getirisinin fazla olduğu bölgelere doğru yönelmiştir. Finansal serbestleşme olarak da ifade edilebilen bu süreçte arz tarafındaki ülkeler sermaye yüksek getiriden faydalanırken, sermayenin kıt olduğu ülkeler de sermaye yetersizliklerini gidermektedirler. Bu nedenle finansal sermayenin en yüksek karı yakalayabildiği ülke ekonomilerine ve sektörlerine rahatça ve hiçbir engelleme tabi tutulmaksızın girebilmesi için tüm engelleyici uygulamaların kaldırılması gerekmektedir.

Küreselleşme süreci öncesinde yeterince önemsenmeyen yabancı sermaye, günümüzde ülkelerin kalkınmasına olan katkısının anlaşılmasıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkelerin ilgi odağı haline gelmiştir. Ülkeler arasında sermayenin dolaşımıyla ortaya çıkan finansal küreselleşme kavramı, gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir. Günümüzde küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı ve ticaret artmış, hatta tüketici davranışlarında benzerlikler oluşmaya başlamıştır. Aynı zamanda sanayi faaliyetlerinin belirli bölgelerde yoğunlaşması eğilimi azalırken, sektörler ve firmalar arasında sınır ötesi gelişmeler, işbirlikleri ve sermaye hareketleri de artmıştır. Sermaye yoğun olan ülkelere sermayenin eksik olduğu ülkelere sermaye akışı ülkeye sermaye kazancı yanında, yeni teknoloji, know-how, ihracat, yönetim becerisi ve pazarlama avantajları gibi faydalarda sağlamaktadır.

Bir ülkede ekonomik gelişimin temel faktörlerinden birisi de ülke kaynaklarından oluşturulan tasarrufların veya diğer ülkelerdeki tasarrufların ekonomiye çekilmesidir. Yabancı ülkelerdeki tasarrufların sermaye ihtiyacı olan ülkeye

çekilmesinin tasarruf açığının ve sermaye açığının giderilmesinde önemli etkileri bulunmaktadır. Finansal küreselleşme, küreselleşmenin önemli bir parçası olması yanında küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsurdur.

1973 yılında meydana gelen devalüasyondan sonra, kurların dalgalanmaya bırakılması ve teknolojiadaki önemli gelişmeler finansal küreselleşmeyi etkileyen faktörler olmuştur. Bu gelişmeler yanında reel sektörde ve dünya ticaretindeki gelişmeler, çok uluslu firmaların yatırımlarındaki artış, mevzuatlardaki rahatlama, finansal liberalizasyon uygulamaları da bu sürecin gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Bretton Woods sisteminin çökmesi ve uluslararası anlamda piyasaların sistemli bir dönemden, adeta systemsiz bir döneme geçtiği yirminci yüzyılın son çeyreğinde, genel olarak ulusal ekonomiler, özellikle finansal piyasalar açısından büyük değişimlere sahne olmuştur ve bu değişim trendi günümüzde de artarak devam etmektedir. Son yıllarda dünya sermaye piyasalarında çok hızlı bir şekilde yaşanan küreselleşmeyle piyasalardaki işlem hacmi hızla gelişmekteyken buna paralel olarak uluslararası işlemlerin payları da hızlı bir şekilde artmaktadır. Bu gelişmeler sonucu, ülkelerin reel ve finansal piyasaları arasındaki sınırlar neredeyse tamamen ortadan kalkarak, tek bir dünya pazarı oluşmuştur. Böylece firmalar ve kamu kesimi fon bulmak için iç mali piyasalara bağlı kalmak zorunluluğundan kurtulmaktadırlar.

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun bir sermaye hareketliliği gerçekleşmeye başlamıştır. Bu sermaye hareketliliği, tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin bir şekilde dağılımına olanak sağlamıştır. Uluslararası sermaye hareketleri genel olarak doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar yabancı yatırımcı tarafından iktisadi kıymetler aracılığıyla, yeni firma kurmak ve şube açmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi, menkul kıymet borsalarından bir firmanın kayıtlı sermayesinin en az %10 hissesini ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir firmaya ortak olmak şeklinde tanımlanabilir.<sup>1</sup> Dünyada doğrudan yabancı yatırımlar 1980'li yıllara kadar gelişmiş ülkeler arasında yapıyorken 1990'lı yıllardan itibaren bu yatırımlar gelişmiş ülkelere doğru da yönelmeye başlamıştır.

<sup>1</sup> Mehmet Eryiğit ve Canan Eryiğit, "Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Ekonomik Faktörler", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 236.

Özellikle son yıllarda doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen artışlar yabancı piyasalara girmenin kolaylaşması, teknolojik değişikliklerin sağladığı fırsatlar, dünya genelinde üretim ve tüketimin güvenli bir şekilde sağlanması ve maliyetlerin düşürülmesi gibi etkenlerden kaynaklanmaktadır. Genel olarak Avrupa Birliği ülkeleri Avrupa'da, Japonya Asya'da, ABD Latin Amerika'da en fazla yatırım yapan ülkeler olmuştur. Çin, Hong Kong ve Singapur Asya'da cazibe merkezi olma konumlarını korumuşlardır. Dünyada doğrudan yabancı yatırımlar 1985 yılında 995 milyar \$, 1990 yılında 2,085 milyar \$, 1995 yılında 3,381 milyar \$, 2000 yılında 7,443 milyar \$, 2005 yılında 11,525 milyar \$ ve 2009 yılında 17,743 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Küresel finansal krizin etkilerinin görüldüğü 2008 yılındaki yatırımlarda 2007 yılına göre %14 civarında düşüş olmasına rağmen 2009 yılında yatırımlar tekrar artmaya başlamıştır. 2005 yılından itibaren yıllık verilere bakıldığında bir önceki yıla göre yabancı doğrudan yatırımlar 2005 yılında % 4.25, 2006 yılında % 23.87, 2007 yılında % 26.02 ve 2009 yılında % 14.54 oranında artarken, 2008 yılında % 13.89 oranında azalmıştır. Türkiye'ye yapılan net doğrudan yabancı yatırım tutarları ise 1995-2004 yılları arasında ortalama 1,4 milyar \$, 2005 yılında 9,8 milyar \$ ve 2010 yılında 8,9 milyar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılından itibaren yıllık verilere bakıldığında bir önceki yıla göre yabancı doğrudan yatırımlar 2005 yılında % 104,3, 2006 yılında % 101.2, 2007 yılında % 9.2 ve 2010 yılında % 5.8 oranında artarken, 2008 yılında % 11.5 ve 2009 yılında % 56.9 oranında azalmıştır.<sup>2</sup>

Yabancı bir ülkedeki bir firmanın hisse senetlerine yatırım yapılıyorken, firmanın toplam ödenmemiş sermayesinin % 10'dan yüksek bir yatırım yapılıyorsa bu yatırım doğrudan yabancı yatırım olarak kabul edilirken, % 10'undan daha az bir yatırım gerçekleştiriliyorsa yabancı portföy yatırımı olarak değerlendirilmektedir. Yabancı portföy yatırımları bir firmanın toplam ödenmemiş sermayenin %10'undan daha düşük oranda hisse senetlerini, tahvil, gayrimenkul ve direkt yatırımların bir parçası olmayan ve ticaret dışında banka kredilerinin satın alınması olarak tanımlanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarını portföy yatırımlarından ayıran en önemli fark, doğrudan yatırım yapan kişi veya firmaların, karar alma ve üretim sürecindeki kontrolüdür. Yabancı portföy yatırımları çok daha değişken karakterli ve daha kısa vadeli. Doğrudan yatırımlarda ülkeye yatırım yapan yabancı yatırımcı,

<sup>2</sup> UNCTAD, World Investment Report 2010.



yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmekte iken portföy yatırımlarında yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkısı olmamaktadır. Yabancı portföy yatırımları durağan olmayan ve sürekli olarak değişebilen yatırımlar olması nedeniyle iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duyarlar. Bu türdeki yatırımlar tamamen finansal yatırımlar oldukları için finansal faktörlerdeki değişimlere çok daha duyarlıdırlar. Bu nedenle portföy yatırımlarındaki artış, küresel sermaye piyasalarının önemini artırmakta, menkul kıymet piyasalarında sermaye kontrollerinin rahatlamasına ve işlem maliyetlerinin düşmesine yol açmaktadır. Dolaylı yatırım olarak da adlandırılan yabancı portföy yatırımları günümüzün teknolojik olanakları sayesinde elektronik ortamda oldukça kısa süre içerisinde gerçekleştirilebilmektedir. Yabancı yatırımcı yatırım yaptığı ülkedeki bir risk algılaması halinde de büyük bir hızla yatırımını likide dönüştürerek ülkeyi terk edebilmektedir.

Yabancı portföy yatırımının genel olarak ülke ekonomisine faydaları, gelişmekte olan bir ülkeye yabancı yatırımın borçsuz kredi kaynaklarını sağlaması, sermayenin etkili bir şekilde tahsisini artırması ve son ve en önemli faydası ise yerel sermaye piyasasının gelişimini sağlar. Gelişmekte olan bir ülkenin, diğer gelişmekte olan ülkelere göre yabancı portföy yatırımlarını daha fazla çekmesi, o ülkenin gerek ekonomik altyapısının gerekse mali sektörünün serbest piyasa ekonomisi anlamında sağlam bir altyapıya sahip olduğunu ve uluslararası sermaye akımlarına getirdiği serbestleşmenin varlığını göstermektedir.

Yabancı portföy yatırımları sermaye piyasalarının likiditesini artırır ve piyasanın etkili bir şekilde gelişmesine bu sayede yardım edebilir. Piyasalar daha likit, daha derin ve kapsamlı olacağı için yatırımları daha geniş oranda finanse eder. Bunun yanında yerel sermaye piyasalarında disiplin ve uzmanlık sağlayabilir. Yatırımcılar için daha fazla bilgi talebi ve açıklama şeffaflığı sağlar. Yabancı portföy yatırımı daha fazla bilgi ve muhasebe standardı talep eder ve bu standartları ve onların fonksiyonlarını nasıl yerine getirdiği bilgisini kullanarak onlara deneyim sağlar. Aynı zamanda sermaye piyasasının ve şirket yönetimindeki hissedarların gücünün gelişmesine yardım edebilir. Piyasanın likiditesi ve fonksiyonelliği geliştiği zaman, hisse senedi fiyatları artan bir şekilde firmaların temel değerlerine yansıtacak ve sermaye akımlarının daha etkili bir şekilde tahsisini sağlayacaktır. Portföy ve direkt yatırımların belli seviyeyi aştığı

noktada, iyi fonksiyonelleşmiş hisse senedi piyasaları firmaların devralınmasını da kolaylaştıracaktır.

Yabancı portföy yatırımı, daha fazla yatırım çekmek ve iyi bir portföy yönetimi sağlamak amacıyla futures, opsiyon, swap vb. enstrümanlar ve yeni teknolojiler ortaya çıkararak yerel sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmektedir. Bu enstrümanlar için artan talep yabancı ve yerli yatırımcılar için yerel piyasaların bu fonksiyonlarının gelişimine ve risk yönetimi fırsatlarının artmasına yardım edecektir. Açık sermaye piyasaları da tasarruf ve kaynakların dünya genelinde dağılımını geliştirerek küresel ekonomik gelişime katkı sağlayacak ve yabancı yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme fırsatı sunacaktır.

Yabancı portföy yatırımları istikrarlı bir şekilde artmaktadır ve genel olarak gelişmekte olan ülkeler ve özellikle ABD ve İngiltere tarafından gerçekleştirilmekte ve çekilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler yeterince yabancı portföy yatırımı çekememekte ve yatırımlar gelişmekte olan ülkeler arasında yoğun olarak gerçekleşmektedir.

Türkiye’de yabancı sermaye ile ilgili ilk düzenleme 1947 yılında Türk Parasını Koruma Kanunu ile ele alınmıştır. 1954 yılına çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermaye’yi Teşvik Kanunu ise ilk yasal düzenleme olmasına rağmen beklenen gelişme sağlanamamıştır. 24 Ocak 1980 kararları ile de düşük düzeyde artışlar kaydedilmeye başlanmıştır. 26 Aralık 1985 tarihinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) faaliyete başlamasıyla yabancı yatırımcılar Türkiye’den hisse senedi almaya başlamışlardır. Türkiye’ye yapılan yabancı portföy yatırımları kriz dönemleri hariç sürekli olarak artmıştır. Yabancı portföy yatırımcılarının Türkiye’den yapmış oldukları hisse senedi alış tutarları 1997 yılında 675 milyon TL, 2000 yılında 9.224 milyon TL, 2005 yılında 56.972 milyon TL ve 2010 yılında 96.987 milyon TL olarak gerçekleşmiş, hisse senedi satış tutarları ise 1997 yılında 738 milyon TL, 2000 yılında 11.074 milyon TL, 2005 yılında 51.512 milyon TL ve 2010 yılında 93.023 milyon TL olmuştur. İMKB’deki toplam yatırımlar içinde, son beş yıla ait yatırımcı oranlarının ortalamasında yabancı yatırımcıların oranı % 67.49, yerli yatırımcıların oranı ise %32.51’dir. Yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerinde hisse senetlerinin oranı 2008 yılında % 46, 2009 yılında % 65,4, 2010 yılında % 63 olarak gerçekleşmiştir.<sup>3</sup> Son yıllarda yabancı portföy yatırımcılarının yatırım tercihleri hisse senetleri üzerinde yoğunlaşmıştır.

---

<sup>3</sup> www.spk.gov.tr

Bu çalışmanın amacı, dünyada sürekli olarak artan Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler için hem makro ekonomik hem de sermaye piyasalarının gelişimi için büyük bir öneme sahip olan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek ve bu yatırımların menkul kıymet piyasasına etkisini ölçmektir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, yabancı sermaye yatırımlarının gerçekleşmesinin ortamını oluşturan küreselleşme, finansal küreselleşme ve finansal liberalizm konuları ele alınmıştır. İkinci bölümde, yabancı sermaye, doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları incelenerek, bu yatırım türlerinin Dünyada ve Türkiye'deki durumları hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca, yabancı portföy yatırımları hakkında gerek ulusal gerekse uluslararası literatür araştırması yapılmıştır. Çalışmanın uygulama kısmının yer aldığı dördüncü bölümde ise, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ve söz konusu yatırımların İMKB üzerindeki etkilerini tespit etmek üzere yapılan analizlerde kullanılan veriler, analiz yöntemleri ve analizlerden elde edilen sonuçlar sunulmuştur.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

#### 1.1. KÜRESELLEŞME

Küresel toplum veya küresel köy kavramı, ilk olarak 1964 yılında Kanada'lı Marshall McLuhan tarafından kullanılmıştır. McLuhan'a göre bu kavramın ortaya çıkmasında ekonomik gelişmelerden ziyade medya ve özellikle televizyon önemli bir etkiye sahiptir. 1969 yılında Zbigniew Brzezinski tarihteki ilk küresel toplumun, süper güç olan Amerika olduğunu söylemiştir. Amerikan toplumu, diğer uluslara yenilikçi bir küresel model olmayı başarmıştır. 1983'te Theodore Lewitt, Harvard Business Review'de bir makalesinde piyasaların küreselleşmeyi vurgulayarak finansal küreselleşme kavramını kullanmıştır.<sup>4</sup>

Küreselleşme kavramı üzerine bir fikir birliğine varılmış olmamasına rağmen bu kavram değişik bakış açılarından hareketle değişik anlamlarda kullanılabilir. Kimi yazarlar; küreselleşmenin ekonomik boyutunu öne çıkarırken, kimileri de siyasal ya da sosyo-kültürel yönünü öne çıkarmaktadır. Ayrıca küreselleşme sürecinin kendiliğinden gelişen bir süreç olduğunu savunan yazarlar yanında gelişmiş ülkelerin kontrolü altında gelişen küreselleşme sürecini savunan yazarlar da mevcuttur.<sup>5</sup>

Kavram olarak küresel/global sözcüğünün kökeni 400 yıldan daha eski olmasına rağmen küreselleşme kavramı 1960'lı yıllara kadar yaygın olarak kullanılmamıştır.<sup>6</sup> Küreselleşme, 1940'lı yıllardan itibaren özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'de gündeme gelmiştir. Bu konudaki ilk ciddi çalışma 1968 yılında Uluslararası Sosyal Bilimler Ansiklopedisi'nde yayınlanmıştır. 1983 yılında ise Amerikalı bir akademisyen olan Theodore Lewitt'in "The globalization of Markets" başlıklı makalesiyle küreselleşme bir kavram olarak literatüre girmiştir.<sup>7</sup> Soğuk savaşın sona ermesiyle dünyanın yeniden şekillenmeye başladığı ve küreselleşme söylemlerinin ön plana çıktığı 1990'lı yıllarda tüm dünyayı etkileyecek politik, ekonomik ve sosyo-kültürel yapılanma süreci yeniden başlamıştır. Sovyetler Birliği'nin çöküşü ile iki rakip ideolojinin savaşı

<sup>4</sup> Peter Kemp, "The Globalization of The World", (Ed Peter Kemp). *Philosophical Problems Today*, Springer, Volume:3, Berlin 2005, s. 15.

<sup>5</sup> Oğuz Kaymakçı, *Kavramsal, Kuramsal ve Tarihsel Açından Küreselleşmeye Giriş, Küreselleşme Üzerine Notlar*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007, s. 4.

<sup>6</sup> Malcom Waters, *Globalization*, Routledge, London 2004, s. 2.

<sup>7</sup> Nurettin Öztürk, *Finansal küreselleşme ve küresel Sermaye Akımları*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007, s. 253.

sona ermiş ve liberalizm galibiyetini ilan etmiştir. Uluslararası sistem içinde ABD'nin tek süper güç olarak kalması ve liberal politikaların yerini giderek 1980'li yıllardan itibaren uygulanmaya başlayan neoliberal politikalara bırakması 21. yüzyılda küreselleşmenin temel dayanaklarını da belirginleştirmiştir.<sup>8</sup> Yüzyıl öncesinde de var olan ve kökeni çok eski çağlara gitmesine rağmen, ileri teknolojik uygulamalar sayesinde hiç bugünkü kadar yoğun ve hızlı işlenmeyen küreselleşme,<sup>9</sup> 20. yüzyılın son diliminde yeniden ortaya çıkmıştır. Küreselleşme sürecinde ön plana çıkan teknolojik gelişme aynı zamanda politik, ekonomik ve kültürel üstünlüğün de elde tutulmasına yardımcı olan en önemli etkidir. Bilişim devrimi ve teknolojik gelişme dünyanın bütün olarak algılanmasını sağlarken bu bağlanmışlık aynı zamanda ulusaldan yerele tüm yapıların küresel politikalar doğrultusunda şekillenmesini kolaylaştırmıştır.<sup>10</sup>

Jeffrey Sachs'a göre, küreselleşme sonucu ülkeler arasında oluşan teknolojik açıkları kapatmak olanaksızdır. Dünya nüfusunun yüzde 15'inin yaşadığı kuzey Amerika, batı Avrupa ve Avusturya'da teknolojik buluşlar gerçekleştiriliyorken dünya nüfusunun yarısının yaşadığı Güney Amerika'nın güneyi, Meksika, Doğu Avrupa, Çin'in kıyı bölgeleri ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde ise bu teknolojik buluşlar kopya edilip uygulanmaktadır. Dünya nüfusunun geri kalan bölgelerinin ise teknolojiyle ilgisi yoktur. Teknolojiyi üreten ülkelerle, teknolojiyle ilgisi olmayan ülkeler arasında büyük bir gelir farkı vardır. Küreselleşme sonucu pazarlar genişlemekte ve yeni ürünler üretilmektedir. Bu yüzden bazı ülkelerde teknoloji inanılmaz boyutlarda hızla ilerlemektedir.<sup>11</sup>

Ulusal ve uluslararası ilişkilerde ekonomik, siyasal, sosyal ve kültürel alanlarda yaşanan değişim ve dönüşüm temelde küreselleşme sürecini oluşturmuştur. Çünkü küreselleşme uluslar, toplumlar ve yerel gruplar arası karşılıklı ilişkilerin ve etkileşimin genişlemesi, derinleşmesi ve hızlanması ile ilgili tüm eğilimleri ve olguları kapsayan bir kavram haline dönüşmüştür.<sup>12</sup>

<sup>8</sup> Senem Atvur, "Küreselleşme Sürecinde GOÜde Dünya Kentleri", Küreselleşme, *Demokratikleşme ve Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008, s. 232.

<sup>9</sup> Metin Toprak, *Küreselleşme ve Kriz Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2001, s. 8.

<sup>10</sup> Atvur, s. 232.

<sup>11</sup> Erol İyiboçuk, *Küreselleşme ve Türkiye Sorunları ve Çözümleri*, Ezgi Kitabevi, İstanbul 2004, s. 284.

<sup>12</sup> İsmail Şiriner, *Finansal Küreselleşme Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm*, Eti Yayınevi, İstanbul 2008, s. 15.

Uluslararası işletmecilik, ekonomi ve sosyal politika alanlarında öne çıkan küreselleşme kavramı sosyal bilimciler, iş -adamları ve politikacılar tarafından yeni bir dünya ekonomik sistemine geçişe yol açan evrensel ve belki de kaçınılmaz bir sosyo-ekonomik trend olarak ele alınmıştır.<sup>13</sup>

Küreselleşme'nin anlamı farklı disiplinlere göre değişiklikler göstermektedir. Küreselleşme sosyal bilimler disiplinleri içinde en fazla sosyolojik, siyasal ve ekonomik alanlarda inceleme konusu olmuştur.

Sosyologlara göre, küreselleşme ile modernizasyon çağdaştır ve modern dönemin başlangıcından itibaren küreselleşme işlemektedir.<sup>14</sup> Küreselleşme sosyal ilişkilerin ulusüstü boyutta ortaya çıkışı ve yayılışı anlamına gelmektedir.<sup>15</sup>

Siyasal yönden küreselleşme; barış, refah, kalkınma gibi iddiaların önemini kaybettikleri siyasal bir projedir.<sup>16</sup> Küreselleşme ulus devletleri zayıflatan, etnik, dinsel ve kültürel ufanmayı besleyici, terörizmi ve asimetrik savaşı tetikleyici zengin ile fakir arasındaki uçurumu büyütücü bir durum meydana getirdiği ileri sürülmüştür.<sup>17</sup>

Küreselleşme kavramını uluslararası sosyal ve siyaset açısından önemli bir referans alan Uluslararası Çalışma Örgütü (UÇÖ) açısından küreselleşme; ticari serbestleşmenin, yatırım ve sermaye akışının ve teknolojik değişimin ivmesiyle yönetilen ülkelerde hızlı ekonomik entegrasyon olarak tanımlanabilir.<sup>18</sup>

Ekonomistler açısından küreselleşme dünya genelinde ekonomik entegrasyonla ilgili bir trenddir. Bu anlamda küreselleşme finans, üretim ve taşıma piyasalarında artan bir şekilde kendini hissettirmektedir.<sup>19</sup>

Buna göre küreselleşme dört temel dinamiğe ayrılabilir. Birincisi piyasaların küreselleşmesi; ikincisi üretimin küreselleşmesi; üçüncüsü mülkiyetin küreselleşmesi ve son olarak ürünlerin küreselleşmesidir.<sup>20</sup>

<sup>13</sup> Esin Can Mutlu, Yonca Gürol, Özen Aşık ve Pınar Büyükbacı, *Küreselleşme Ve Yönetim Yazını: 1990-2007 Döneminde Türkiye'de Yönetim Alanında Yazılmış Doktora Tezleri Üzerine Bir Araştırma*, Küreselleşme, Demokratikleşme ve Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008, s. 204.

<sup>14</sup> Waters, s. 62.

<sup>15</sup> Karen A. Mingst, *Global Governance: The American Perspective*, Globalization and Global Governance, Little Field Publishers, Boston 1999. s. 17.

<sup>16</sup> Heiki Patomaki, "The Long Downward Wave of The World Economy and The Future of Global Conflict", *Globalizations*, May 2005, Cilt:2, s. 61.

<sup>17</sup> Osman M. Öztürk, *Amerika Çökerken, Yeni Kutuplaşma*, Fark Yayınları, Ankara, 2007, s. 25.

<sup>18</sup> Oğul Zengingönül, "Nedir Bu Küreselleşme? Kaçabilirmiyiz? Kullanabilirmiyiz?", *Esiad Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1, s. 91.

<sup>19</sup> Terence Brake, *Managing Globally*, Dorling Kinderslev Limited, 2002, s. 4.

Küreselleşme, Devlet Planlama Teşkilatı 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu'nda ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel alanlarda bazı ortak değerlerin yerel ve ulusal sınırları aşarak dünya çapında yayılması olarak tanımlanmaktadır.<sup>21</sup>

Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin yaptığı tanıma göre küreselleşme; mal ve hizmetlerin sınırlar ötesi değiş tokuşu ile uluslararası sermaye akışındaki hacim ve çeşitlilik artışı ile teknolojinin hızlı ve yaygın hale gelmesine bağlı olarak giderek birbirine bağımlı hale gelmeleri olarak tanımlanmaktadır.<sup>22</sup> Hangi disiplin altında tanımlanırsa tanımlansın küreselleşme, kendisine, günümüze egemen olan iktisadi, siyasi ve kültürel dinamikleri açıklama yeteneği atfedilmiş kavramların en önemlisi durumundadır.<sup>23</sup> Dünya Bankası (DB) “Küreselleşme, Büyüme ve Yoksulluk” adlı raporunda, “Küreselleşme Sürecini” dünyadaki ekonomilerin ve toplumların devam eden bütünleşmesi olarak tanımlamıştır.<sup>24</sup>

Küreselleşmenin günümüzdeki işleyişinde doğal bir evrimin olduğu söylenebilir. Bu bakımdan bir küreselleşme hiyerarşisinden dahi söz edilebilir. Birincisi mal ve hizmetlerin ülkeler arasında dolaşımı; ikincisi para, sermaye hareketlerinin serbest dolaşımı ve üçüncüsü ise insanların serbest dolaşımı aşamalarıdır. Ancak her bir aşamaya hukuki ve kurumsal yapılarda ve işleyiş mekanizmalarında önemli ölçüde benzer ve ortak standartların geliştirilip uygulanmasının da kaçınılmaz olarak eşlik edeceği açıktır.<sup>25</sup>

### 1.1.1. Küreselleşmeye Yönelik Yaklaşımlar

Küreselleşmeye yönelik yaklaşımların literatürde sıkça atıf yapıldığı üzere Hiperküreselleşmeciler, Şüpheciler ve Dönüşümcüler olmak üzere üç temel grupta incelendiği görülmektedir.

<sup>20</sup> Martin Kenney ve Richard Florida, *Locating Global Advantage: Industry Dynamics in The International Economy*, Stanford University Press, 2003, s. 8.

<sup>21</sup> S.Rıdvan Karluk, “Küresel Dünya’da Ekonomik Kriz”, *Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II*, Yıl:7, Sayı:42, 2001, s. 1009.

<sup>22</sup> Mutlu, Gürol, Aşık ve Büyükbacı , s. 205.

<sup>23</sup> M.Kemal Aydın, *Sermayenin Küreselleşmesi*, Değişim Yayınları, İstanbul, 2003, s. 83.

<sup>24</sup> Şengül Hablemitoğlu, *Küreselleşme Düşlerden Gerçeklere*, Toplumsal Dönüşüm Yayınları, Ankara 2004, s. 36.

<sup>25</sup> Toprak, s. 21.

### 1.1.1.1. Hiperküreselleşmeciler

Aşırı küreselleşmecilerin bir diğer adı da radikallerdir. Radikallere göre ulus-devlet, küreselleşme süreci ile birlikte artık önemini yitirmiş ve ulus-devletler ulusal sınırlarını kontrolde zorluk çekmeye başlamışlardır. Aşırı küreselleşmecilerin iddialarına göre, uluslararası piyasalar, ulusal hükümetlerden daha rasyonel çalışmaktadır.<sup>26</sup> Küreselleşme insanlık tarihinde yeni bir çağdır ve her türlü ilişki küresel düzeyde o kadar entegre olmuştur ki, bu durum ulus-devletin boyutlarını aşmış ve ulus-devleti önemsiz bir konuma getirmiştir.<sup>27</sup> Artık küresel piyasa, politikanın yerini almaktadır. Çünkü piyasa mekanizması hükümetlerden daha rasyonel çalışmaktadır. Piyasa koşulları büyük bir oranda gerçekliklerden etkilenmekte, son değişimler bir süre sonra etkilerini yitirerek gerçek koşullara ayak uydurmak zorunda kalmaktadır. Bu anlamda dünya ülkelerinin çoğunda, vatandaşların politikayla daha az ilgilenmeleri ya da politikacıların vatandaşlar üzerinde daha çok hayal kırıklığı yaratıyor olmaları küreselleşme sürecinin bir sonucudur.

Hiperküreselleşmeciler, dünya toplumunun geleneksel ulus devletlerin yerini almakta olduğunu ve yeni toplumsal örgütlenme şekillerinin belirmeye başladığı düşüncesindedirler ve bu sürecin küresel ekonomide kaybedenler kadar kazananları da yarattığına inanmaktadırlar. Ancak bu grup içerisinde yer alanlar homojen bir görünüm arz etmemektedirler.<sup>28</sup>

### 1.1.1.2. Şüpheciler

Küreselleşmeye eleştirel yaklaşan şüphecilerin “yeni küresel ekonomi” ile ilgili olarak gerçekte neyin yeni olduğu hususunda şüphe içinde oldukları görülmektedir. Diğer yandan eleştirel açıdan yaklaşanlara göre küreselleşme, kesinlikle iddia edildiği gibi görünmez bir elin değil IMF, DB gibi uluslararası odalarda somutlaşan uluslararası boyutlu tekellerin egemenliği altındadır. Uluslararası sermayenin çıkarlarını korumanın bir aracı olan bu kurumlar mali, ekonomik ve sosyal konularda temel kararların alınması ve yürütülmesini gerçekleştirmektedir. Küreselleşmeye getirilen çok

<sup>26</sup> Ercan Serdar Toksoy, “Küreselleşme ve Bölgeselleşme İlişkisi”, Erişim Tarihi: 12.07.2010, <http://www.serkantoksoy.com/makaleler/KuresellesmeVeBolgelesmeIliskisi.doc>, s. 4.

<sup>27</sup> Oğul Zengingönül, *Küreselleşme Yoksulluk Gelişmişlik ve İşgücü Piyasaları Ekseninde*, Adres Yayınları, Ankara 2004, s. 16.

<sup>28</sup> Necmi Emel Dilmen, *Bireyselleşen Küre*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007, s. 102.



önemli bir başka eleştiri ise küreselleşmenin batı kültürünü dünyaya yaydığı yönündedir.<sup>29</sup>

Küreselleşme konusunda söylenen sözlerin hepsinin kuru gürültü olduğunu savunan şüpheciler, küresel ekonominin tüm faydalarına rağmen, önceki dönemlerden özellikle farklı bir şey olmadığını belirtmektedirler. Şüphecilere göre geçmiş ile günümüz arasındaki fark, güneyden kuzeye doğru daha önceki sömürge dönemlerinin hepsini geride bırakacak bir kaynak akışının yaşanmasıdır. Küreselleşme, kapitalizmin önceki dönemlere göre daha az algılanabilen şiddetli bir aşamasıdır. Bu süreç refah sistemini ve sosyal devleti ortadan kaldırmak ve devletin harcamalarından kısıntı yapmak isteyen serbest piyasaların ortaya attığı bir ideolojidir. Sürecin sonunda mali, ekonomik ve dolayısıyla politik gücü elinde bulunduran bir grup azınlığın tüm dünyayı yönetmesi gibi bir durum ortaya çıkmaktadır.<sup>30</sup>

### 1.1.1.3. Dönüşümcüler

Dünya ekonomisinde karşılıklı bağımlılığın arttığı küreselleşme sürecinde yatırım ve ticaret önündeki sınırlar kalkarken enformasyon ve iletişim teknolojileri sayesinde coğrafi uzaklıkların önemi azalmaktadır. Böylece iş dünyasına bir yandan dünyanın her yerini pazara dönüştürme olanağı doğarken diğer yandan bütün dünyadan girdi temin ederek maliyetleri minimize etme imkanı sağlanmıştır. Ekonomik birimlerin iş yapma biçimleri geçmiş dönemlerle karşılaştırılmayacak ölçüde değiştiği için devrimci bir süreç olarak nitelendirilebilir. Bu süreçte dünyanın çeşitli bölgeleri ile ticari mal alışverişinin artışı yanında piyasa koşullarına ait enformasyonun hızla ve güvenle iletilebilir olması firmalara uluslararası piyasalara girme fırsatı sunulmaktadır.<sup>31</sup>

Ağırlıklı olarak reel politikaya yakın duranların oluşturduğu dönüşümcüler küreselleşmeyi, modern toplulukları ve dünya düzenini yeniden şekillendiren sosyal, siyasal ve ekonomik değişmelerin arkasındaki ana siyasal güç olarak görmektedirler.<sup>32</sup>

<sup>29</sup> Süleyman Özdemir, *Küreselleşme Sürecinde Refah Devleti*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2004-69, İstanbul 2004, s. 181.

<sup>30</sup> Güliz Uluç, *Küreselleşen Medya, İktidar ve Mücadele Alanı*, Anahtar Yayınları, İstanbul 2003, s. 179-180.

<sup>31</sup> Abdülatif Çeviker ve Yeşim Reel, "Türk ICT sektörünün küreselleşmesine ilişkin ampirik bir analiz", *Küreselleşme, Demokratikleşme ve Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008, s. 368.

<sup>32</sup> Uluç, s. 181.

Küreselleşme, modern toplumları ve dünya düzenini yeniden şekillendiren sosyal, siyasal ve ekonomik değişme ve gelişmelerin arkasındaki ana güçtür. Dönüşümcüler, küreselleşme süreci ile beraber ulus-devletlerin yeniden yapılandıklarını kabul ederken, hem aşırı küreselleşmecilerin “egemen ulus devletin sonunun geldiği” iddialarını hem de küreselleşme karşıtı kuşkucuların “hiçbir şey değişmedi” söylemini reddetmektedir.<sup>33</sup>

Küreselleşme kavramı ile ifade edilen süreç, iki boyutlu olarak ele alınmalıdır. Birinci boyutla çok çeşitli faktörler (ticaret ve sermaye akışlarının liberalleşmesi, değişen teknoloji, enformasyon ve bilgi değişiminin artan hacmi ve değişen biçimi) küresel bütünleşmeyi hızlandırmakta yani küreselleşme hızlı bir şekilde devam etmekte; ikinci boyutta ise bu değişimlere karşı çeşitli düzeylerde (küresel, bölgesel, ulusal ve yerel) kurumsallaşmış tepkiler oluşturmaktadır. Ekonomik küreselleşme temelde neoliberalizm politikaları ve ideolojisi tarafından şekillendirilmektedir. Böylece neredeyse bu kavram daha açık bir şekilde neoliberalizm olarak karakterize edilebilir. Sosyalizmin çöküşü ve demokratik sosyalizmin geri çekilişi, piyasa ekonomisine alternatif herhangi bir sistemin bulunmayışı, serbest piyasa ideolojisinin dünyadaki hegemonyasını hızlandırmaktadır.<sup>34</sup>

### **1.1.2. Küreselleşmenin Ortaya Çıkış Nedenleri**

Küreselleşmeye neden olan ve ona hız kazandıran unsurları üç başlık altında toplayabiliriz. Bunlar: teknolojik gelişmeler, politik gelişmeler ve ekonomik gelişmelerdir.

#### **1.1.2.1. Teknolojik Gelişmeler**

Küreselleşme son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmelerin hem nedeni hem de sonucu olarak kabul edilebilir. Teknolojide meydana gelen gelişmeler ve değişimler, telekomünikasyon alanında büyük ilerlemelerin yaşanmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerden önceki süreçte, ülkeler arasında var olan mesafe farklılıkları hem zaman hem de taşıma giderleri açısından maliyetlerin artmasına neden olmuştur. Teknolojik gelişmelerin küreselleşmeye olan iki önemli katkısından birincisi, teknolojik gelişmeler sayesinde yeni açılımların sağlanmış olması ve ikincisi ise mevcut araçların

<sup>33</sup> Toksoy, s. 4.

<sup>34</sup> Özdemir, s. 177.

maliyetlerinin düşürülmüş olmasıdır. Günümüzde uydular, fiber optikler ve bilgisayarlardaki gelişmeler, fiziksel uzaklıkların, ekonomik ilişkiler de dahil olmak üzere, insan hayatına getirdiği bütün kısıtlamaları büyük oranda azaltmıştır. Ayrıca bu gelişmelerin insan hayatına uyarlanma maliyetleri de oldukça düşüktür.

Finansal piyasaların da küresel boyut kazanmasında teknolojik gelişmelerin etkisi oldukça fazladır. İnsanlar milyonlarca dolarlarını bir telefon emri veya bilgisayar ile saniyeler içerisinde bir kıtadan diğer bir kıtaya aktarmaktadır. Bütün bunlara ek olarak yaşanan teknolojik gelişmelerin küresel yaşamı da yaklaştırdığı bir gerçektir. Küreselleşme bireyler, şirketler ve devletler arasındaki rekabeti teknolojik gelişmeler sayesinde sağlamıştır. Finansal küreselleşme ile elektronik, bilgisayar ve iletişim teknolojilerinin gelişimi eş zamanlıdır.<sup>35</sup>

#### **1.1.2.2. Ekonomik Gelişmeler**

Ülkelerin ekonomilerini uluslararası sermayeye açmaları, finansal küreselleşmenin hızla ulusal ekonomilere yayılmasını sağlamıştır. Çünkü kapalı ekonomik sistemde yalnız kendi gereksinimleri için üretimde bulunan satıcılar ve basit üretim teknikleri söz konusu olmakta ve ayrıca gümrük tarifeleri, kotalar ve döviz kontrolleri ile ulusal ekonomiler korunmaya çalışılmaktadır. Oysa dışa açık bir ekonomik sistemde her birey kendi gereksinimlerinden çoğunu üretecek, ürettiği fazlayı da gereksinim duyduğu ama üretmediği mallarla değiştirecektir. Ülke ekonomisini uluslararası sermayeye açmak, iç üretimi dış dünya ile rekabet etmesini sağlamak ve etkinliği arttırmaktır. Bu ticaretin küreselleşmesi aşamasıdır ki bunu takiben finansal küreselleşme gelmektedir.<sup>36</sup>

Gelişmiş ülkelerde iç piyasaların doyması, dış piyasalara açılma arayışı ile iktisadi faaliyetlerin hacimlerinin artmış olması küreselleşme sürecini ortaya çıkartan ekonomik faktörlerden bazılarını oluşturmaktadır. Çok Uluslu Firmalar (ÇUF) üretimlerini bütün yarımküreye yaymakta ve finans piyasalarında büyük miktarlarda para bir ülkeden başka bir ülkeye aktarmaktadır. Ekonomik yönden bugün yeryüzündeki ülkelerin önemli bir kısmı birbiriyle bütünleşmeye başlamıştır.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> Kaymakçı, s. 9.

<sup>36</sup> Şiriner, s. 26.

<sup>37</sup> Dilmen, s. 105.

### 1.1.2.3. Politik Gelişmeler

Küreselleşme ülkelerin politik olarak birbirleriyle entegre olmalarına yol açacaktır. Politik entegrasyonunun en önemli şartı ülkeler arasında sınırların kalkması, bütün ülkelerin aynı yönetim sistemine sahip olmaları ve ülkelerin ortak menfaatlerinde politik olarak aynı tutumu izlemeleridir.<sup>38</sup>

Küreselleşme etkisiyle artan ekonomik ve kültürel bağlar, ulus devlet yapısı içindeki hükümetlerin gücünü ve etkinliğini azaltmaktadır. Bu nedenle hükümetler, sınırlarından ekonomik nesnelere, teknolojik yeniliklerin, bilgi, haber ve fikirlerin akışını kontrol etmekte güçlük çekmekte ve bu çerçevede başvurdukları iç politika tedbirleri etkinliğini kaybetmektedir. Diğer bir ifadeyle, resmi politik otorite alanı ile ulusal politik otoritenin etki alanını ve gerçek gücünü birçok tarzda sınırlayan ekonomik üretim, dağıtım ve değişim sistemi arasında bir uçurum oluşmaktadır. Gelişen teknoloji, ekonomik birimlerin hareketliliğini, pazarların ve toplumların birbirine karşı duyarlılığını birçok açıdan artırmaktadır. Buna bağlı olarak ulus devletlerin ulusal ekonomik politika izleme olanağı giderek azalmaktadır.<sup>39</sup>

### 1.1.3. Küreselleşmenin Aktörleri

Küreselleşmeye yön veren ve önemli roller oynayan aktörleri, ulus devletler, uluslararası örgütler ve ÇUF'lar olarak özetlemek mümkündür. DB, Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ), IMF gibi uluslararası ekonomik kuruluşlar, Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerde yapısal uyum reformları ile hukuksal altyapıların oluşturulmasını sağlayarak, yabancı sermayenin söz konusu ülkelerdeki güvenliğinin sağlanmasına ve böylece küresel pazar ortamının yaratılmasına yardımcı olan uluslararası örgütler olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Aynı zamanda küreselleşme ile birlikte tüm dünyanın tek bir küresel pazar haline getirilmesini amaçlayan gelişmiş ülkelerdeki büyük firmalar, kar amaçlarını gerçekleştirebilmek için sınırlar ötesinde faaliyetlerini hızlandırarak uluslararası firmalar haline gelmişlerdir.<sup>40</sup>

<sup>38</sup> Abdulkadir Dursunoğlu, *Küreselleşme: Pratiksel ve Teoriksel Yaklaşım*, Çizgi Kitabevi, Konya 2010, s. 51.

<sup>39</sup> Mehmet Yüksel, *Küreselleşme Ulusal Hukuk ve Türkiye*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2001, s. 103.

<sup>40</sup> Cavit Yavuz ve Deniz Sivrikaya, "Küreselleşmenin Aktörlerinden Çok uluslu İşletmeler ve Yönetişim", Uluslararası Davraz Konferansı, 24-27 Eylül 2009, 1, Erişim Tarihi: 20.08.2010 <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/yonetim/yonetim6.pdf>

### 1.1.3.1. Ulus Devletler

Ulus devlet; Kendi halkının çıkarlarını her şeyin üstünde tutan, temel hedefleri ulusunun çağdaşlaşması, ülkenin sanayileşmesi ve gelişmesi, sosyal adaleti gerçekleştirmek olan ulusal varlığa ve benliğe sahip çıkan devlet şekli olarak tanımlanabilmektedir.<sup>41</sup> Diğer bir tanıma göre modern devlet olarak da ifade edilen ulus devlet, bir toplumun yöneticilerinin şiddet araçlarının, yani asker ve polisin yönetimini tekellerine almalarına yarayan siyasi yönetim kurumlarından oluşan bir devlet türüdür.<sup>42</sup> Küreselleşme ile birlikte ulus devlet anlayışının aşılmasında iki boyut devreye girmektedir. Bunlardan birincisi ulus devlet ekonomi düzleminde yetkilerini giderek uluslararası kurumlara devretme durumuyla karşı karşıya kalabilecektir. Bunun bir ayağını neredeyse küresel çapta üyesi olan örgütler çerçevesinde alınan kararlar oluşturmaktadır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra geliştirilen DB, IMF, İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (OECD) ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) gibi örgütler burada başta rol oynamaya başladılar ve DTÖ ile denetim ve yargılama erkine de kavuştular. İkinci ayağı ise bölgesel anlaşmalarla kurulan, bölgesel işbirliği anlaşmaları oluşturmaktadır.

İkinci boyut ise, yerel yönetimlerin giderek güçlendirilmesi merkezi devletin olanaklarının, yetkilerinin ve sorumluluklarının kendi içinde alt birimlere devredilmesi olmaktadır. Böylece ulus devletin erki tepeden ve tabandan aşındırılma yoluyla sadece bir ara örgüt haline dönüşmesi süreci başlatılmış olmaktadır. Geçmişte ulus devletin ulusal pazarı ve emeği koruma yerel girişimciye öncelik verme, ekonomiyi yerel ihtiyaçları karşılama yolunda güçlendirme gibi işlevleri sora erecektir. Uluslararası sermaye, ulus devletten kaynaklanan hiçbir dirençle karşılaşmadan küresel bir pazara ulaşabilir ve istediği gibi hareket etme imkânı bulabilir.<sup>43</sup>

### 1.1.3.2. Uluslararası Örgütler

Günümüzde küresel sermayenin oluşturduğu bir oligopol düzen ortaya çıkmış ve devletler sahip oldukları ulusal sermayeler üzerinde söz sahibi olan nihâi kurumlar olma özelliklerini yitirmişlerdir. Artık kuruldukları ülkelerle bir bağlantısı kalmamış olan çok

<sup>41</sup> Cihan Dura, *Yeni Ekonomi ve Ulus Devlet, Küreselleşme Üzerine Notlar*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007, s. 56.

<sup>42</sup> Yüksel, s. 56.

<sup>43</sup> Gülten Kazgan, *Küreselleşme ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2005, s. 17.

uluslu şirketler ise faaliyetlerini IMF, DB ve DTÖ'nün etkisinin güçlü olduğu ülkelerde yoğunlaştırarak bu yolla dünya piyasaları içindeki pazar paylarını ve kârlılıklarını artırma yoluna gitmişlerdir.<sup>44</sup>

IMF, DB ve DTÖ küresel ekonominin sacayaklarını oluşturmaktadır. Bu üç kurumun temelleri II. Dünya Savaşı sonrası dünyanın en önemli ekonomik ve politik gücü haline gelen ve yeni dünya düzenine yön veren ABD tarafından atılmıştır. IMF, dünya finans piyasalarında istikrar sağlayıp üye ülkelerin dış ödemeler konusunda karşılaşacakları güçlüklerle çözüm ararken DB önce Avrupa ekonomisinin onarımına, daha sonra ise GOÜ'lerin kalkınma programlarına finansman desteği sağlayacaktır. Uluslararası ticaretin düzenlenmesi ise DTÖ'ye bırakılmıştır.<sup>45</sup>

#### 1.1.3.2.1. IMF

IMF, daha hızlı küresel para desteği sunmak, güvenli finansal istikrarı temin etmek, uluslararası ticareti kolaylaştırmak, yüksek düzeyde istihdam ve sürdürülebilir ekonomik büyüme sağlamak ve dünyada yoksulluğu azaltmak için çalışan 187 ülkenin üye olduğu bir organizasyondur.<sup>46</sup>

Bretton-Woods konferansı sonucunda ortaya çıkan iki büyük mali kuruluş DB ve Uluslararası Para Fonu'dur. 1945 yılında fon yeterli sayıda ülkenin anlaşmaları onayı ve fon kotasının %80'ini taahhüt etmesiyle kurulmuştur. Fon işlemlerine 1947 yılında başlamıştır.<sup>47</sup>

Fonun amacı uluslararası para işbirliğini, finansal istikrar ve dünya ekonomisinin büyümesini geliştirmektir.<sup>48</sup>

IMF'nin amaçları ana hatlarıyla aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

- Uluslararası para ve ödemeler konusunda üyeler arasında sağlam bir işbirliği kurmak
- Dünya ticaretinin dengeli bir biçimde gelişmesini sağlamak ve bu yolla ülkelerin daha yüksek istihdam ve gelir düzeylerine ulaşmalarına katkıda bulunmak,

<sup>44</sup> Christophe Aguiton, *Bu Dünya Bizim Başka Bir Küreselleşmenin Aktörleri*, İthaki Yayınları, İstanbul 2005, s. 92-93.

<sup>45</sup> Ahmet Şahinöz, Dünya Ticaret Örgütü'nün Dönüşümü, Erişim Tarihi: 14.06.2010, <http://kisi.deu.edu.tr/~utku.utkulu/WTO%20d%C3%B6n%C3%BC%C5%9F%C3%BCm%C3%BC%20-%20Ahmet%20C5%9Eahin%C3%B6z.pdf>

<sup>46</sup> Erişim Tarihi: 20.08.2010, <http://www.imf.org/external/about.htm>

<sup>47</sup> Sevgi Gerek, *Finansal Küreselleşme ve Türkiye*, Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 149, Eskişehir 1999, s. 14-15.

<sup>48</sup> Martin Parkinson ve Adam McKissack, *The IMF And The Challenge Of Relevance In The International Financial Architecture*, The Future of The International Monetary System, Edward Elgar Publishing Limited, 2005, s.8.

- Döviz kurlarında istikrar sağlamak ve haksız rekabete yol açan devalüasyonları önlemek,
- Çok yanlı ödemeler sisteminin başarısını arttırmak için üye paraları arasında konvertibilitiyi gerçekleştirmek, burada konvertibilite ulusal paraların birbirlerine veya uluslararası rezervlere çevrilebilmeleri anlamını taşıdığı gibi aynı zamanda cari işlemlerle ilişkili olarak ele alınmakta ve dış ödemelerde ayırıcı uygulamaların kaldırılmasını kapsamaktadır,
- Üye ülkelerin dış ödemeler bilançosu dengesizliklerinin giderilmesine yardımcı olmak amacıyla, geçici olması koşuluyla mali kaynak bulundurmak ve bu fonları ödünç vermek,
- Uzun vadeli dış ödeme dengesizliklerinin oluşmasını önlemek amacıyla ülkelerin piyasa ekonomisi koşullarında rekabet edebilmelerini teşvik etmek ve hükümetlerin korumacılığa yönelik eğilimlerini, döviz denetimi veya ithalata ilişkin kısıtlamaları yasaklamak suretiyle engellemektir.<sup>49</sup>

IMF'nin en yetkili karar alma organı Governörler Kurulu'dur (Governors' Board). Kurul, üye ülkelerin atadığı guvernörlerden oluşur ve en az yılda bir kez toplanarak IMF politikalarını belirler. Alınan kararların uygulanması Yürütme Kurulu yetkisindedir. Yürütme Kurulu IMF başkanı önderliğinde toplanır. Geleneklere göre IMF başkanı Avrupa ülkelerinden seçilir ve beş yıllık süre ile bu görevi yapar. Ancak oy hakkına sahip değildir.

IMF politikalarının oluşturulmasında önemli rol oynayan temel kurullardan birisi, Geçici Komite'dir. Yapısı itibari ile yürütme kuruluna benzemektedir. Ayrıca GOÜ'lere kaynak sağlamaya yönelik çalışmalar yapan Kalkınma Komitesi bulunmaktadır.

IMF'ye üye olan her ülkenin bir kotası vardır. Kotalar, ülkelerin ekonomik koşullarına göre düzenlenir. Başta ülkenin milli geliri, ihracatı ve dış rezervleriyle ilişkili göstergeler olmak üzere çeşitli değerler kotanın belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Dolayısıyla ekonomik yönden güçlü olan ülkelerin kotaları GOÜ'lerin kotalarına göre daha büyüktür.<sup>50</sup>

1970 yılından itibaren ABD, Almanya, Kanada ve İsviçre sermaye hareketinin denetimine son vermişlerdir. Bu gelişmeler sonucunda IMF'nin işlevi belli başlı

<sup>49</sup> Özbek, s. 57.

<sup>50</sup> Özbek, s. 68.

paraların dalgalı ya da esnek kur sistemine geçtikleri 1971 yılından itibaren ortadan kalkmıştır. Bu tarihten itibaren IMF Afrika, Asya ve Güney Amerika'da ekonomik gelişmeyi finanse ve teşvik etme işlevini üstlenmiştir. 1980'li yılların başında ticari bankadan kredi alamayan yoksul ülkeler IMF'nin müşterisi olmaya başlamışlardır.

Böylece batılı gelişmiş ülkeler kendi ekonomi bölgeleri için verdikleri kararların aynısını IMF'yi kullanarak dünyanın geri kalan bölümlerinde de uygulamaya koyuldular.

Sermaye akışında denetimin giderek dünya çapında oluşmaya başlaması ulusal ekonomi politikaları izlemeyi güçleştirerek devletlerin egemenliğini aşındırmaktadır. IMF ile anlaşma yapmak zorunda olan ülkeler IMF'nin istediği doğrultuda idari ve hukuksal düzenlemeler yapmak zorunda kalmaktadır.<sup>51</sup>

#### **1.1.3.2.2. Dünya Bankası**

DB, dünyada GOÜ'leri finansal ve teknolojik olarak desteklemek için önemli bir kaynaktır. DB'nin görevi insanlara kaynak ve bilgi sağlayarak kendilerine ve çevrelerine hizmet etmelerini sağlamak, yapılaşma kapasitelerini artırmak ve kamu ve özel sektörde ortaklıkları güçlendirmek, kalıcı sonuçlar için istekli ve profesyonelce fakirlikle savaşmaktır. DB 187 üye ülkeye sahip gelişmiş bir organizasyondur.<sup>52</sup>

DB 1-22 Temmuz 1944 tarihleri arasında Bretton Woods kasabasında yapılan Birleşmiş Milletler (BM) Para ve Finans Konferansında kurulmuştur. Banka ilk ticari işlemine 1946 yılında başlamıştır.<sup>53</sup> DB'nin amacı, üyelerinin imarlarını kolaylaştırmak ve özellikle prodüktif kapasiteleri büyük ölçüde yok olmuş Batı Avrupa ülkelerine yardım yapmaktır. Zamanla işlevini GOÜ'lere doğru kaydırmıştır. Özellikle 1948'den itibaren GOÜ'lerin alt yapılarının kurulmasına ağırlık veren yardımlar ön planda tutulmuştur. DB 1946 yılında ABD'nin verdiği on milyar dolarlık sermaye ile çalışmaya başlamıştır. DB'ye üye olmanın yolu IMF üyeliğinden geçmekteydi. DB'ye üye ülkelerin bir temsilcisinin ve vekilinin bulunduğu Governörler Meclisi atamayla gelen beş seçimle gelen on beş kişiden müteşekkil bir İdare Meclisi ve geleneklere göre Avrupalı olan bir başkan tarafından yönetilir.

<sup>51</sup> Yüksel, s. 152-153.

<sup>52</sup>Erişim Tarihi: 20.08.2010, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/0,,pagePK:50004410~piPK:36602~theSitePK:29708,00.html>

<sup>53</sup> Gerek, s. 17.



DB özellikle on beş ile yirmi yıl arasında değişen uzun vadeli kredi vermektedir. Banka, ödünç alanların borçlarını ödeyebilme gücünü ve finansmanına katılacak projeleri yakından takip etmektedir. Yaklaşık yirmi yıldan beri de DB kredilerini özellikle geri kalmış ülkelerin düşük gelir gruplarına ve geri kalmış bölgelerine yöneltmeye başlamıştır. 1975'ten beri de banka şehirlerdeki fakirlikle mücadele için yardım yapmaya başlamıştır.<sup>54</sup>

### 1.1.3.2.3. GATT ve DTÖ

IMF ve DB'nin yanında Bretton Woods anlaşması sonucu üçüncü bir uluslararası ekonomik örgüt olan Dünya Ticaret Örgütü doğmuştur. Örgüt uluslararası ticari ilişkileri yönetme ve IMF'nin uluslararası mali ilişkileri yönetmesine benzer bir iş olan mal ve hizmetlerin serbest dolaşımını teşvik etmek amacıyla üstlenmiştir.<sup>55</sup>

1944'te Bretton Wood'ta ekonomik konular üzerine yapılan bir konferansta uluslararası ticareti geliştirmek ve koordine etmek için uluslararası bir kuruluşun kurulması fikri ileri sürülmüştür. 1947'de Birleşmiş Milletler'in kurulmasından sonra yapılan görüşmelerde Birleşmiş Milletler ekonomi ve sosyal konseyi, Uluslararası Ticaret Örgütü (UTÖ) kurulması yönünde bir öneri sunmuştur. UTÖ üzerinde yapılan görüşmeler ve savaş sonrası uluslararası ticari sistemi 1947'de New York ve Cenevre'de ve 1948'de Havana'daki müzakere turlarında ele alınmıştır. Cenevre müzakeresinin ana konuları UTÖ'nün tüzüğünü tasarlamak düşürülecek gümrük vergisi oranlarını hazırlamak ve General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) ismi verilen genel ticari prensipleri içeren çok katımlı bir anlaşma hazırlanmıştır. 1948 yılında Havana Müzakeresi'nde UTÖ tüzüğü tamamlanmıştır. Diğer ülkeler hazır olmalarına rağmen tüzük ABD'nin vereceği karara kalmıştır. 1950'de ABD tüzüğün kongrede uygun görülmemesi nedeniyle desteğini kaldırmıştır. Böylece UTÖ kurulamamıştır.

GATT'a imza atan ülkeler yeni ülkelerin katılımları ile her yıl müzakerelerini sürdürmüşlerdir. UTÖ'nün geçici komisyonu GATT sekreteryası olmuştur. GATT Cenevre toplantısındaki temellerle gelişerek uluslararası bir örgüt olmuştur.

GATT kabul edilen İmtiyaz Listesi ile gümrük vergilerini sınırlandırarak daha düşük gümrük vergileri uyguladı ve tüm GATT üyesi ülkeler bu imtiyazlardan fayda

<sup>54</sup> M. İlker Parasız, *Uluslararası Para Sistemi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1991, Bursa s. 86.

<sup>55</sup> Joseph E. Stiglitz, *Kürsellesme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev)Arzu Tasçioğlu ve Deniz Vural, Plan B Yayınları, İstanbul 2006, s. 40.

sağlamıştır. GATT üye ülkelerin uygulamalarını düzenleyen bir genel kurallar tüzüğü haline gelmiştir. Bu kuralların çoğu gümrük birliği imtiyazlı işlerini temin etmek için tasarlanmıştır.

GATT genel olarak aşağıdaki işlevleri içermektedir:

- İmtiyazlar Listesi'nde yeni değişiklikler yapmak ve gümrük vergisi görüşmelerini yönetmek,
- İmtiyazları feshetmek veya kısıtlamak,
- GATT'ı kabul edecek ve üye olacak ülkeleri tespit etmek,
- GATT tüzüğünde tadilat yapmak,
- Altı ayın üzerindeki fesihleri duyurmak,
- GATT'ın düzenlemelerinin ve yaptırımının kabulünü sağlamak.

GATT kuruluşunda yaşadığı bir takım sıkıntılara rağmen çok katılımlı sekiz ticari müzakere gerçekleşmesini sağladı. Bu görüşmeler periyodik olarak gümrük vergilerini ve uluslararası ticaretin diğer sınırlamalarının azaltılması konusunu ele almıştır. GATT'ın bu konuda başarı sağladığı söylenebilir.

GATT müzakere turlarının başlangıçtaki konusu özellikle gümrük vergilerinin azaltılması olmuştur. Bu toplantıların sonuncusu olan Uruguay müzakeresi, ticaret için uluslararası hukuki ilişkilerden oluşan geniş bir yapı oluşturma kararı ile sonuçlanmıştır. 15 Nisan 1994'te Morocco'da 26.000 sayfanın üzerinde bir anlaşma imzalanmış, sonuçta, Uruguay toplantısı GATT'ı DTÖ olarak isimlendirilen yeni bir örgüte dönüştürmüştür.<sup>56</sup>

DTÖ'nün kurulması ile oluşturulan geliştirilmiş ve güçlendirilmiş kurallara dayalı sistemin hedefi uluslararası ticaretin teşviki ve genişlemesidir. Sistemin temel amacı ihracatçı kuruluşların mal ve hizmet ürünleri için yabancı pazarlara liberal, güvenli ve öngörülebilir erişimlerini sağlamaktır. Dünya Ticaret Örgütü'nü kuran 15 Nisan 1994 tarihli Marakeş Anlaşması'nda örgütün amaçları aşağıdaki şekilde sıralanmıştır.

- Hayat standardının yükseltilmesi tam istihdam ve istikrarlı bir şekilde artan gelir dağılımı ve talep hacmini sağlamak üretim ve ticareti geliştirirken dünya kaynaklarının sürdürülebilir kalkınma hedefine uygun olarak kullanımını sağlamak,

---

<sup>56</sup> Mitsuo Matsushita, Thomas J. Schoenbaum ve Petros C. Mavroidis, *The World Trade Organization Law, Practice, and Policy*, Oxford University Press, New York 2005, s. 1-6.

- çevreyi korumak ve farklı ekonomik düzeylerdeki ülkelerin ihtiyaçlarına cevap vermek,
- GOÜ'ler ve özellikle en az gelişmiş olanlarının artan dünya ticaretinden ihtiyaçları ile orantılı olarak pay almalarını sağlamak,
  - Bu hedeflere ulaşılmasına yardımcı olmak üzere uluslararası ticari ilişkilerde ayrımcılığı ve ticaretin önündeki engelleri ortadan kaldıran karşılıklı anlaşmalar yapmak,
  - Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması ve Uruguay Turu Çok Taraflı Ticaret Müzakereleri'nin sonuçlarına uygun bütünleşmiş, uygulanabilir ve kalıcı çok taraflı ticaret sistemini geliştirmek,
  - Çok Taraflı Ticaret Sisteminin temel ilkelerini korumaktır.<sup>57</sup>

DTÖ ile önemli bir ivme kazanan uluslararası ticaret, ekonomik büyümenin tek kaynağı olmasa da dünya ekonomisinin gelişmesine çok önemli katkılarda bulunmuştur. Ekonomilerini uluslararası ticarete açabilecek bir düzeye yükseltip dış ticarete yönelen GOÜ'ler özellikle uluslararası ticaretin hızla geliştiği dönemlerde dış pazarlardan yararlanıp ekonomik büyümelerine ivme kazandırmışlardır. 19. Yüzyılın ikinci yarısından I. Dünya Savaşı'na kadar geçen dönemde yalnızca "Büyüklerin ekonomik özgürlüğü" anlamına gelen serbest ticaret, yarım asırlık bir zaman diliminde sınırlı bir genişleme ile orta büyüklüktekileri de içine almıştır.<sup>58</sup>

DTÖ'nün ortaya koyduğu sistemin hem ihracatçılara hem de ithalatçılara sağladığı belirli faydalar vardır. Başlıca avantajlardan biri "pazara giriş güvencesi"dir. Uruguay müzakerelerinin sonuçlarından biri olarak, mal ticaretinde gelişmiş ülkelerin hemen hemen tüm tarifelerinde ve gelişme yolundaki ülkelerin ve geçiş süreci ekonomisine sahip ülkelerin tarifelerinin büyük bir kısmında konsolidasyona gitmesi ve tarifelerde önemli indirimlere gidilmesi sonucunda pazara giriş koşulları önemli ölçüde iyileşmiştir. Ayrıca tarifelerin bağlayıcı olması ile ithalatçı ülkelerin gümrük tarifelerinde yapacakları ani artışlar ile ya da getirecekleri başka kısıtlamalarla pazara giriş koşullarını olumsuz etkilemeleri engellenmektedir.<sup>59</sup>

<sup>57</sup> Nil Karaca, "GATT'tan Dünya Ticaret Örgütü'ne", *Maliye Dergisi*, Sayı: 144, Eylül-Aralık 2003, s. 87-88.

<sup>58</sup> Şahinöz, s. 1.

<sup>59</sup> Dış Ticaret Müsteşarlığı, 198, Erişim Tarihi: 16.08.2010 [www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/15.pdf](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/15.pdf)

#### 1.1.3.2.4. Çok Uluslu Firmalar

Günümüzde iyice belirgin hale gelen ve giderek hızlanan küreselleşme sürecinin temel aktörlerinden birisi de, küresel çapta faaliyette bulunan çok uluslu ya da uluslar ötesi firmalardır.<sup>60</sup> ÇUF doğrudan yabancı yatırımlara girişen ve üretim faaliyetlerini birden çok ülkede gerçekleştiren firmalar olarak tanımlanabilir. ÇUF birleşme şekillerine, faaliyet gösterdikleri ülke sayısına yabancı ülkelerdeki faaliyetlerinin toplam iş hacmi içindeki yerine, birleşilen yabancı ortaklara göre sınıflandırılabilirler. Günümüzde ÇUF kaynak ve piyasa arayışlarından üretimin örgütlenmesinde mekansal optimizasyon ön planda tutularak kazanç olanaklarının artırılmalarının gayretleri sergilenmektedir.<sup>61</sup>

Yabancı bir pazara girmeyi düşünen çok uluslu bir firmanın önünde üç seçenek bulunmaktadır. Bunlardan birincisi malları kendi ülkesinde üretip yabancı bir ülkeye satmak kaydıyla ihracat yapmak, ikincisi piyasasına girmek istediği ülkedeki bir firmaya kendi teknolojisini ve marka ismini kullanmasına izin vererek lisans anlaşması yapmak ve üçüncü olarak ise piyasaya doğrudan sermaye yatırımı yapmak kaydıyla girmektir.<sup>62</sup>

ÇUF'ların var olmalarının temel nedeni küresel iletişim ile üretim ve dağılımda, rekabette avantaj elde etmektir. Rekabette avantajlar ise dış faaliyetlerin yatay ve dikey alanlarda artması ile olmaktadır. Günümüzde ÇUF'ların %89'u AB, ABD ve Japonya merkezlidir. Bu firmalar ulusal ve uluslararası işlemlerini artırdıkları ölçüde piyasa mekanizmasının en ısrarlı savunucusu olmuşlardır. Piyasa mekanizmasının kendi kaynaklarının özgürce yayılmasını önleyen engellerin aşamalı olarak kaldırılmasını arzu ettikleri ölçüde savunmuşlardır. Ancak bu güçlü çıkar grubunun genel eğiliminin serbestleşme ve kuralsızlaştırmadan yana olmasına karşın, bu tavrın genel geçer bir kural oluşturduğu söylenemez. ÇUF'ların, GOÜ'nün gelişmesine bir katkı sağlayıp sağlamadığı konusu literatürde çokça tartışılan bir konudur. Bu konuda her iki yönde de bulgular bulunmaktadır.<sup>63</sup>

<sup>60</sup> Yüksel, s. 163.

<sup>61</sup> Ufuk Başoğlu, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız, *Dünya Ekonomisi küreselleşme, Finansal Kurumlar e Küresel Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi, Bursa 1999, s. 10.

<sup>62</sup> Suna Oksay, *Çok uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, değerlendirilmesi*, 1, Erişim Tarihi: 17.08.2010, [www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../cokulussayi8.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../cokulussayi8.doc)

<sup>63</sup> Zenginönül, s. 68-71.

ÇUF'ların ellerinde bulunan pazarları korumaları ve hâkimiyetlerini sürdürmeleri sürecinde “Siyaset” gerçekten de önem taşımaktadır. Siyasi bir çerçeve kapitalizmin ve kapitalizmin kurumlarının gerekli normlar ve düzenlemelerin yapılarak daha etkin bir şekilde işleyebilmesi için gerekli bir araçtır. Kurumların geçmişe yönelik temelleri ne kadar köklü ve güçlü ise aynı kurumların özel çıkarlarına yönelik düzenlemeleri kurumsallaştırma ve uygulama şansı da o kadar yüksek olmaktadır. Bu nedenle uluslararası ölçekte faaliyetlerini sürdürmekte olan tüm çok uluslu şirketlerde kanuni varlıklarını sürdürdükleri bir ana ülke mevcuttur. Uluslararası kuruluşların gerçekten siyasi bir iktidar gibi işlediği ve embroyik anlamda bir “Dünya Hükümeti” oluşturduğu bir dünyada durumun çok farklı olacağını düşünmek yanlış olmayacaktır. Bununla birlikte firmaların operasyonlarının giderek daha uluslararası bir hal alması “küresel bir yönetim” ya da dünya çapında bir düzenleme yolunda artarak taraftar bulan yorumların en önemli nedenlerinden biridir.<sup>64</sup>

Küreselleşme sağladığı faydalar açısından ÇUF'ların işlerini çok kolaylaştıran ve onlara sınırsız özgürlükler sağlayan bir kavram olarak görülebilir. Ancak küreselleşme bu özgürlükler açısından her firmaya eşit davranır. Yani bir firmaya sağladığı faydaların tümünü o firmanın rakiplerine de sağlayarak çok çetin bir rekabet ortamı doğurur. Bu rekabet ortamında yanlış stratejiler izleyen veya çevresindeki anlık değişimlere duyarsız kalan firmalar ise yok olmaktan asla kurtulamazlar. Ayrıca küreselleşme, küçük ve orta büyüklükteki firmaları, çok uluslu ve dev firmalara karşı çaresiz bırakmaktadır. Tabi ki bu görüş tam anlamı ile geçerli bir görüş değildir. Küreselleşmenin büyük çaplı firmalara avantajlar sağladığı bir gerçektir. Ancak küçük ve orta büyüklükteki firmalar hızları ve bölgesel avantajları itibarıyla büyük çaplı firmaların giremediği pek çok alanda varlıklarını sürdürebilme şanslarına sahiptirler.<sup>65</sup>

#### **1.1.4. Küreselleşmenin Etkileri**

Küreselleşme kavramı başta bilişim ve ekonomi olmak üzere diğer sosyal alanlarda da derin etkileri görülen ve etkisi olduğu her alanda değişimi simgeleyen bir kavramdır. Küreselleşme sadece para ve malın dolaşımı değil, aynı zamanda zaman ve mekan kavramlarının eski anlamını kaybetmesi, sınırların ortadan kaybolmaya

<sup>64</sup> Aguiton, s. 92-93.

<sup>65</sup> Ali Naci Karabulut, “Küreselleşmenin Ticari Hayat Üzerindeki Etkileri”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl:7, Sayı: 76, Nisan 2004, s. 7.

başlaması ve yeryüzündeki tüm insanların ve ülkelerin karşılıklı bağımlılığının artmasıdır. Küreselleşme sürecinin ortaya çıkmasında çok sayıda faktörün etkisi olmuştur. Bunların başında küresel mali piyasaların gelişimine hız kazandıracak olan teknolojik gelişmelerdir. Bir diğer önemli faktör ise ekonomik faaliyetlerdir. Bu yüzden finans piyasalarında büyük miktarlarda para bir ülkeden başka bir ülkeye akmaktadır.

Küreselleşmenin en belirgin faydaları sürdürülebilir ekonomik kalkınma ve daha hızlı büyüme, yükselen yaşam standartları, teknolojik ilerleme ve bilginin daha hızlı yayılması olarak sayılabilir.<sup>66</sup> Bu faydaların yanı sıra ülkeler arasında derin eşitsizliklere yol açması, işsizliği artırması, ülkelerdeki gelir dağılımını olumsuz etkilemesi, ÇUF'lar aracılığıyla egemen olduğu işgücü piyasalarını düzensizleştirilmesi ve nihayet yoksulluğu yaygın bir hale getirmesi gibi olumsuz etkileri de mevcuttur.<sup>67</sup>

Küreselleşmenin işgücü piyasaları üzerindeki etkileri ele alındığında küreselleşmenin ekonomik büyümeye yaptığı katkının yapısal işgücü piyasası düzenlemeleri ile desteklendiği takdirde hem gelir eşitsizliğini düzeltereği hem de yeni iş olanakları yaratması gibi olumlu etkileri meydana gelecektir. Bunun yanında küreselleşme ile firmalar niteliksiz işgücünün kullanıldığı üretim aşamalarını düşük ücretli çalışma standartlarının tam olarak uygulanmadığı az gelişmiş ya da GOÜ'lere aktararak maliyetlerini düşürürler. Sermaye uluslararası hareketliliğini kullanarak gelişmiş ülkelerdeki işgücü üzerinde işçilerin pazarlık gücünün sınırlanması ücret düzeylerinin düşürülmesi ve çalışma koşullarının kötüleşmesi yönünde baskı uygulama olanağı bulması gibi olumsuz etkileri de ortaya çıkmaktadır.

Küreselleşmenin ülkelerin yoksulluk, eşitsizlik ve gelişme üzerindeki olumlu etkiler yaptığını savunan görüşlerin genel olarak ortaya çıkış noktasını "açıklığa ve serbestleşmeye" dayandırmak yanlış olmayacaktır. Bu konuda yapılan araştırmalar hem küreselleşmeye şüpheyile ve eleştirel yaklaşanların dayanaklarını çürütmeye hem de küreselleşmenin sağladığı faydaları ortaya koyma amacındadır. Bunun yanında küreselleşme eleştirilerinin abartılı ve dayanaksız olduğu yönünde yaklaşımlarda söz konusudur. Küreselleşme ve yoksulluk arasındaki ilişki şu şekilde açıklanmaktadır.

- Düşük seviyeli bir küreselleşmede küreselleşme yoksula zarar vermektedir.

<sup>66</sup> Derya Utuş, "Küreselleşmenin Etkileri", Erişim Tarihi: 12.08.2010, <http://www.ismailgunes.com/?p=872>

<sup>67</sup> Zengingönül, s. 87.

- Küreselleşmenin seviyesi yükseldikçe küreselleşme yoksulluğun azalmasında bir etken olmaktadır.<sup>68</sup>

Küreselleşmenin sağladığı faydalar, ülkeler ve bölgeler arasında eşit dağılmamaktadır. Küresel eşitsizliğin giderilmesini sağlayacak yeterince önlem mevcut değildir. Aynı zamanda gelişmiş ülkeler arasında siyasi ve ticari blokların oluşması bu bloklar dışında kalan GOÜ'lerin durumunu daha da güçleştirmektedir ve GOÜ'lerin dışlanmasına yol açmaktadır. Olumsuz etkilerin giderilebilmesi için gerekli önlemlerin başında yeni istihdam biçimlerinin toplumların huzur ve refahını olumsuz olarak etkilemesini önlemek için gerekli çalışmaların yapılması gerekir. Az gelişmiş ülkelere olan dolaylı ve doğrudan yardımların artırılması fakir ülkelerin borç yükünün azaltılması GOÜ'lerin tarımsal ürünler ve tekstil ürünleri başta olmak üzere gelişmiş ülke pazarlarına daha kolay girmesinin sağlanması DTÖ'nün güçlendirilmesi gibi çalışmaların yapılması gerekmektedir.<sup>69</sup>

## 1.2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME

Finansal küreselleşme 1870'li yıllara dayanmasına rağmen 19. yüzyıldan önce uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik öneme sahip olmadığı görülmektedir. 16., 17. ve 18. yüzyıllarda ülkelerarası sermaye hareketleri, daha çok askeri operasyonlar, borç, haraç, vergi ya da kamu yararına parasal katkı şeklinde görülmüştür.<sup>70</sup> 19. yüzyılın ortasında Avrupa hâkimiyetinin son bulduğu ve küresel uygarlık çağına girildiği kabul edilmektedir. Bu gelişme siyasal ve kültürel gelişmeden ziyade ekonomik gelişmeden kaynaklanmaktadır.<sup>71</sup> 19. yüzyılda ise sermaye hareketlerinin önemli boyutlara ulaştığı görülmektedir. Bu dönemde geleneksel uzun dönemli borçlanma aracı tahvil olmuştur.

Büyüme ve istikrarın sermaye hareketi üzerindeki etkisi gündemdeki en az anlaşılan ve en fazla tartışılan konudur. Bu tartışma uzun süredir devam etmektedir. 1920'de Nurkse'nin sermaye akışı istikrarsızlığı üzerindeki vurgusu ya da Keynes ve White'ın II. Dünya Savaşı'nı izleyen sermaye hareketi üzerinde sınırlama ile uluslararası bir rejim oluşturma çabaları bunlardan sadece biridir. Fakat Asya krizi, hem akademik hem de politik çevrelerdeki sermaye hareketleri üzerindeki fikir ayrılıklarının

<sup>68</sup> Zengingönül, s. 162-185.

<sup>69</sup> Utuş, s. 2.

<sup>70</sup> Öztürk, s. 257.

<sup>71</sup> Waters, s. 66.

yanlılıklarını ortaya çıkarmıştır. Yeni uluslararası sermaye piyasalarının açılmasının ekonomik kötüleşme için bir çözüm olduğu kabul edilmiştir.

20. yüzyıl sermaye akışının etkileri hakkında zengin bir bilgi kaynağıdır. Bu yüzyıl dört farklı bölümde ele alınabilir. 1914 öncesinde sermaye hareketleri 1990 yılında bile ulaşamayacak bir seviyeye varmıştır. Birinci Dünya Savaşı'nı hem daha önce uygulanan serbest sermaye hareketi dönemi hem de takip eden sıkı kontrol döneminin aksine 20 yıllık bir değişim süreci takip etti. 1920'lerde politika yapımcılar uluslararası finansal piyasaları yeniden yapılandırmayı ve savaş öncesi dönemdeki işlemlere ulaşmayı arzu etmelerine rağmen bunu başaramamışlardır. Sermaye akışı azalmış ve hükümetler bu akışı desteklemek için önemli bir rol oynamışlardır. Dünya ekonomisi yüzyılın en ciddi uluslararası finansal krizinin meydana geldiği 1930'ların büyük ekonomik bunalımında çöktüğü zaman sermaye piyasaları da onunla birlikte çökmüştür. Kur altın standardının dışında tutulmak zorunda kalmıştır. Ülkeler borçlarını ödemedi kaçınmışlar ve hükümetler sermaye akışları üzerindeki kontrollerini kaldırmak zorunda kalmışlardır. Bu politikalar ve problemler ülkelerin uluslararası finansal işlemler üzerinde sıkı sınırlamaları sürdürdüğü yüzyılın üçüncü çeyreğinde meydana gelen olaylara bir cevap niteliği taşımıştır. Sermaye işlemlerinin sınırlandırılması 1970'li yıllarda önemli ölçüde azaltılmıştır.<sup>72</sup>

Küreselleşme, 1980'li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanmış ve çok yönlü bir etkiye sahip olmuştur. Küreselleşmenin ekonomik boyutunun ve üretimin küreselleşmesinin yanında bir diğer ayağını finansal küreselleşme oluşturmaktadır. Finansal küreselleşme ulusal finans piyasalarını birbirinden ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması şeklinde tanımlanmaktadır. Dikkat edilirse finansal küreselleşme hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsur oluşturmaktadır. Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur

---

<sup>72</sup> Barry Eichengreen, *Capital flows and Crises*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts-London 2003, s. 3-4



dalgalanmalarına imkan tanınması üretimin küreselleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Finansal küreselleşmeye çok taraflı parasal işbirliğini öngören IMF'nin çalışmaları sonucunda uluslararası para sisteminin II. Dünya Savaşı sonrasında aldığı şekil DB ve konsorsiyum bankaları gibi kuruluşların büyük çaplı sermaye yatırımı gerektiren projeleri desteklemeleri doların 1973'teki devalüasyonu sonucunda kurların dalgalanmaya bırakılması ve teknolojiye yaşanan gelişmeler etkili olmuştur. Bunların dışında reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler, ÇUF'ların yatırımlarındaki artış, menkul kıymetlendirme finansal araçların çeşitliliğindeki hızlı artış, mevzuatın hafifletilmesi, finansal liberalizasyon gibi politik, kurumsal ve teknik etkiler de finansal küreselleşmenin gelişiminde önemli rol oynamıştır.<sup>73</sup>

Finansal küreselleşme gelişmiş ülkelerde ulusal finans piyasalarındaki kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması buna bağlı olarak GOÜ'lerde istikrar amaçlı yapısal uyum programları ile hız kazanmıştır. 1990'lı yıllara gelindiğinde mal ve hizmet piyasalarının yanı sıra ulusal sermaye piyasalarının da küreselleşme süreci başlamıştır. Bu geçiş sürecinde uluslararası sermaye piyasalarında en büyük paya sahip olan ticari banka kredileri yerini tahvil ve hisse senedine yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır.<sup>74</sup>

Finansal küreselleşme, sermayenin uluslararası sınırları aşarak çeşitli ülkelerdeki bankacılık ve finans piyasalarında rahatça dolaşması, küresel çapta kâr fırsatları kollaması, gittiği ülkede herhangi bir olumsuz havanın esmesi durumunda ise hızlıca burayı terk ederek daha güvenli limanlara sığınması anlamına gelmektedir.

Finansal küreselleşme üç dönemde incelenebilir. Birincisi, 1800'lü yılların sonlarına doğru başlayan ve I. Dünya Savaşı'na kadar süren dönemde yaşanan, daha çok doğrudan yatırım şeklinde görülen ve İngiltere'nin tetiklemesiyle Japonya, Almanya ve Hollanda gibi ülkelerin önderliğinde gelişen bir dönemdir. İkinci dönem ise, iki dünya savaşı arasındaki dönemi kapsar. Bu dönemde sermaye hareketleri fiilen kurulmuştur ve ülkeler bu dönemde sıkı sermaye kontrollerine yönelmişlerdir. Üçüncü dönem ise, II. Dünya Savaşı'nın sonrasından günümüze kadar yaşanan süreçtir. Bu dönemde özellikle

<sup>73</sup> Serap Durusoy, Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, Erişim Tarihi: 12.10.2010, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>

<sup>74</sup> Didem Öztekin ve Filiz Erataş, "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması", *Paper presented at EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics*, 17-19 Haziran 2009, s. 3.

1970'lerde gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluğa bir çözüm arayışı olarak bu sefer ABD'nin tetiklemesiyle büyük bir sermaye hareketi başlamış ve günümüze kadar dalgalanarak gelmiştir. Finansal küreselleşme doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve kısa vadeli banka ödünçlerini içeren sıcak para hareketleri şeklinde kendisini göstermektedir.<sup>75</sup>

### 1.2.1. Finansal Küreselleşmeye Yol Açan Faktörler ve Sınırlamalar

Ulusal ekonomilerin birbirleriyle giderek artan bağımlılığı anlamına gelen küreselleşmeye destek veren faktörler, hükümet politikaları ve şirket stratejilerinin de etkisiyle hem nitelik hem de nicelik olarak önemli bir değişim geçirmiş ve neticede bugünkü şeklini almıştır. Küreselleşmeye yol açan faktörler kuşkusuz finansal küreselleşmeyi de desteklemiş ve bu derece önemli boyutlara gelmesine zemin hazırlamıştır.<sup>76</sup>

Mevcut ekonomik küreselleşmenin dünya çapında faaliyet gösteren finansal piyasaların birleşmesi ile birlikte başladığı konusunda oldukça yaygın bir kanaat vardır. Küresel finans birkaç faktörün etkisiyle oluşmuştur. Bu faktörler aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Doların 1973'teki devalüasyonu sonucu kurların dalgalanmaya bırakılması,
- Lider konumundaki gelişmiş ülkelerin finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınıflandırmalardan arındırılması ve finans piyasalarının uluslararası rekabete açılmaları,
- IMF ve DB'nin önderliğinde ülkelerin finans piyasalarında rekabet avantajı elde etmeleri için ulusal modernizasyon projelerini devreye koymaları,
- Enformasyon teknolojilerindeki gelişme ile birlikte finansal işlemlerin uluslararası boyutta artışı, zaman ve mekanı yakınlaştırması, maliyetlerin azalması,
- Yeni gelişen finansal enstrümanların (future, opsiyon, swap vb.) ödünç alanlarla ödünç verenler için faiz oranları ve kurlardaki dalgalanmaların getirdiği riskten korunma olanağı sağlaması, dolayısıyla büyük ve riskli finansal yatırımları teşvik etmesi,
- GOÜ piyasalarında getiri oranlarının yüksekliği ve ayrıca bu ülkelerin artan cari ve bütçe açıklarını yabancı tasarruflarla kapatma istekleri,

<sup>75</sup> Öztürk, s. 251-252.

<sup>76</sup> Şiriner, s. 23.

- Uluslararası Yerleşim Bankası (Bank of International Settlement) ve AB'nin girişimiyle finansal hizmet piyasalarının düzenlenmesi konusunda bir çatı kurulması,
- Yüksek ekonomik büyüme, yüksek tasarruf ve yüksek reel faizler nedeniyle 1980'lerde varlık piyasalarında uzun dönem "boğa" etkisinin ortaya çıkması,
- 1980'li yıllarda ABD'nin dış ödemelerindeki açıklar, doların değerindeki düşüşler ve Japon mali piyasalarındaki hızlı gelişmeler.<sup>77</sup>

Finansal küreselleşme önemli ölçüde artmasına rağmen karşısında engeller de artmaktadır. Finansal küreselleşmenin bu engelleri aynı zamanda küreselleşmeyi hazırlayan ve hızlandıran koşulların uygulanmamasından ve/veya gerçekleşmemesinden kaynaklanan nedenlerdir. Örneğin, ülkeler ekonomilerini dışarı açmaz veya daha fazla yasal düzenlemeler ile finansal hareketlere sınırlamalar getirirlerse, teknolojiye gereken önemi vermezlerse veya daha fazla uluslararası kuruluşu veya örgüte üye olmazlar ise bu uygulamalar gerek küreselleşme gerekse onun bir parçası olan finansal küreselleşme önünde en büyük engeli teşkil edecektir.

Diğer bir faktör ise finansal küreselleşmenin beraberinde getirdiği riskler ve bunlardan dolayı oluşan krizler karşısında yaşanan sıkıntıların çözümü amacıyla tekrar finansal küreselleşmeye engeller getirilmesidir.

Finansal küreselleşmenin etkisiyle finansal piyasalarda yaşanan bütünleşme, tüm dünyada her geçen gün hızlanarak artmakta, bu artış ise yatırım araçlarını daha fazla birbirine benzer hale getirerek yatırım araçları ve bunların stratejileri arasındaki ayırım noktalarını ortadan kaldırmaktadır. Bu nedenle de her geçen gün daha fazla finansal piyasaların düzenlenmesi ihtiyacı artmakta ve/veya artarak devam etmektedir. Bu düzenlemeler aynı zamanda finansal küreselleşme karşısında bir engel niteliği taşımaktadır.<sup>78</sup>

### 1.2.2. Uluslararası Para Sistemi'nin Tarihçesi

Özellikle küreselleşme ile birlikte ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin giderek yoğunlaştığı, yaygınlaştığı ve daha karmaşık bir yapıya sahip olduğu günümüzde, uluslararası para sistemi, ülkeler arasında dış ödemelerle ilişkili sorunların çözümlenmesine yönelik kurallar, yöntemler ve uygulamalar bütünü olarak tanımlanabilir. Küreselleşme ile ülkelerin birbirlerinin ekonomik gelişmelerinden

<sup>77</sup> Öztürk, s. 259-260.

<sup>78</sup> Şiriner, s. 38-39.

etkilenmiş ve ülkeler arasındaki ekonomik ve mali ilişkiler, birbirinden soyutlanamayacak ölçüde yakınlaşmıştır. Başta mal akımları ve sermaye transferleri gelmek üzere yabancı ülkelerle ilişkili olarak parasal hak ve taahhüt kazandıran bütün işlemler, yurtiçi ve yurtdışı ekonomik dengelerin kurulmasında belirleyici rol oynamaktadır. Ticari hayat büyük ölçüde uluslararası para sistemi koşullarına göre şekillenmektedir. Bütün bu gelişmeler, bireysel, ulusal ve uluslararası bakış açısıyla, uluslararası para sisteminin büyük bir önem taşıdığını ortaya koymaktadır.<sup>79</sup>

Uluslararası para sisteminin tarihi gelişim süreci incelendiğinde, sürecin beş döneme ayrılabilirliği görülmektedir. Buna göre, uluslararası para sistemi 1870 yılı öncesi metal para sistemi 1870 ve 1914 yılları arası altın para sistemi, 1914 ve 1944 iki dünya savaşı yılları arasında kalan dönem, 1944 ve 1971 yılları arasında kalan altın-döviz (Bretton Woods) sistemi ve 1971 sonrası systemsiz veya dalgalı döviz kuru sistemi dönemlerdir.<sup>80</sup> Çalışmada uluslararası para sisteminin tarihçesi; altın para sistemi, iki dünya savaşı arası dönem, Bretton Woods dönemi ve dalgalı döviz kurları olmak üzere dört dönemde ele alınacaktır.

### 1.2.2.1. Altın Para Sistemi (1870-1914)

Altın para sistemi, David Hume'un fiyat-altın sistemine dayanmaktadır. Bu sisteme göre ülkeler arasındaki ticari dengesizlikler, ülkelerin altın stoklarının değişmesine neden olmakta ve bu da yeni bir parasal denge sağlayarak ekonomideki dengesizlikleri ortadan kaldıracaktır.<sup>81</sup>

Altın para sistemi uluslararası sermaye hareketlerinin büyük bir artış gösterdiği 1850'li yıllardan itibaren Avrupa ve Kuzey Amerika'da gelişmiştir. Bilimsel bir sistem olarak ortaya çıkmış fakat kurumsallaşmamıştır.<sup>82</sup> Kendiliğinden oluşan ve düzenlenmiş bir sistem olmayan altın standardı sisteminde, ülkelerin para birimleri arasında değişim oranları standart birim olarak altına göre belirlenmiştir.

Bu sistemde para biriminin ünitesinin satın alma gücünün altın cinsinden sabit olabilmesinin bazı koşulları vardır. Bu koşullar;

<sup>79</sup> Dilek Özbek, *Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika*, İmaj Yayıncılık, Ankara 1999, s. 5-7.

<sup>80</sup> Vural Fuat Savaş, *Uluslararası Para Sistemi*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2010. s. 35.

<sup>81</sup> Anders Ögren, "Reserves, Money Supply and Prices: The International Adjustment Mechanism in Sweden Under The Silver and Gold Standards, 1834-1913", *SSE/EII Working Paper Series in Economics and Finance*, No: 544, November, 2003, s. 4.

<sup>82</sup> Parasız, s. 61.

- Para biriminin değeri altın cinsinden belirlenmiştir.
- Belirlenen bu oran üzerinde altının paraya, paranın altına çevrilmesi serbesttir.
- Ülkeye altın ithalatı ve ülkeden altın ihracı serbesttir.<sup>83</sup>

Altın standardında, sabit döviz kuru sistemi geçerli olmakla birlikte, altın giriş ve çıkış noktaları arasında döviz kuru dalgalanma marjı çerçevesinde kurların değişebilmesi mümkündür. Bu durum işleyişe ayarlanabilir sabit kur özelliği kazandırmaktadır.

Dış ödeme açığı bulunan ülkede döviz talebi, döviz arzından daha büyük olduğu için döviz kuru yükselir. Altın çıkış noktasında ithalat, altın ihracatı ile gerçekleştirilir. Bu durumda para arzı daralır. Ülke para arzındaki daralma, Miktar Teorisi uyarınca yurtiçi fiyatların düşmesinde etkindir. Bu koşullar altında ithalat azalır, ihracat artar. Dolayısıyla ülkeden altın çıkışı azalır, altın girişi artar. Sonuç olarak dış denge otomatik olarak sağlanır.<sup>84</sup>

Belirtmek gerekir ki, altın standardında ülkede dolaşımda kullanılan para, madeni altın para olabileceği gibi, kağıt banknotlar da olabilir. Ancak bu banknotlar bugünkü kâğıt paradan farklıdır. Çünkü bu paraları merkez bankasına (veya bu görevi yapan başka bir kuruluşa) getiren herkese bankanın bunların karşılığı olan sabit miktar altını sağlaması gerekiyordu. Oysa bugünkü kâğıt paraların bu şekilde altın karşılığı yoktur.<sup>85</sup>

Sistem sonlarına kadar başarılı bir şekilde yürütülmesine rağmen, I. Dünya Savaşı'nın hemen öncesinde devletler ve merkez bankaları sistemin kurallarından sapmalar göstermeye başlamışlardır. Bu sapmaların başında uluslararası ticaret hacminde yaşanan artışın karşılanmasında altın yerine, ulusal paraların kullanılmaya başlaması gelmektedir.<sup>86</sup>

Altın standardı sonrasında ortaya çıkan sorunlar dikkate alındığında altın standardının geçerli olduğu yaklaşık kırk beş yıl bazıları için "Altın Çağ" olarak nitelendirilmiştir. Gerçekten de bu dönemde dünya ticareti ve uluslararası ödemeler rekor düzeyde artmış ve ekonomik büyüme hızlanmıştır. Bu gelişmeye paralel olarak

<sup>83</sup> Gerek, s. 5-6.

<sup>84</sup> Özbek, s. 43.

<sup>85</sup> Halil Seyidoğlu, *İktisat Biliminin Temelleri*, Arıkan Basın Yayın Dağıtım, İstanbul 2006, s. 790.

<sup>86</sup> Christopher M. Meissner, "A New World Order: Explaining The Emergence Of The Classical Gold Standard", *National Bureau of Economic Reserach, Working Paper: 9233*, October 2002, s. 2.

ödemeler dengesi sorunları ve bu sorunlardan kaynaklanan ülkeler arası politika çatışmaları hatta savaşları son derece azalmıştır.<sup>87</sup>

### 1.2.2.2. İki Dünya Savaşı Arası Dönem (1914-1944)

Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla altın standardı uygulaması sona erdi. 1914 Ağustos'undan itibaren ülkeler arasındaki ekonomik işbirliği büyük ölçüde bozuldu. Bu nedenle reel ekonomik göstergeler, ülkelerin mevcut ekonomik koşullarına göre farklılaştı. 1918'de ülkelerin ekonomik ve siyasal durumlarında büyük değişiklikler meydana gelmiştir. Özellikle enflasyon oranlarındaki farklılık, ücret ve fiyat seviyelerinde aşırı oranda sapmalara yol açmıştır. Bu koşullar altında uluslararası parasal ilişkiler karmaşık bir yapıya sahip olmuştur.<sup>88</sup> Ulusal paranın altın ile olan ilişkilerine son verilmiş ve kâğıt para sistemine geçilmiştir. Altın standardı 1919-1929 yıllarında kırktan fazla ülke tarafından kabul edilmiştir. ABD 1919, İngiltere 1925, Fransa ise 1928 yıllarında altın sistemini tekrar kabul etmiş, ancak altından tasarruf edebilmek için altın külçe standardını benimsemişlerdir. Dünya ekonomisinde ikinci derecede önemli olan ülkeler ise altın döviz standardını esas almışlardır. Savaş yıllarında büyük ölçüde artmış olan para miktarını savaştan önceki parite üzerinden altına bağlamak zor olduğundan ülkeler paralarını devalüe etmişlerdir. Sadece İngiltere, İsviçre ve Hollanda paritelerini koruyabilmişlerdir. İkinci altın standardı başarılı sonuçlar vermemiştir. Devletin giderek ekonomiye müdahalesi, serbest dış ticarete karşı korumacılığın yaygınlaşması, işsizlik, fiyat istikrarı, ekonomik kalkınma gibi sorunların ortaya çıkması, altın standardından uzaklaşmasına ortam hazırlamıştır. 1929 Dünya Ekonomik Krizi ikinci altın standardının yıkılmasına yol açmıştır.<sup>89</sup>

Altın standardı yıkıldıktan sonra ulusal paraları birbirine dönüştürebilme olanağı ortadan kalkmıştır. Bu durum ülkeleri, uluslararası ödemelerini gerçekleştirebilmek için birbirleriyle iki yanlı anlaşmalar yapmaya zorlamıştır. Sonuçta ise dünyada çok yanlı denkleştirme mekanizması ortadan kalkmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda ise dünya ticareti ciddi bir darboğaza girmiştir. İngiltere sterlin değerini serbest bırakmış ve parasındaki aşırı dalgalanmaları önlemek için kambiyo denkleştirme fonu (Exchange

<sup>87</sup> Savaş, s. 54.

<sup>88</sup> Özbek, s. 45.

<sup>89</sup> S. Rıdvan Karluk, *Uluslararası ekonomi Teori – Politika*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 2009, s. 640.

Equalization Fund) kurmuştur. Bu fonun amacı sterlinin değerini sabit tutmak üzere piyasaya yapacak müdahaleler için kaynak yaratma düşüncesidir. İngiltere parasındaki aşırı dalgalanmaları önleyerek ülkeleri zarara uğratmamaya özen göstermiştir. Böylece İngiltere'nin önderliğinde ve onun sömürgelerinde oluşan bir sterlin sahası ortaya çıkmıştır.

Sterlin sahasının merkezi Londra olmuştur. Bu gruba bağlanan ülkeler dış rezervlerini çoğunlukla sterlin olarak Londra'da tutmuştur. Bölge içi ödemeler bu rezervlerin kullanılması ile daha serbest biçimde yapılabilmesi mümkün olmuştur.

Fransa'nın önderliğinde İsviçre, Belçika ve Hollanda, ulusal paralarının altına olan bağlılığını sürdürdüler ve bir Altın Blok'u oluşturdular. Fakat bu eskisinden çok farklı bir uygulama olarak dış ödemeler konusunda birçok kısıtlamaya tabi tutulmuştur. Nitekim büyük dış ödeme açıklarını önleyebilmek için Fransa, ithalatta kota sistemini uygulamaya koymuştur.

Almanya ve onu izleyen çoğunluğu az gelişmiş ülkelere oluşan geniş bir grup ise döviz ödemelerini doğrudan hükümet denetimi altına sokan bir kambiyo denetimi uygulamasına girişmiştir. Türkiye'de bu grupta yer almıştır.

ABD ise serbest dalgalanmaya bıraktığı doların piyasada bir miktar değer yitirmesine izin verdikten sonra 31 Ocak 1934'te, 1 ons altın 35 \$ olacak şekilde, doların altın değerini yeniden belirledi. Bu tarihte saptanan doların resmi altın fiyatında 1971 yılı Aralık ayında doların devalüasyonuna kadar bir değişiklik yapılmamıştır.<sup>90</sup>

Sonuç olarak bu dönemi belirleyecek temel değişiklikler üç başlık altında toplanmaktadır. Bunlardan birincisi para politikasının amacındaki değişimdir. Altın standardı döneminde para politikasının temel amacı, ulusal paraların altın konvertibilitesinin devamını sağlamaktır. Bunun için de döviz kurlarının sabit kalması ve ödemeler dengesi açıklarının altın giriş ve çıkışlarıyla dengelenmesi gerekmiştir. Yani dış istikrara öncelik verilmiş iç istikrarın bu yoldan gerçekleşeceği düşünülmüş ve iki savaş arası dönemde iç istikrar önem kazanmıştır. İkinci belirleyici özellik, altın standardı sermaye hareketleri, döviz kurunun istikrarı ve ödemeler bilançosunun denkliliği yönünden belirli ve istenen etkileri göstermesidir. Ancak iç istikrarın öne çıktığı dönemlerde sermaye giriş ve çıkışlarının etkileri belirsizdir ve çoğu defa istenmeyen sonuçlara neden olmuştur. Üçüncü özellik ise uluslararası para sisteminin

<sup>90</sup> Seyidoğlu, *İktisat Biliminin Temelleri*, s. 792-793.

çekim merkezinin İngiltere'den Amerika'ya kaymış olmasıdır. Dünyanın yeni egemen gücü artık İngiltere değil Amerika'dır ve sterlinin rezerv para niteliği kaybolurken dolar dünyanın yeni rezerv parası olmuştur.<sup>91</sup>

### 1.2.2.3. Bretton Woods Dönemi (1944-1971)

Altın Standardı sisteminin çöküşünden sonra uluslararası ekonomik ilişkilerde istikrarı yeniden sağlamaya dönük arayışlar ortaya çıkmıştır. Bu arayışlar ışığında 1944 yılında Bretton Woods Sistemi oluşturulmuştur. Bretton Woods Sistemi'nde uluslararası para konularını düzenleme işi IMF'ye verilmiştir. IMF tarafından yönetilen Bretton Woods Sistemi bir "Ayarlanabilir Kur Sistemi"dir. Buna göre ABD hariç tüm IMF ülkelerinin paralarının değerleri resmi kurdan ABD dolarına, ABD'nin kendi parası ise 1 Ons = 35 \$'dan altına sabitlenmiştir. ABD, yabancı merkez bankalarına ellerinde biriken dolar stokunu FED arz etmeleri karşılığında sabit resmi fiyattan altın satmayı taahhüt etmiştir. Bu sayede ülkelerin ulusal parası dolaylı olarak altına sabitlenmiş olmaktadır. Sisteme göre sistemde ulusal paraların dalgalanma marjı  $\pm$  %1 olarak belirlenmiştir. Herhangi bir nedenle ulusal paraların dolar bazındaki değerlerinin bu sınırın dışına çıkması durumunda ulusal merkez bankaları döviz piyasasına müdahale ederek paritenin belirlenen sınırlar içinde kalmasını sağlayacaklardır. Bretton Woods Sistemi'nde merkez bankalarına yüklenen temel fonksiyon ödemeler bilançosu problemlerini etkileme gücüdür.<sup>92</sup>

1944-1971 yılları arasında geçerli olan uluslararası para sistemi 1944 yılının Haziran ayında ABD'nin Bretton Woods adlı küçük bir kasabasında 44 ülkenin imzaladığı bir anlaşma ile yürürlüğe girmiştir. Bu anlaşma serbest mübadele bakış açısından değerlendirilen projelerden hareket ederek son şeklini almış ve anlaşma öncesi çalışmalar Keynes ve White planları etrafında toplanmıştır.<sup>93</sup>

Bretton Woods'da kurulan sistem bir altın döviz standardıdır. Çeşitli ulusal paralar altına dönüştürülebilmekte sadece sabit paritelere göre temel ödemeler bilançosu dengesizliklerinin oluşması durumunda birisi diğerine dönüştürebilecek bir sisteme

<sup>91</sup> Savaş, s. 86-87.

<sup>92</sup> Barry Eichengreen, *Globalising Capital: A History of the International Monetary System*, (Ed. Simone Polillo ve Mauro F. Guillen), "Globalisation Pressures And The State: The Worldwide Spread Of Central Bank Independence, AJS Volume 110, Number 6, Princeton University Pres, New York May 2005, s. 1767.

<sup>93</sup> Parasız, s. 81.



sahip olarak kurulmuştur. Bütün paralar dolara dönüştürülebilmekte ve bu paralar arasında sadece dolar altına bağlanmıştır. 1934'ten beri Amerikan Federal Rezerv Bankası kendisine getirilen bütün altını onsunun fiyatı 39,92 dolardan satın almıştır. 1961'den 15 Mart 1968'e kadar merkez bankaları onsu 35,20 dolardan satmıştır. 15 Mart 1968'den sonra altın her ne sebeple olursa olsun bunu özel kişilere devretmeyen merkez bankalarına verilmeye başladı. Bu koşullarda dolar uluslararası işlemlerde başvuru para olmak zorunda kalmıştır. Dolayısıyla dolar, üstünlüğü nedeniyle, rezerv para olmak zorunda kalmıştır. Bununla birlikte ABD'nin ödemeler bilançosunun açık vermesiyle, diğer ülkelerin açık vermesi durumları arasında çok belirli bir farklılık ortaya çıkmaya başlamıştır. ABD dışındaki herhangi bir ülke ödemeler bilançosu açıklarıyla karşılaştığında bu açığı kapatmak için kendi altın ve döviz rezervlerini tüketmek zorunda kalmıştır. Tüm ülkeler için zorlayıcı olan bu kural ABD için geçerli bir kural olmamıştır. ABD'nin ödemeler bilançosu açık verdiği ve kendi altın ve yabancı döviz rezervlerini tüketmek istemediği zaman dolar basması yeterli olmuştur. Fakat 1970'lere doğru durum tehlikeli bir şekilde gelişmeye başlamıştır. Uzun süre istikrarlı kalan ABD doları fiyatları oldukça şiddetli bir şekilde yükselmiş ve dolar reel değerini kaybetmiştir.

1970 yılında Avrupa hükümetlerinin ve belli bir ölçüde Japonya'nın enflasyonla mücadele etmek için ekonomilerinde kredileri kısmış ve faiz oranlarını yükseltmişlerdir. Yüksek faiz oranlarının çekiciliği ile kısa vadeli dalgalı sermayenin çok büyük miktarı ABD'den Avrupa ve Japonya'ya akmıştır. Merkez bankaları bu sermaye akımına son verebilmek ve ödemeler bilançolarını yeniden dengeye getirebilmek için dolara göre kendi paralarının paritelerini değiştirmiş ve revalüasyon yapmak zorunda kalmışlardır. Bu koşullarda dolar iyi bir rezerv parası olarak düşünülemezdi. Bretton Woods görüşmeleri sonucu doğan sistem sarsılmıştır. Doları rezerv para olarak kabul eden merkez bankaları bu durumdan endişe duymaya başlamışlardır.<sup>94</sup>

Bretton Woods Sistemi, 15 Ağustos 1971 tarihinde sona ermiş ve yerini dalgalı döviz kuru sistemine bırakmıştır. Sistemin ortadan kalkmasının temel sebebi başlangıçta fiyat istikrarı ve parasal disiplin yanlısı olan ABD'nin sistemin önemli kurallarını

---

<sup>94</sup> Parasız, s. 140-144.

dikkate almaması ve genişlemeci para ve maliye politikaları izlemesi ve fiyat istikrarını göz ardı etmesidir.<sup>95</sup>

Yaklaşık 30 yıl yürürlükte kalan Bretton Woods sistemi, bazı gözlemcilerin, denetim altındaki kapitalizmin altın çağı olarak adlandırdıkları dönemin ortaya çıkmasına büyük katkıda bulunmuştur.<sup>96</sup>

#### **1.2.2.4. Bretton Woods Dönemi Sonrası (1971 Sonrası)**

Mart 1973’de gelişmiş ülkeler içinde buldukları enflasyonist dönemde, enflasyonun bütün etkilerini azaltmak yerine paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. Dünya böylece kontrollü dalgalanma sistemine girmiştir. Bazı Avrupa ülkeleri ise, kendi döviz kurlarını özel bir bant içinde tutarlarken, paralarını birleşik olarak dolar ve diğer paralar karşısında dalgalanmaya bırakmışlardır. Diğer birkaç ülke ise, paralarını, dolar, sterlin ve frank gibi dalgalanan bir paraya bağlamışlardır. Genellikle ekonomileri güçlü ve dış ticarete daha az bağlı olan ülkeler, paralarının tek başına veya grup halinde dalgalanmasına izin verirlerken, küçük ülkeler paralarını ya tek bir paraya ya da paralar sepetine bağlama yoluna gitmişlerdir.<sup>97</sup>

1977-1978 yıllarında, doların değerinin düşmesi ve ABD’nin ödemeler dengesi zorlukları kötüleştirmiştir. Dolar üzerindeki hareketlilik 1977 yılında doların aşırı değerli olduğunu ilan eden hazine sekreteri Michael Blumenthal’in tarafından provoke edilmiştir. FED’in para politikalarının idaresinde büyük bir değişiklik yapacağını bildirdiği 6 Ekim 1979 doların şansının döndüğü tarih olmuştur. Enflasyon ve enflasyonist beklentileri önlemek için para arzında sağlam çabalara odaklanılmıştır. Bu değişim hem enflasyon oranı hem de doların değeri üzerinde istenilen etkiye sahip olmuştur. ABD başkanı Reagan’ın ilk döneminde (1981-1984) resmi enflasyon düşmüş ve dolar görülmemiş bir şekilde değer kazanmıştır. Bu değerlendirme ABD’de güçlü ekonomik genişlemenin ve yüksek reel faiz oranının sembolü olmuştur. Mart 1985’te doların değeri zirve yapmış ve daha sonra önemli bir düşüş olmuştur. Bu düşüş genel olarak hükümet politikaları ve ulusal ekonomik performanstan kaynaklanmıştır. Bu faktörler yabancı döviz piyasaları ve ABD’nin para ve bütçe politikaları ilişkisinin

<sup>95</sup> Michael David Bordo ve Lars Jonung, “A Return To Convertibility Principle? Monetary And Fiscal Regimes In Historical Perspective”, *International Economic Association Conference*, September 4-7, Toronto, 1997, s. 20.

<sup>96</sup> Manfred Stager, *Küreselleşme*, (Çev. Abdullah Ersoy), Dost Kitabevi, Ankara 2006, s. 63.

<sup>97</sup> Parasız, s. 179-180.

karıştırılmasının etkisiyle ortaya çıkmıştır. Eylül 1985’de doların değeri Mart’taki yüksek değerinden %15 civarında düşürülmüştür. Ama bu düşüş ABD’nin ticaret açığının büyümesinin giderilmesinde yetersiz olduğu düşünülmesine neden olmuştur. Eylül ayının sonunda G-5 ülkeleri New York’ta toplandı. Toplantının sonucunda, ABD’nin rekabet gücünü geliştirmek suretiyle diğer büyük paralara karşı doların gücünün düşürülmesine yönelik işbirliği programının kabul edildiği Plaza Antlaşması imzalanmıştır. Şubat 1987’de G-7 ülkeleri Paris’te toplanarak, doların düşüşünü yavaşlatmak için Louvre Accord isimli önemli bir antlaşmayı kabul etmişlerdir. ABD bütçe açığındaki artışı azaltmak için söz vermiş, Almanya ve Japonya ABD’deki yavaş büyümeyi dengelemek için ekonomilerini canlandırmak için anlaşmışlardır. Beklenen ekonomik işbirliği geçici olmuş ve doların düşüşü sürmüştür. Sermaye piyasalarının çöküşünden sonra daha önce çatlak veren Louvre Accord antlaşması ortadan kalkmıştır. Hazinesinin başkanı Alan Greenspan harekete geçerek oluşan finansal paniğe karşın piyasaya aşırı derecede para arz etmiştir. Bu hareket paniği bastırmaya yardım etmiş ama dolar üzerinde de büyük bir baskı oluşturmuştur. 1988’in başlarında ABD doları toparlanmaya başladı ve daha sonra kadar çoğu paraya karşı gücünü sürdürmüştür.<sup>98</sup>

Günümüzde tüm ülkelerin kabul ettiği tek bir kur düzenlemesine bağlı uluslararası para sistemi yoktur. Bunun yerine sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine kadar değişebilen ve ülkelerin kendileri tarafından seçilen, farklı sistem ve uygulamalar vardır.

IMF uluslararası mali ilişkileri düzenleme görevini Bretton Woods Sistemi’nden sonrada sürdürmeye devam etmiş ancak sistemin ortadan kalkmasından sonra üye ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırmak için temel yasalarında bazı değişikliklere gidilmiştir. Bu değişikliklerle, belirli ilkelere uymak kaydıyla isteyen üyenin istediği kur sistemini tercih edebileceği resmen kabul edilmiştir.<sup>99</sup>

Bretton Woods para sisteminin 1971’de fiilen ve 1976’da Jamaica konferansı’nda da hukuken ortadan kaldırılmasından sonraki sisteme “son sistem” denmektedir. Çünkü 1976 yılından beri bir uluslararası para sistemi mevcut olmamıştır. Bu nedenle literatürde 1976’dan sonrasını “sistemsiz” dönem diye adlandırmak gelenek olmuştur. 1976’dan günümüze kadar geçen sürede uluslararası parasal ilişkileri

<sup>98</sup> Alan C. Shapiro, *Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon, Massachusetts, ABD, s. 115-118.

<sup>99</sup> Halil Seyidoğlu, *İktisat Biliminin Temelleri*, s. 801.

belirleyen ne bir kural ve nede bir kurum mevcut olmamıştır. Döviz kurlarının sürekli dalgalanması, kısa dönemli kapital giriş ve çıkışlarının düzensizliği, sıklıkları gittikçe artan para ve finans krizleri, kriz içindeki ülkelerin yardımına koşacak bir uluslararası son merci'in ortada görünmeyişi bu "sistemsiz" dönem dünya tarihinin bilinen dönemlerinde hiç yaşanmamıştır.

1960'lı yılların ortasında Meksika'da ortaya çıkan finans ve para krizleri, dünyanın çeşitli yerlerinde sıklıkla görülmeye başlamıştır. 1976'da Bretton Woods sistemini kuran Articles of Agreement'in dalgalı kura geçilmesi nedeniyle "ikincil değişikliğe" uğratılması ve IMF'nin etkinliğinin önemli ölçüde zayıflaması ve ödünç veren son kaynak olma niteliğini ortadan kaldırması gibi önemli olaylar nedeniyle, 1970'li yıllardan bu yana uluslararası para sistemi ile ilgili akademik çalışmalar da hız kazanmıştır. Bu çalışmalar esas itibariyle üç konu etrafında yoğunlaşmıştır. Bunlar önem sırasına göre, döviz kurlarındaki dalgalanmaların nasıl azaltılabileceği, ekonomik krizlere neden olan serbest kapital giriş ve çıkışlarının nasıl disiplin altına alınacağı ve kriz dönemlerinde ilgili ülkelere zamanında ve yeteri kadar likidite olanağı sağlayacak uluslararası bir sistemin gereğini ve önemini vurgulamak olmuştur. Bu çalışmalar, ABD'de patlak veren 2008-2009 finans krizi nedeniyle güncellik kazanmış ve uluslararası toplantıların ana gündem konusu olmuştur. Nitekim Kasım 2008'de Washington DC.'de yapılan gelişmiş ülkeler zirve toplantısında Fransa Cumhurbaşkanı ve İngiltere Başbakanı "Yeni Bretton Woods Anlaşması"nın gerekli olduğunu ilan ederek içinde bulunulan sistemsiz döneme son verilmesini istemişlerdir. Bu çağrılar gündemi oluşturunca, altın standardına dönülmesi, bir dünya parası yaratılması, IMF'nin özel çekim haklarının rezerv para olarak kullanılması gibi reform önerilerinin yanı sıra Euro'nun dolar yanında ikinci bir uluslararası rezerv para niteliğini kazandığı için bu reformlara gerek olmadığını ve sistemin doğal gelişim seyri içinde bırakılması gerektiğini ve IMF'nin sahip olduğu kaynakları arttırıp onu yeniden uluslararası ödünç veren son kaynak durumuna getirmenin yeterli olacağını öne süren görüşler de gündeme gelmiştir. Uluslararası para sisteminin tarihi incelendiğinde, sistemin köklü reformlarla değil, değişen koşullara uymayan yönlerinin iyileştirilmesi suretiyle geliştiği görülmektedir.<sup>100</sup>

---

<sup>100</sup> Savaş, s. 249-251.

### 1.2.3. Finansal Liberalizasyon

Finansal küreselleşmeye yol açan faktörlerden birisi de finansal liberalizasyondur. Finansal liberalizasyon diğer bir ifade ile finansal serbestleşme genellikle hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki resmi denetimlerini kaldırması ya da gevşetmesi ve ekonomilerin yabancı sermaye akımlarına açılması sürecini tanımlamaktadır. Hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde gevşettiği uygulamalara “deregülasyon” denmektedir. Sermaye akımlarının ulusal sınırların dışına doğru akmasına yol açan liberalleşme ve serbestleşme trendi önce ABD’de başlamış ardından Avrupa’ya sıçramış daha sonra Japonya’ya geçerek hız kazanmıştır.

Finansal küreselleşme sürecinin en önemli yapı taşlarından birisi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Kambiyo denetimlerinin gevşetilerek sermayenin küresel ölçekte dolaşımının serbestleştirilmesinin birçok önemli sonuçları olmuştur. Cari işlemler bilançosu ile sermaye hareketleri bilançosu arasındaki güçlü bağlantı gevşerken, sermayenin özgürce dolaşması dünya ekonomisinde mal hareketleriyle para hareketleri arasındaki bağlantıyı gevşetmiştir.<sup>101</sup>

1980’lerde yaşanan borç krizi ile önemli ölçüde daralan dış finansman imkanları sonucunda GOÜ’ler kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için dış borç ve ticari banka kredileri şeklindeki özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek, doğrudan yatırım ve portföy yatırımı şeklindeki yabancı sermayeye kaymıştır.<sup>102</sup>

Hükümetler ve uluslararası kuruluşlar serbestleşme sürecinin hızlanmasına önemli katkılar yapmışlardır. Özellikle GOÜ’lerde piyasa ekonomisinin büyük ölçüde benimsenmeye başlanması uluslararası ticareti etkilemiş ve ülkelerin dış ticaretinde ve sermaye hareketlerinde kısıtlamaların ve kontrollerin kaldırılması gündeme gelmeye başlamıştır. Küreselleşme olgusunun arkasında yatan mantık çerçevesinde sermayenin karlılığının artırılması, etkin kaynak dağılımının sağlanmasının ve buna bağlı olarak ekonomik refahın artırılmasının birincil koşuludur. Bu koşulun sağlanması ise ancak tamamen serbestleştirilmiş bir piyasa ekonomisinden geçmektedir. Bu açıdan dünya ekonomilerini tek bir pazara dönüştürerek karını maksimize etmeyi amaçlayan sermaye için iki temel hedef bulunmaktadır. Bunlardan biri ulusal devletin denetim gücünün

<sup>101</sup> Öztürk, s. 261.

<sup>102</sup> Durusoy, s. 1.

sınırlandırılması, diğeri ise emek faktörünün kazanımlarının sınırlandırılmasıdır. Mal ve sermaye hareketlerinin önüne konan engellerin kaldırılmasıyla dünya ticaret hacminde bir artış ortaya çıkmış ve buna bağlı olarak gelişen yeni teknolojiler sayesinde üretim artışı ve maliyet azalışı sağlanarak üretim süreci olumlu etkilenmiştir.<sup>103</sup>

Günümüzde mali piyasalar inanılmaz teknolojik ilerlemelerin yardımıyla, tüm endüstriler içinde en küresel endüstri haline gelmiştir. Bu nedenle her ülkedeki hükümetlerin ve mali hizmetler endüstrisinin, bu piyasanın gelişmesindeki en son küresel eğilimlerin ne olduğu üzerine eğilmeleri ve küresel mali sistemde etkin bir şekilde rekabet edebilmeyi sağlayacak standartlara ve yeteneklere çabuk bir şekilde adapte olmaya hazır olmaları gerekmektedir. Dünya'daki mali kuruluşlar birleşerek daha büyük gruplar oluşturmakta ve giderek artan ölçüde hem bankacılık, sigorta, menkul kıymetler alım stımı ve aracılık yüklenimi ve yatırım yönetimi gibi geleneksel ticari faaliyet sınırlarını aşarak, hem de küresel ağlar yaratmak suretiyle ulusal sınırlar aşarak ürün ve hizmetler satmaktadırlar.

Son yirmi yılda mali kuruluşlar tipik bir sürü davranışı içinde, küresel mali ekonominin seçilen kısımlarında toplu olarak kısa süreli kredi fırsatlarının peşinde koşmuş ve riskin aşırı yoğunlaşmasına yol açmış ve algılanan herhangi bir kriz esnasında ise aynı hızla ekonomilerden kaçmıştır. Böylece küresel bir köyde sürü psikolojisi ile sermaye coğrafi sınırları çok süratli bir biçimde aşabilmekte ve genellikle aynı yönde ve aynı anda hareket edebilme yeteneğine finans piyasaları sayesinde kavuşmuştur.<sup>104</sup>

Küreselleşmenin serbest ticareti hızlandırması özellikle hizmet sektöründe artarak ortaya çıkmıştır. Hizmetin ülkeler arasında alınıp satılabilmesini içeren ilk anlaşmalar GATT ile Uruguay Round olmuştur. Bu anlaşmalar tüm hizmetlerin serbest piyasa ekonomisine girmesi için gerekli düzenlemeleri arttıran ve hukuki alt yapı hazırlayan ilk çok taraflı yatırım ve ticaret anlaşmasıdır. Bu yolla bir ülke, bir diğerkülkenin sahip olduğu hizmet sektörü için sağladığı bir ticaret serbestisini üye olan diğerkülkelere de sağlamak zorundadır.<sup>105</sup>

<sup>103</sup> Aytaç Eker, *Küreselleşme Sürecinde Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm*, Küreselleşme ve Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm, (Ed. Aytaç Eker ve Hayal Ayça Şimşek), T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No: 2009/392, Ankara 2009, s. 1-2.

<sup>104</sup> Oğuz Kaymakçı ve İlhan Şahin, *Küresel Bankacılık-Finans Sistemi ve Türk Bankacılık-Finans Sistemine Etkileri*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007, s. 291.

<sup>105</sup> Eker, s. 3.

1980’li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ülkeler ve GOÜ, finansal sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon(1973) ve Shaw(1973)’in öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır.

Bu ise iki şekilde gerçekleşir: Birinci olarak faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması müteşebbislerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Ancak mevduat faiz oranı sermayenin marjinal verimlik oranını aşmamalıdır. Eğer aşarsa girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler. İkinci olarak finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi yatırılabılır kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri getirisi çok yüksek projelerin finanslanmasını sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır.<sup>106</sup>

Öte yandan finansal küreselleşmenin itici gücü olan finansal serbestleşmenin benimsenmesinde 1980’lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda

<sup>106</sup> Bülent Güloğlu ve Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim 2002, s. 3.

yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. İşte finansal liberalleşmeye bağlı olarak bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahvilleri, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) GOÜ'lere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Portföy akımlarının çoğunun 1980'li yılların borç krizinden itibaren sürekli GOÜ'ye yönelmesi, GOÜ açısından yatırımcıların bu ülkelere duyduğu güven olarak değerlendirilmektedir. GOÜ'lere yönelik portföy yatırımlarının bu hızlı artışının nedenleri arasında bir yandan OECD ülkelerinde devresel olarak gevşek bir para politikasının izlenmesi uluslararası faiz oranlarındaki düşme ve buna bağlı olarak büyüme hızındaki azalma (itme etkisi), bir yandan da yeni gelen yatırım fırsatlarının (çekme etkisi) etken olduğu gösterilmektedir. Bununla birlikte, portföy yatırımlarındaki artışta GOÜ'lerdeki özelleştirme programları, ev sahibi ülkenin kredi değerliliği ve gerçekleştirilen kurumsal reformlarında yüksek kazanç beklentilerini artırarak bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının gelişiminde etken olmuştur.

Bu eğilim aynı zamanda GOÜ'lerin ekonomilerinde bazı sorunların doğmasına neden olmaktadır. Bunlardan ilki artan kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarlı olup olmaması ve kısa bir süre içinde tersi yöne dönüp dönmeyeceğine ilişkindir. Aşırı sermaye girişi karşısında değer kazanmış yerli para uluslararası sermayenin bu duyarlılığına bağlı olarak kaçması sonucunda değer kaybına uğramakta ve finansal krizler yaşanmaktadır. Bir diğer ifadeyle portföy yatırımları ile döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişki vardır. Öte yandan aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayi olumsuz etkilenerek uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Ayrıca aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır.<sup>107</sup>

---

<sup>107</sup> Durusoy, s. 2.



Finansal liberalizasyonun faydaları konusunda beş temel görüş ileri sürülmüştür. Bu görüşler şunlardır;<sup>108</sup>

- Sermayenin gelişmiş ülkelerden GOÜ'ye doğru akımı dünyadaki kaynak dağılımında etkinliği sağlayacaktır,
- Yabancı sermaye iç tasarrufları destekleyerek yatırımları ve büyümeyi teşvik edecektir. Artan toplam gelir düzeyi, tasarrufları ve yatırımları da arttıracak ve böylece sürdürülebilir (istikrarlı) bir ekonomik büyüme sağlanacaktır,
- Dış rekabet sayesinde finansal sektörlerde etkinlik artacaktır,
- GOÜ'ye sermaye akımı yerleşiklere portföy yatırımlarında uluslararası düzeyde çeşitlilik sağlayacaktır,
- Uluslararası finans piyasalarına girişi kolaylaştırarak borçlanmanın maliyetini azaltacaktır.

Finansal serbestleşme sürecinde birçok ülke değişik düzeylerde finansal ve/veya parasal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu ülkelerden Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella ciddi krizler yaşamışlardır. Bu krizlerden sonra finansal serbestleşme politikaları birçok eleştiriye uğramış ve yeniden ele alınmışlardır. Finansal serbestleşme teorisinin öncülerinden McKinnon gibi iktisatçılar dahi daha kontrollü bir finansal serbestleşmeden söz etmeye başlamışlardır.<sup>109</sup>

### 1.2.3.1. Finansal Liberalizasyonun Etkileri

Finansal küreselleşme gelişmiş ülkeler için sağlamış olduğu avantajı GOÜ için de eşit şekilde sağlamamıştır. Finansal küreselleşme sürecinde küreselleşmede olduğu gibi uyum sağlayan ülkeler avantajlarından yarar sağlarken, uyum sağlayamayanlar da ekonomik yapılarındaki bozulma ile birlikte kriz gibi çok önemli sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır.

Finansal küreselleşmenin sağladığı en büyük fırsat, giderek sermaye akımlarını da verimli kullanabilen daha fazla ülkenin ticari kazançlarını artırması sonucunda genel

<sup>108</sup> Fatih Saygılı, "Finansal Serbestleştiriminin, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri", *Ege Akademik Bakış*, Cilt:1, Sayı:1, 2001, s. 169.

<sup>109</sup> Güloğlu ve Altunoğlu, s. 4.

olarak yaşam standartlarının yükselmesidir. En büyük risk ise, mali yapıdaki bozulmaları şiddetlendirebilecek olmasıdır.<sup>110</sup>

### 1.2.3.2. Türk Finans Piyasalarının Dışa Açılması

Finans, küresel ticarete yer alan her ürüne, hizmete, firmaya ve ülkeye fiyat yaftası belirleyen bir robot ve dev bir hesap makinesidir. Finans dünyası herhangi bir başka üründen çok daha fazla bilgisayar kullanır ve matematik ve ekonomi mezunlarının büyük bir kısmını istihdam eder. 2007 sonuçlarına göre Global 500'ün %23'ünü teşkil eden 116 firmanın finans alanında faaliyet göstermekte olduğu görülmektedir. Bu firmaların 60'ı bankacılık, 45'i sigortacılık ve %11'i de finansal aracılık ve diğer finansal hizmetler alanındadır ve gelirleri 5.5 milyon \$'a ulaşmaktadır. Finansı sırasıyla, petrol, bilişim, otomotiv, ticaret ve gıda faaliyet alanları takip emektedir.<sup>111</sup>

Türkiye ekonomisi gerek cumhuriyetin kuruluşu ve gerekse izleyen yıllar içerisinde hem hukuksal alanda hem de yaşanan uygulamalar itibariyle karma bir ekonomik sistem olarak dizayn edilmiştir. Ekonomik sistemin bu şekilde oluşturulmasının altında yatan en önemli neden olarak, cumhuriyetin ilk yıllarında gerek altyapı ve gerekse mal ve hizmet üretimi anlamında gerekli yatırımları gerçekleştirecek özel sermaye birikiminin olmaması gösterile gelmiştir. Burada esas olarak oluşturulmak istenen sistem, serbest piyasa ekonomisi ya da merkezi planlı bir ekonominin tek başına uygulanmasından ziyade her ikisinin olumlu gözükten taraflarının birleştirilmeye çalışılmasıdır. Türkiye'de ekonomik anlamda yön değişikliği ve serbest piyasa mekanizmasının ağırlığının artırılması yönündeki en önemli gelişme, 24 Ocak kararları olarak bilinen programla sağlanmıştır. Bu program ekonomide yeniden yapılanmayı öngören bir program olup, serbest piyasa ekonomisinin önündeki engelleri belirli ölçüde kaldırmaya çalışmıştır.<sup>112</sup>

Türkiye 1970'li yılların başından itibaren kronik enflasyon sürecini yaşayan bir ülke olmuştur. Yüksek kamu açıkları ve finansman yöntemleri enflasyonun en önemli nedenlerinden biriyken bütçe açıkları nedeni ile ortaya çıkan yüksek faiz, dengesizliği

<sup>110</sup> Şiriner, s. 31.

<sup>111</sup> Mustafa Başaran, "Finansal Piyasalarda Küresel Etkiler Türk Finans Piyasalarının Analizi", *Küreselleşme Sürecinde Türkiye: Fırsatlar ve Sorunlar Sempozyumu*, 12-14 Kasım 2008, s. 316.

<sup>112</sup> Ali Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, Ankara 2002, s. 181-182.

daha arttırmıştır.<sup>113</sup> 24 Ocak 1980'de uygulamaya konan istikrar paketinde, finansal serbestleşme politikaları önemli yer tutmaktadır. Programın finansal kesimi ilgilendiren bölümünü, devletin ekonomideki fonksiyonlarını daraltmak, bütçe açığının önüne geçmek ve fonların yönünü finansal sektöre çevirerek yurt içi kaynak akışkanlığını sağlamak oluşturmaktadır. Ekonomide yaşanan serbestleştirme hareketleri ve yeniden yapılanma süreci çerçevesinde finansal sektör politikalarında önemli değişiklikler yapılmış ve var olan birçok sınırlama kaldırılmış veya gevşetilmiştir. Finansal sistemin derinleştirilmesi amaçlanarak uygulanan serbest faiz politikası, bazı bankaların ve holdinglerin aracı kurumlar kurmaları ve bu aracı kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmalarıyla devam etmiştir. Haziran 1982'de bankalara döviz pozisyonu tutma serbestisi sağlayan kambiyo işlemlerine ilişkin düzenlemeler çıkartılmıştır. Temmuz 1984'de TPKK'nın 30 sayılı kararı ile de, kambiyo rejimini liberalize etmedeki temel adım uygulamaya geçmiştir. Uygulanan liberal politikalar çerçevesinde özelleştirme çalışmalarına 1984 yılında başlanmıştır. Özelleştirme ile devletin ekonomideki sınaî ve ticari aktivitesinin en aza indirilmesi, rekabete dayalı piyasa ekonomisinin oluşturulması, devlet bütçesi üzerindeki KİT finansman yükünün azaltılması, sermaye piyasasının geliştirilmesi ve atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılması amaçlanmaktadır.

Bu gelişmelerin yanı sıra finansal sektörde özellikle bankacılıkta bir dizi reform yapılmış ve finansal piyasalar serbestleştirilmiştir. 1983 yılında TMSF kurulmuştur. 1986 yılında, Merkez Bankası bünyesinde Bankaları Gözetim Müdürlüğü kurularak, bankacılık sektörü üzerinde gözetim ve denetim yetkileri artırılmıştır. Yabancı bankaların giriş yapmaya başlaması ile banka sayılarında bir artış gözlenmiş ve bankacılık sisteminde etkinlik artmıştır.

Uygulanan politikalar sayesinde, yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır. Doğrudan yatırımlar 1986 yılındaki değerinden 1989 yılına gelindiğinde yaklaşık yedi kat artmış, portföy yatırımları şeklindeki yabancı sermaye ise 1986 yılından itibaren ciddi bir ivme kazanarak 1989 yılında yaklaşık 1,5 milyar \$'a ulaşmıştır.<sup>114</sup>

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi çalışmaları 1980'lerde yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmış ve 1989 yılında

<sup>113</sup> Selçuk Duranlar, *Küreselleşme sürecinde Yeni Ekonomi*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s. 124.

<sup>114</sup> Hüseyin Ağır, *Türkiye'de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Ankara 2010, s. 53-58.

tamamlanmıştır. 1980'den önce sermaye hareketleri döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol edilmiştir. 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren 32 nolu kararname ile sermaye hareketleri tamamen serbestleşmiştir. Bu kararname ile yürürlüğe giren önemli düzenlemeler şöyle sıralanabilir;

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizü ülke içine getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.

- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.<sup>115</sup>

---

<sup>115</sup> TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ankara 2002, s. 17.

## İKİNCİ BÖLÜM

### YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

#### 2.1. YABANCI SERMAYE VE YABANCI YATIRIM KARARLARI

Yabancı sermaye, bir ülkenin; karşılığını sonradan ödemek üzere, dış kaynaklardan elde edip, ekonomik gücüne ekleyebileceği mali veya teknolojik kaynaklar olarak tanımlanabilir. Farklı bir tanıma göre yabancı sermaye, kaynakların diğer bir ülkeye taşınması şeklinde ifade edilmektedir.<sup>116</sup>

Finansal piyasaların temel işlevi, fonların arz edenlerden talep edenlere doğru akışını gerçekleştirmek, menkul değerlere likidite sağlamak ve menkul değerlerin fiyatını oluşturmak olarak özetlenebilir.<sup>117</sup> Son yıllarda dünya sermaye piyasalarında çok hızlı bir şekilde yaşanan küreselleşmeyle bir yandan piyasalardaki işlem hacmi hızla gelişirken diğer yandan uluslararası işlemlerin payları hızlı bir şekilde artmaktadır. Böylece firmalar ve hükümet kuruluşları, fon bulmak için giderek artan ölçülerde, iç mali piyasalara bağlı kalmak zorunluluğundan kurtulmaktadırlar.<sup>118</sup> Sermayenin uluslararası dolaşımı ülkeler arası borçlanmaların artmasıyla hız kazanmıştır. Önceleri kamusal alanda borçlanma, daha sonra özel borçlanmaların da eklenmesiyle artan sermaye hareketliliği aslında çok geçmişe dayanmaktadır. 1800'lü yıllardan İkinci Dünya Savaşı'na kadar olan dönemde ülkeler arasında finansal kaynak arayışları daha çok portföy borçlanma enstrümanları şeklinde olup, devlet garantileri içermekteydi. 1820'lerde Latin Amerika, 1860 ve 1870'li yıllarda Orta Amerika ve aralarında Mısır ve Türkiye'nin de bulunduğu bazı Ortadoğu ülkeleri, 1890'da Arjantin ve Yunanistan, 1902 yılında Venezüella, 1930'lu yıllarda ise hemen hemen tüm GOÜ kaynak ihtiyaçlarından dolayı borçlanma sorunlarıyla karşılaşmıştır. 1930 ve 1940'lı yılların sonuna kadar olan dönem dünya ekonomisinin krizler ve savaşlar sonrasında hızla daralma gösterdiği, dış ekonomik ilişkilerin zayıfladığı ve beraberinde uluslararası sermaye hareketlerinin de oldukça sınırlı kaldığı dönemlerdir. Küresel anlamda yaşanan daralmalar finansal kaynaklar üzerinde baskılar yaratarak ülkeler arası fon akışını oldukça düşürmüştür. İkinci Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods konferansı ile yön

---

<sup>116</sup> Sezgin Açıkalm ve Seyfettin Ünal, *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi*, Ekin Yayınları, Bursa 2007, s. 6.

<sup>117</sup> Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa 2000, s. 5.

<sup>118</sup> Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, Kurtiş Matbaası, İstanbul 2003, s. 290.

verilen para sistemindeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğindedir.<sup>119</sup>

1960 ve 1970'li yıllarda, sanayileşme iç piyasaya yönelik, yoğun korumacılığı öngören ithal ikamesi modellerine dayanıyordu. Uluslararası sermaye akımları ise çeşitli engellerle karşı karşıya idi. Bu nedenle az gelişmiş ve gelişmiş ülkeler yabancı sermayeyi kendilerine çekebilmek için bu alanda çeşitli teşvikler sağlamışlar ve adeta birbirleriyle yarışarcasına daha liberal yabancı sermaye yasaları çıkartmışlardı. Asıl amaç özellikle doğrudan yabancı sermayeydi ve bu tür sermayenin ileri teknoloji girişleri ve ithal ikamesi sağlama, istihdam yaratma, ihracatı teşvik, döviz kazandırma ve üretim kapasitesini artırma gibi yollarla ekonomik kalkınmayı hızlandırıcı etkilerinden faydalanmaktı.<sup>120</sup>

Küreselleşmenin en önemli yansıması finans piyasalarında ortaya çıkmıştır. Teknolojik gelişmelerin de katkılarıyla hızla büyüyen finans piyasaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanı sıra hacmini de değiştirmiştir. Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödemeler bilançosu finansmanı dışında arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde GOÜ'deki yükselen piyasalara yönelmesine neden olmuştur.<sup>121</sup>

Bretton Woods sisteminin çökmesi ve uluslararası anlamda piyasaların sistemli bir dönemden, adeta sistemsiz bir döneme geçtiği yirminci yüzyılın son çeyreğinde, genel olarak ulusal ekonomiler, özellikle finansal piyasalar açısından büyük değişimlere sahne olmuş ve bu değişim trendi günümüzde de artarak devam etmektedir. Mali piyasalar üzerindeki kamusal kontrollerin sınırlandırılması ve piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırılarak kaynak dağılımının daha etkin hale gelmesi temel işlevini sağlayan liberalizasyon ve deregülasyon hareketleri esas itibarıyla ekonomik ve siyasi sistemlerdeki gelişmelere paralellik arz etmektedir. Yeryüzündeki iki ekonomik sistemin içinde bulunduğumuz yüzyılın başlarından bu yana devam eden mücadelesi

<sup>119</sup> Erşan Sever, Murat Demir ve Zariye Yıldırım, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 127.

<sup>120</sup> Halil Seyidoğlu, "Finansal Sermaye Akımları ve Uluslararası Mali Krizler", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 1.

<sup>121</sup> Öztürk, s. 268-270.

kapitalizmin komünizme karşı mutlak üstünlüğü ile sonuçlanmış ve 1980’li yıllardan itibaren komünist ülkeler bir bir siyasi anlamda demokrasiyi ve ekonomik anlamda kapitalist sistemi uygulamaya yönelmiştir. Yeni dönem esas itibariyle devletlerin ekonomideki faaliyetlerinden çekildiği, küçüldüğü bir dönem olmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak da, mali piyasalarda uluslararası fon hareketlerine getirilmiş olan sınırlar kaldırılmış, faiz ve döviz kurlarına getirilmiş olan sınırlamalar terk edilmiş, piyasaya giriş ve çıkışlar daha serbest hale gelmiş ve mali piyasaların alt bölümleri arasındaki sınırlamalar gevşeyerek ve hatta birçok ülkede ortadan kalkarak mali kurumların daha geniş bir yelpazede işlemler yapması mümkün olmuştur.<sup>122</sup>

1980’li yıllarda yoğunlaşan bu süreç GOÜ’ye yönelen uluslararası sermayenin hacmini önemli ölçüde büyütürken sermaye akışının kanallarını ve böylece söz konusu ülkelere akan sermayenin niteliklerini de değiştirmiştir. GOÜ’ye yönelen sermaye hareketleri; özel krediler, hisse senedi/tahvil şeklindeki portföy yatırımları ve devlet ödünçleri şeklinde üçlü ayrıma tabi tutulmuştur.

Finansal küreselleşmenin ortaya çıkardığı en ilginç gelişmelerden birisi artık devletlerin borçlanırken resmi kanalları kullanmaması, bunun yerine sermaye piyasalarında tahvil ihraç ederek borçlanmayı tercih etmeleridir. Sermaye piyasalarının liberalleşmesi, iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, hesaplama becerilerinin artması devletleri özel kanallardan borçlanmasını kolaylaştırmaktadır. 1970’lerde petrol krizi sonrasında birikimli olarak yükselen “petro dolar” fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması zorunluluğu, GOÜ’ye hacimli bir sermaye girişi doğurmuştur. Daha sonraki “borç sorunu”nun kaynağını oluşturan bu akımlar genel bir borç krizi ile sonuçlanmıştır. 2000’li yıllarda artan portföy yatırımı şeklindeki sermaye akımlarını uyaran temel neden ise gelişmekte olan ülke piyasalarındaki borsa ve reel faiz getirilerinin gelişmiş ülkelerdekinden fazla olmasıdır.<sup>123</sup>

Uluslararası sermaye hareketleri ve yatırımlar küreselleşme ile sayılamayacak kadar çeşitlenirken, küreselleşme ve teknolojik ilerlemenin yardımı ile yatırım fonları daha bütünleşmiş duruma gelmiştir. Bu bütünleşme uluslararası fonların miktarlarındaki hızlı büyüme ile bir araya gelince etkileri iç fonların ülke ekonomisini sağladığı yararları aşmıştır. Bu durum ülkelerin dış sermayeye kapılarını açmasına sebep olurken, uluslararası yatırımcıların da daha iyi ve yüksek kazanç sağlamak için risk alma

<sup>122</sup> Alp, s. 181-182.

<sup>123</sup> Öztürk, s. 268-270.



cesaretlerini arttırmaktadır. Uluslararası fonlardaki söz konusu gelişimler risk üstlenme ve borç ve yatırımları yürütme oranlarını yükseltmektedir. Sermaye hareketlerinin ulaştığı yüksek miktarlar ve yatırımlardaki yenilikler ve çeşitlenmelerdeki hızlı değişiklikler finansal ve ekonomik istikrara verilen ve verilmesi gereken önemi arttırmaktadır.<sup>124</sup>

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerden GOÜ'ye doğru yoğun bir sermaye hareketliliği gerçekleşmeye başlamıştır. Bu hareketlilik tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin bir şekilde dağılımına olanak sağlamaktadır. Ülkelere giren doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye hareketlerindeki artışlar bu ülkelerdeki yatırımları artırarak büyümeyi olumlu bir şekilde etkilemiş ve aynı zamanda finansal istikrarsızlığa yol açma olasılığı da gündeme gelmiştir. Diğer bir ifadeyle, uluslararası sermaye hareketleri bir yandan GOÜ'lerde büyümenin ve kalkınmanın gelişmesine ve sürdürülmesine olumlu katkı sağlarken, bir yandan da risklerin uluslararası boyutta dağılmasına ve daha iyi yönetilmesine, kaynakların daha verimli alanlarda kullanılmasına ve rekabetin artmasına olumlu katkı sağlamaktadır.<sup>125</sup>

Sermaye hareketlerinin temelini oluşturan yabancı doğrudan yatırımları ve portföy yatırımlarını birbirinden ayıran temel farklılıklar, yabancı doğrudan yatırımların, portföy yatırımlarına göre yatırımı finanse etmenin daha güvenilir bir yolu olması ve doğrudan yabancı sermayenin küresel üretimin entegrasyonu gibi yapısal faktörlerden etkilenir iken, portföy yatırımları finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere duyarlı olmasıdır.<sup>126</sup>

Yabancı yatırımcıların başka ülkelerde yatırım yapmalarının temel ve en büyük amacı hiç kuşkusuz kârdır. Üstelik elde edeceği bu kar, yatırımcı ülkenin kendi ülkesinde elde ettiği kardan daha fazla olmalı ve firmanın yabancı bir ülkeye yatırımda bulunmasından doğacak her türlü riski de karşılayabilmelidir. Bunun yanında elde edilen bu kârın transfer edilebilmesi de önemli bir unsurdur. Bu yüzden, yabancı yatırımcılar, orta ve uzun vadede bu amacı en kolay ve en düşük maliyetle gerçekleştirebileceği ülkeleri tercih etmektedirler.

<sup>124</sup> Yaşagül Ekinçi, "GOÜde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve önleyici Mekanizmalar", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 217.

<sup>125</sup> Yusuf Demir, "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Cilt:12, Sayı:1, s. 153.

<sup>126</sup> Ö.Selçuk Emsen ve M.Kemal Değer, *Geçiş Ekonomileri ve Türkiye'de Yabancı Sermayenin Dinamikleri*, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum 2005, s. 13.

Yabancı yatırımcılar, kendi geleceklerini ve yatırımlarını güvence altında hissetmelerini sağlayacak bazı koşulların varlığını da aramaktadırlar. Günümüzde bir ülkenin yabancı sermaye yatırımları için çekim merkezi haline gelmesinin ön koşulu o ülkenin gerçek bir “*hukuk devleti*” olmasıdır. Bunun dışında yabancı yatırımcıların ülke tercihini, ekonomik ve mali faktörler, politik faktörler ve kurumsal/kültürel faktörler etkilemektedir. Ancak bu yatırım kararı aşamasında bu faktörlerin tamamı veya bir bölümü eş zamanlı olarak değerlendirilmektedir.<sup>127</sup>

Sayılan bu etkenler arasında özellikle politik istikrar ve bürokratik engellerin önemi yabancı sermayeli kuruluşların yetkilileri tarafından da vurgulanmış, 1980 sonrasında Türkiye’de sağlanan güven ortamının ve yabancı sermayeli kuruluşlara tanınan bürokratik kolaylıkların ülkeye yeni sermaye girişi açısından olumlu etki yaptığına dikkat çekilmiştir.<sup>128</sup>

Yukarıda belirtilen açıklamalar altında her ülke kendi önceliklerini dikkate alarak yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemeye çalışmakta, her yatırımcının temel önceliklerini karşılayan bir paketle tanıtım programları oluşturmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında, ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlar için teşvik politikaları ise genelde aşağıdaki amaçlara yönelik olarak belirlenmektedir:<sup>129</sup>

- Ülkenin yatırım imajının iyileştirilmesi, yurt dışında etkili tanıtım yapılması gibi vasıtalarla dolaylı olarak yabancı sermaye girişinin arttırılması,
- Herhangi bir sektörel ya da bölgesel ayırım yapılmadan toplam yabancı sermaye yatırımlarının arttırılması,
- Belirli tipteki yatırımların hedeflenerek doğrudan ya da dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının miktarının ve kalitesinin arttırılması. Sektörel öncelikler ve yatırımcılar tespit edilerek, yatırımcıların hedeflenmesi,
- Spesifik olarak yatırım projelerinin belirlenerek firmaların hedeflenmesi.

<sup>127</sup> Birol Efe, *Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği*, İzmir Ticaret Odası Yayınları, İzmir 2002, s. 14.

<sup>128</sup> Yeşim Çilesiz ve Okan Mısırlı, *Türkiye’de Yabancı Sermaye: Karlılık, Yoğunluk ve Teknoloji: 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Çerçevesinde Bir İnceleme*, Yased, Kasım 1998, s. 3.

<sup>129</sup> Hayrettin Demircan, *Dünyada ve Türkiye’de yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri*, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara 2003, s. 42-43.

## 2.2. YABANCI YATIRIM TÜRLERİ

IMF istatistikleri sınıflandırılmasına göre uluslararası sermaye hareketleri üç kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve kısa ve uzun vadeli diğer yatırımlardır.<sup>130</sup> Bu bölümde yabancı sermaye hareketlerinden yoğun olarak karşılaşılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ele alınacaktır.

### 2.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım

Doğrudan yabancı yatırım (DYY) kısaca, uluslararası sermaye akışının bir türü olarak tanımlanabilir.<sup>131</sup> Uluslararası sermayenin bir ülkeden diğerine akışı, uluslararası para ve sermaye piyasaları yoluyla veya doğrudan yatırım şeklinde olmaktadır.<sup>132</sup> IMF'ye göre DYY bir ülkedeki doğrudan yatırımcının diğer bir ekonomideki bir girişime sürekli ilgisini içeren uluslararası yatırımın bir türü olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımın iki noktası önemlidir. Birincisi, doğrudan yatırımcı ile doğrudan yatırım girişimi arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını vurgulayan “*sürekli ilgi*”, ikincisi ise yurtdışındaki bir girişimin hisse senetlerinin en az %10'unun kazancı veya oy hakkını vurgulayan “*doğrudan yatırım*”dır. Geniş anlamda doğrudan yabancı yatırım ise yabancı yatırımcı tarafından iktisadi kıymetler aracılığıyla, yeni firma kurmak ve şube açmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir firmaya ortak olmak şeklinde tanımlanabilir. Doğrudan yabancı yatırımlarını portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan ayıran en önemli fark, doğrudan yatırım yapan kişi veya firmaların karar alma ve üretim sürecinde kontrolüdür.<sup>133</sup>

Uluslararası finansal serbestleşme uygulamaları sonrası yaşanan finansal krizler sonrası doğrudan yabancı yatırımlar üretime yönelik etkilerden dolayı GOÜ'nün ilgi odağı haline gelmiştir. Doğrudan yabancı yatırım taraftarlarına göre küreselleşme

<sup>130</sup> Sever, Demir ve Yıldırım, s. 128.

<sup>131</sup> Assaf Razin ve Efraim Sadka, *Foreign Direct Investment: An analysis of aggregate flows*, Princeton: Princeton University Press, 2007, s. 8.

<sup>132</sup> Ahmet Kurtaran, “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (2), 2007, s. 367.

<sup>133</sup> Eryiğit ve Eryiğit, s. 236.

sürecinde bir ülke ne kadar çok yabancı yatırım çekebilirse o kadar çok küresel üretimden ve gelirden pay alabilecek ve ulusal refahı artıracaktır.<sup>134</sup>

DYY'ler dünya gayri safi milli hâsılasından daha hızlı büyümekte ve yabancı yatırımların önemli bir bileşeni olmaktadır.<sup>135</sup> Küreselleşmenin hem bir sonucu hem de önde gelen göstergelerinden biri olan ve bütün dünyaya yayılan uluslararası sermaye hareketleridir. Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir unsuru olan doğrudan yabancı yatırım konusu, büyümeden istihdama, üretim ve yönetim becerisinden ihracata kadar sağladığı çeşitli avantajlar nedeniyle son yıllarda gelişmekte olan ekonomilerin başlıca ekonomik politika unsurlarından birini oluşturmaktadır.<sup>136</sup>

DYY'i çekmek isteyen ülkeye ilişkin sosyal, ekonomik ve politik çevresine ilişkin faktörler DYY girişlerinde önemli bir role sahiptir. DYY'ın gerçekleşmesini sağlayan bazı unsurlar şunlardır:<sup>137</sup>

- Kültürel farklılıklar: Birçok çalışmada DYY yapan ülke ile ev sahibi ülke arasındaki kültürel yakınlığın firmaların ev sahibi ülkeye yatırım yapmasının temel nedenlerinden biri olduğunu göstermektedirler.
- Politik ve ekonomik sistemler: Politik ve ekonomik sistemler bir firmanın ev sahibi ülkeye yatırım yapip yapmama kararını etkileyen temel faktörlerden biridir. İstikrarlı politik ve ekonomik sisteme sahip ülkeler DYY'i daha fazla çekmektedir.
- Hükümet politikaları: Yerel hükümetler, istihdamın devamlılığını sağlamak ve diğer farklı amaçlar nedeniyle piyasalarını koruma girişiminde bulunurlar. Bu durum ithalatın engellemesine yol açar. Bu gibi engellemelerle karşılaşan firmalar iç piyasada ticaret yapmak yerine yurt dışında yatırım yapmak zorunda kalırlar.

Yukarıda sayılan hususlar dışında, pazarın doyma noktasına gelmiş olması, yoğun rekabet ve yüksek üretim maliyetleri firmaların üretim tesislerini yurt dışına taşımalarını etkileyen hızlandırıcı faktörlerdir.

Son yirmi yılda doğrudan yabancı yatırımlarda gözlenen büyük artış beş temel etken tarafından motive edilmiştir. Bu faktörler:<sup>138</sup>

<sup>134</sup> Ahmet Ay ve Fatih Mangır, "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Türkiye", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 109.

<sup>135</sup> Assaf Razin ve Efraim Sadka, "Transparency, Specialization and FDI", *CESifo Working Paper No. 1161*, s. 2.

<sup>136</sup> Kadir Karagöz, "Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri: Belirleyici faktörler ve Potansiyel", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 165.

<sup>137</sup> Kurt, s. 46.

- Yabancı piyasalara girmenin kolaylaşması,
- Teknolojik değişmelerin sağladığı fırsatları kullanma,
- Amerika, Avrupa ve Güney Asya dahil olmak üzere büyük merkezlerde üretim ve tüketimin güvenli bir biçimde sürdürülebilir olması,
- Maliyetleri düşük tutabilme ve
- Üretim ve dağıtımda küresel esnekliğin yükselmesi şeklinde sıralanabilir.

DYY üzerine yapılan çalışmalarda, DYY'lerin GOÜ'ye önemli etkileri olduğunu göstermektedir. DYY sağladığı en temel katkı, yetersiz sermaye nedeniyle gerçekleştirilemeyen yatırımlar için kaynak yaratmasıdır. Böylelikle DYY sermaye birikimini hızlandırarak kaynak dağılımında ve üretimde etkinlik sağlamaktadır. Bu katkının yanında, ücretleri artırıcı etkisi ve teknoloji transferinin yaygınlaşmasına da önemli katkılar sağlamaktadır. Ayrıca, özellikle finans sektörü gibi bazı sektörlerde doğrudan sermayenin yol açabileceği potansiyel etkilerden birisi de kurumsal değişimdir.

DYY'nin ülkenin istihdam ve büyümesine etkisi ise büyük ölçüde sermaye girişinin yeni bir yatırımı başlatması, satın alma veya birleşme şeklinde gelmesiyle ilgilidir. Satın alma ve birleşme şekillerinde, firmanın durumunun iyi olması veya yeniden yapılanmaya ihtiyaç duyması belirleyici olacaktır. Bununla birlikte, DYY sektöre getireceği bir iyileşme, dolaylı da olsa istihdam ve büyümeye olumlu yansıtacaktır.

DYY portföy yatırımlarının aksine, kolaylıkla ülkeyi terk etmeyen veya edemeyen yapısından dolayı, girdiği ülkede ekonomik kalkınma ve teknolojik gelişmeye katkıda bulunup, istihdam ve ihracata yönelik üretim artışı yaratması gibi önemli katkılar sağlamaktadır.

Bütün bu etkileri yanında, hükümetlerin DYY'lere bir takım sübvansiyon ve teşviklerle aktif bir biçimde destekleyip desteklenmemesi konusu büyük bir tartışma konusudur. Bu tartışmalara geçmişte sömürgecilik döneminde yaşanan olumsuz tecrübeler ve ÇUŞ'ların karlarını kendi ana vatanlarına transfer etmesi önemli etkenlerdir.<sup>139</sup>

DYY'ler ev sahibi ülkeler ve yabancı yatırımcılar açısından iki yönlü olarak incelenebilir. DYY'de ev sahibi ülkelerin amacı, yabancı yatırımlar ile ülkelerine bir

<sup>138</sup> Öztürk, s. 271.

<sup>139</sup> Açıkalın ve Ünal, s. 13-15.

takım sosyal ve ekonomik faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar arasında, istihdamın artırılması, doğal kaynakların değerlendirilmesi, yönetim ve üretim bilgisinde gelişme, dış ticaret açığının azaltılması, ekonomik büyümenin artırılması gibi konular sayılabilir. DYY'den yabancı yatırımcıların beklediği temel faydalar ise ucuz girdi (işgücü, hammadde vb.) kaynaklarına yakın olmak, doymamış bir piyasanın sunacağı kazanç imkânlarından faydalanmak sayılabilir.<sup>140</sup>

### 2.2.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Modelleri

DYY alanında ekonomik teori ve araştırmaların tarihi oldukça kısadır. DYY, ölçek ekonomilerinin artışının ve ekonomik büyümenin bir sebebi olarak üretimde uluslararası özelleştirmenin önemini ilk kez ortaya atan Adam Smith ve David Ricardo gibi klasik ekonomistlerin yazılarına dayanmasına rağmen, bu yazarlar tarihsel döngü ve pratikler tarafından sınırlandırıldı ve bu yüzden ticaret çoğunlukla malların sınır ötesi hareketleriyle ilişkilendirildi. Sonuç olarak: Özelleştirme ve ticaretin değersiz bir oyun değil, üretim ve tüketimi artırarak ticari uluslararası karşılıklı olarak fayda sağlayabileceğini ortaya koyan Adam Smith'in mutlak üstünlükler teorisi gibi uluslararası ticaret modellerinin başlangıcında çok iyi modeller vardı. David Ricardo'nun karşılaştırmalı üstünlükler teorisi ulusların en etkili üretebileceği malları üretmede uzmanlaşması gerektiğini iddia ederek Adam Smith'in teorisini geliştirmiştir. Ricardo Politik, Ekonomi ve Vergi Prensipleri isimli yayınında, ülkelerin fırsat maliyetleri düşük olan mallarda uzmanlaşmaları ve ihraç etmeleri durumunda, bir ülke tüm mallarında mutlak üstünlüğe sahip olsa da, ticari ülkelerin her ikisinin de ticarete karşılıklı fayda sağlayacağını ispat etmiştir. Fakat uluslararası faktör hareketleri açısından Ricardo kendi döneminde iş ve sermaye faktörlerinin uluslararası hareketsizliğinden dolayı malların hareketliliği ile daha fazla ilgilenmiştir.

19. yüzyılın ikinci yarısında ve 20. yüzyılın başlarından 1. Dünya Savaşı'na kadar olan zaman, Kuzey-Güney yatırımları, Latin Amerika, Asya ve Afrika'da geniş altyapı ve kaynak temelli projelerin finansmanının büyüklüğü uzun dönemli sermaye akışının büyüklüğüne tanıklık etmiştir. Fakat, DYY teorileri açısından bu sermaye akışı doğrudan yatırım yerine çoğunlukla portföy yatırımları olarak gerçekleştiği için önemli

<sup>140</sup> Kadir Karagöz, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler", *16. İstatistik Araştırma Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, Sosyo-Ekonomik Gelişme ve İstatistik, Türkiye İstatistik Kurumu, 2007, s. 221.

görülmemiştir. DYY'lerin açıklanması neo klasik sermaye hareketleri teorileriyle izlenmiştir. DYY'nin sebebini açıklamak için yapılan DYY örnekleri ve daha sonraki çalışmaların DYY'ye bilimsel bakıştaki değişimleri meydana getirdiği 1960'lara kadar böyle değildi.<sup>141</sup>

Uluslararası firmaların DYY yapmalarına neden müsaade edildiği, yatırım için neden dış ülkeleri seçtikleri ve bu firmaların yabancı ülkelere yatırım yaparken neden farklı yatırım yöntemlerini seçtiklerini açıklamaya çalışan çok sayıda teorinin geliştirilmesi, DYY'nin sebepleri ve sonuçlarına ilginin büyümesine ve öneminin artmasına neden olmuştur. Bu teoriler bazı ülkelerin niçin DYY sağlamak için diğer ülkelerden daha başarılı olduğunu açıklamaya çalışırlar. Bu yüzden teorilerin bazıları dışa doğru DYY'leri açıklamaya çalışırken, diğerleri ise doğrudan DYY'leri açıklamaya çalışırlar.<sup>142</sup> Diğer taraftan DYY teorilerinin hiçbiri tek başına tüm DYY akımlarını açıklamakta yeterli değildirler. Fakat her biri DYY akımlarını açıklamakta önemli katkılar sağlamaktadırlar.<sup>143</sup>

DYY teorileri, amaç ve yaklaşım bakımından çok farklı sınıflamalara ayrılmakta ve farklı teorilerle açıklanmaya çalışılmaktadır. DYY ile ilgili teorilerinin iyi kavranabilmesi Heckscher, Ohlin teorisi olarak bilinen geleneksel teorinin bilinmesi gerekmektedir. Bu teoriye göre, her ülke hangi üretim faktörüne zengin olarak sahipse üretiminde bu faktörü yoğun biçimde gerektiren mallarda karşılaştırmalı üstünlük elde etmektedir. Teori, mutlak üstünlük teorisinin eksikliklerini ortadan kaldırmaya ve karşılaştırmalı üstünlükler teorisinin açıklanmasını yapmaya çalışmıştır. Bunun sonucu olarak, dış ticaretin farklı faktör yoğunluklarına sahip farklı ülkeler arasında yapıldığını kabul eder. Bu model, bütün ülkelerin aynı üretim teknolojisine kolayca ulaşabildiği ve bunları kullanmalarında bir engel olmadığı varsayımlarını göz ardı etmektedir.

1960 yılından sonra, uluslararası ticarete modern teoriler olarak adlandırılan görüş ve varsayımlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Geleneksel teoriler DYY'nin sermaye etkisine odaklanmakta değişen yönetim anlayışı ve gelişen teknoloji gibi faktörleri hesaba katmamaktaydı. Yeni teoriler ise dış ticaret varsayımları ve DYY kuramlarını

<sup>141</sup> Stephan J. Dreyhaupt, *Locational Tournaments in The Context of The EU Competitive Environment*, Dissertation European Business Scholl Oestrich, Winkel 2005, s. 20-22.

<sup>142</sup> Imad A. Moosa, *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*, Palgrave Macmillan, New York 2002, s. 23.

<sup>143</sup> Onur Demirel, *Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyüme Etkileri ve Türkiye Uygulaması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2006, s. 21.

birleştirmenin piyasa yapılarının bir ihtiyacı olduğunu göstermekteydi. Endüstriyel organizasyon (tekelci avantajlardan yararlanma), ürün hayat devreleri, lideri izle, içselleştirme ve eklektik (OLİ) teorileri bu modellerden bazılarıdır.<sup>144</sup>

### **2.2.1.1.1. Endüstriyel Organizasyon (Tekelci Avantajlardan Yararlanma) Teorisi**

Piyasa yapılarını ve yatırım firmalarının belirli özelliklerini DYY ile açıklayan ilk ekonomist Hymer'dir. Endüstriyel organizasyon teorisi Hymer tarafından geliştirilmiş ve Kindleberger, Caves ve Dunning tarafından genişletilmiştir.<sup>145</sup> Hymer 1960 yılında tamamladığı doktora tezinde, ÇUŞ'ların bilgi ve teknoloji gibi ürünleri ülkeler arasında neden transfer ettiğine yönelik çalışması ile DYY teorisine önemli bir katkı sağlamıştır. Hymer iş bölümünü, firmalar arası ve firma içi işbölümü olarak iki kısma ayırmaktadır. İşletmeler arası işbölümünü piyasaların kontrol ettiğini ve dolayısıyla uluslararası ticaret teorisinin alanına girdiğini, firma içi iş bölümünün ise girişimci tarafından kontrol edildiğini belirtmektedir.<sup>146</sup>

Hymer, DYY'yi açıklamada dış ticaret teorisinin ve sermaye veya portföy teorilerinin yetersiz olduğunu ortaya koyduktan sonra, firma ve endüstriyel organizasyon teorisinde firmaların neden DYY ya da uluslararası üretime yöneldiklerini iki nedene bağlayarak açıklamıştır. Bu nedenlerden birinci, firmaların yatırım risklerini minimize ve getirilerini ise maksimize etmek istemeleridir. Bu nedenden dolayı, risk ve belirsizlik, bilgi edinme ve işlem maliyetleri, döviz kurundaki istikrarsızlık ve yabancılara olan güvensizlik durumlarında firmalar portföy yatırımları yerine DYY'yi tercih etmektedirler. İkinci neden ise firmalar rakipleri üzerinde sahip oldukları tekelci/monopolistik avantajları kullanmak için yabancı ülkedeki firmaları kontrol ederler. Firmaları bu davranışa yöneltten üç sebepten biri, rakip firmaları kontrol ederek bunlar arasındaki rekabeti kaldırmak istemesidir. Bir diğer sebep ise firmanın sahip oldukları ölçek ekonomileri, pazar payı, mal ve fiyat farklılaştırması, yönetim ve pazarlama yeteneği, teknolojik üstünlük, sermayeye erişim v.b. kendine özgü

<sup>144</sup> Kızbes K. Görmezöz, *Türkiye'ye Doğrudan Gelen Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam Üzerindeki Etkileri*, (Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi), Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Ankara 2007, s. 9.

<sup>145</sup> Moosa, s. 29-30.

<sup>146</sup> Demirel, s. 31-32.



üstünlükleri yabancı ülkede kullanmak istemesi ve son sebep ise firma faaliyetlerinin çeşitlendirilmesinin istenmesidir.<sup>147</sup>

Piyasadaki tüm bilgi, kaynak ve mallar tam olarak hareketli olsalar da, firmalar bu faktörlere istediklerinde ulaşabilselerdi hiçbir piyasada tekelci bir yapılanmaya rastlanmazdı. Bu durum gerçek piyasalarda sağlanamadığı için, bazı firmalar piyasadaki diğer firmalara karşı kendisine özgü üstünlükle elde ederler. Örneğin kendisine özgü bir teknolojiye sahip olan bir firma, iç ve dış piyasalarda bu avantajını kullanacaktır. Elde edilen teknoloji yeni bir mal, üretim süreci, pazarlama veya finansman yöntemi ile ilgili olabilir. Böyle bir avantaja sahip olan firma uluslararası piyasalara daha kolayca da açılacaktır.<sup>148</sup>

Hymer teorisinde ağırlıklı olarak firmaya özgü faktörler üzerinde durmuştur. Yabancı firmaların daha ucuz finansman kaynağı sağlaması, pazarlama deneyimi, bazı piyasalara özel giriş izinleri, patentli veya ticareti yapılmayan teknolojiye sahip olmaları, yönetimdeki etkinlikleri ve ölçek ekonomilerinden faydalanmaları gibi üstünlükleri ile DYY yaptıkları bu teoride varsayılmıştır. Fakat bu avantajlara sahip bir firmanın, bu faktörleri başka bir ülkeye ihraç veya kiralama yerine neden DYY olarak değerlendirdiğini açıklayamamıştır. Dolayısıyla endüstriyel organizasyon teorisi, takip eden dönemlerde geliştirilen teorilere yön gösterici olarak kalmış ve geliştirilen tüm teoriler bu teori üzerinden inşa edilmiştir.<sup>149</sup>

### 2.2.1.1.2. Ürün Hayat Devreleri Teorisi

Bu teori İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'deki uluslararası firmaların genişlemesini açıklamak için Vernon (1966) tarafından geliştirilmiştir.<sup>150</sup> Teoriye göre, kişi başına gelir seviyesinin ve satın alma gücünün yüksek, dolayısıyla yüksek fiyatlı ürünlerin satışının kolay olduğu bir ülkede bir ürünün ortaya çıkmasından sonra meydana gelen teknolojik yenilikler sonucu ürün farklı aşamalardan geçerek önce iç piyasada yaygınlık kazandıktan sonra ihracat yoluyla uluslararası piyasalara yayılır ve en sonunda da ürün icat edilen firma tarafından yabancı bir ülkede üretilmeye başlar. Buna göre her ürünün hayat devresi üç aşamadan oluşmaktadır. Bunlar: yeni ürün

<sup>147</sup> Yavan, s. 70-71.

<sup>148</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s. 455.

<sup>149</sup> Demirel, s. 32.

<sup>150</sup> Raymond Vernon, "International Investment and International Trade in The Product Cycle", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 2, May 1966. s. 190-207.

dönemi, olgun ürün dönemi ve standartlaşmış ürün dönemleridir.<sup>151</sup> Bu aşamalar aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.

**Yeni ürün dönemi aşaması:** İlk olarak üretim yerel piyasada müşterilerine yakın bir yerde gerçekleştirilir. Ürün yaşam evresinin bu aşaması sürecinde fiyatlar esnek değildir ve bu yüzden firma yüksek fiyat isteyebilir. Bir süre sonra müşterilerden gelen taleplere dayanarak ürün geliştirilir. Bu aşamada talep yerel piyasadaki gelmektedir.

**Olgun ürün dönemi aşaması:** Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan taleplerden dolayı gelirin takip eden en yüksek seviyede olduğu ülkelere ürün ihraç edilir. Artan talep büyüme ve rekabetin ortaya çıkmasını ve devam etmesini sağladığı için, yenilikçi firma talebin olduğu ülkelerde DYY yapacaktır. Bu aşamada, DYY yapılan ülkeler ithalatçılar artarken, ürünü ilk üreten ülkede ihracatçılar artacaktır.

**Standartlaşmış ürün dönemi aşaması:** Üretim ve ürün sürecinin standardizasyonu tamamlanmıştır. Bu aşamada üretim maliyetlerin düşük olduğu GOÜ'ye kaydırıldığından, diğer üreticiler için, GOÜ'deki yatırım yapan, maliyet avantajı bulan yenilikçi firmaya karşı fiyat rekabeti zordur. Ürünü ilk üreten ülke yabancı ülkelerde kurulan ve düşük maliyete sahip hem yerel hem de yabancı firmalardan ürünü ithal etmeye başlar. Bu süreçte, yabancı ülkelerde ihracatçılar artarken, ürünü ilk üreten ülkede ithalatçılar artacaktır.<sup>152</sup>

Ürün hayat devresi teorisi, DYY yatırımlarını açıklamada önemli katkılarda bulunmuşsa da hammadde arayan yatırımları açıklamakta kullanılamamaktadır. Ayrıca teori ürün hayat devresinin kısa süreli olduğu durumlarda zayıf kalması, yeni buluşların genelde ÇUŞ'lar tarafından yapıldığı günümüz ekonomik yapısında anlamının azalması, belirsizliğe ve uluslararası üretimde maliyetlere gereğinden fazla önem vermesiyle eleştirilmektedir.<sup>153</sup>

### **2.2.1.1.3. Oligopolistik Tepki (Lideri İzle) Teorisi**

Knickerbocker (1973) tarafından ortaya atılan oligopolistik teorisinde, oligopolistik bir çevrede DYY yapan bir firma, aynı piyasayı paylaşan diğer firmaların piyasa paylarını sürdürmek için harekete geçmesini ve benzer hareketlere ortaya

<sup>151</sup> Nuri Yavan, *Türkiye'de Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi Üzerine Uygulamalı Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2006, s. 72.

<sup>152</sup> Moosa, s. 38-39.

<sup>153</sup> Murat Ali Dulupçu ve Onur Demirel, *Küreselleşme ve Uluslararasılaşma*, Socrates Comenius, Isparta 2005, s. 10.

koymasına neden olur.<sup>154</sup> Lideri izle teorisi olarak da tanımlanan oligopolistik teorisine göre sektördeki rakip firmalar dış ülkelere yapılan yatırımları varlıklarına karşı bir tehdit olarak algılamakta ve buna reaksiyon olarak DYY yapmaktadır. İlk yatırımı yapan oligopolistik firma genellikle endüstride lider konumundadır ve sektördeki diğer firmalar strateji gereği onu izleyerek yatırım yapmaktadırlar. Knickerbocker lider firma tarafından yapılan yatırımları saldırgan, onu takip eden diğer firmaları ise savunmacı DYY olarak tanımlamaktadır. Teoride rakip firmalar iki nedenden dolayı lider firmayı izlemektedir. Bu nedenlerden ilki, eğer lideri izlemezse yabancı ülkelerdeki ihracat piyasasını kaybedebilirler. İkincisi ise DYY yapan lider firma yabancı ülkede gösterdiği faaliyetler sonucu zamanla birçok deneyim ve avantaj elde ederek, hem iç hem dış piyasalarda rekabet üstünlüğü yakalar. Bu durum, DYY yapmayan firmaları her anlamda zor duruma sokabilir. Bu tür risk ve belirsizlikleri yaşamamak için oligopolistik sektördeki firmalar lideri izleyerek DYY yaparlar.<sup>155</sup>

Firmalar DYY kararı verme sürecinde rakiplerinin davranış kalıplarını izlerken kendi rekabetçi konumlarını zayıflatmayacak yönde davranma eğilimi içine girmektedirler. Çok uluslu firmalar yerel firmalar karşısında yerel piyasada dezavantaja sahiptirler ve bir ülkenin iç piyasasında yerli firmalara rağmen var olabilmeleri için tekeli avantajlarının olması gerekmektedir. Bu teorinin eleştirildiği nokta, firmaların neden A ülkesine yerine B ülkesine yatırım yapmayı tercih ettikleri sorusuna kendi içinde cevap bulamamasıdır.<sup>156</sup> Bir lider firmayı takibinin önemli bir sakıncası bir firmanın düşük maliyetli ürünlerin olduğu bir yer bularak maliyet avantajı sağlayabileceği veya öğrenme-eğilim etkisi ile büyük yeni bir piyasa kazanabileceğidir.<sup>157</sup>

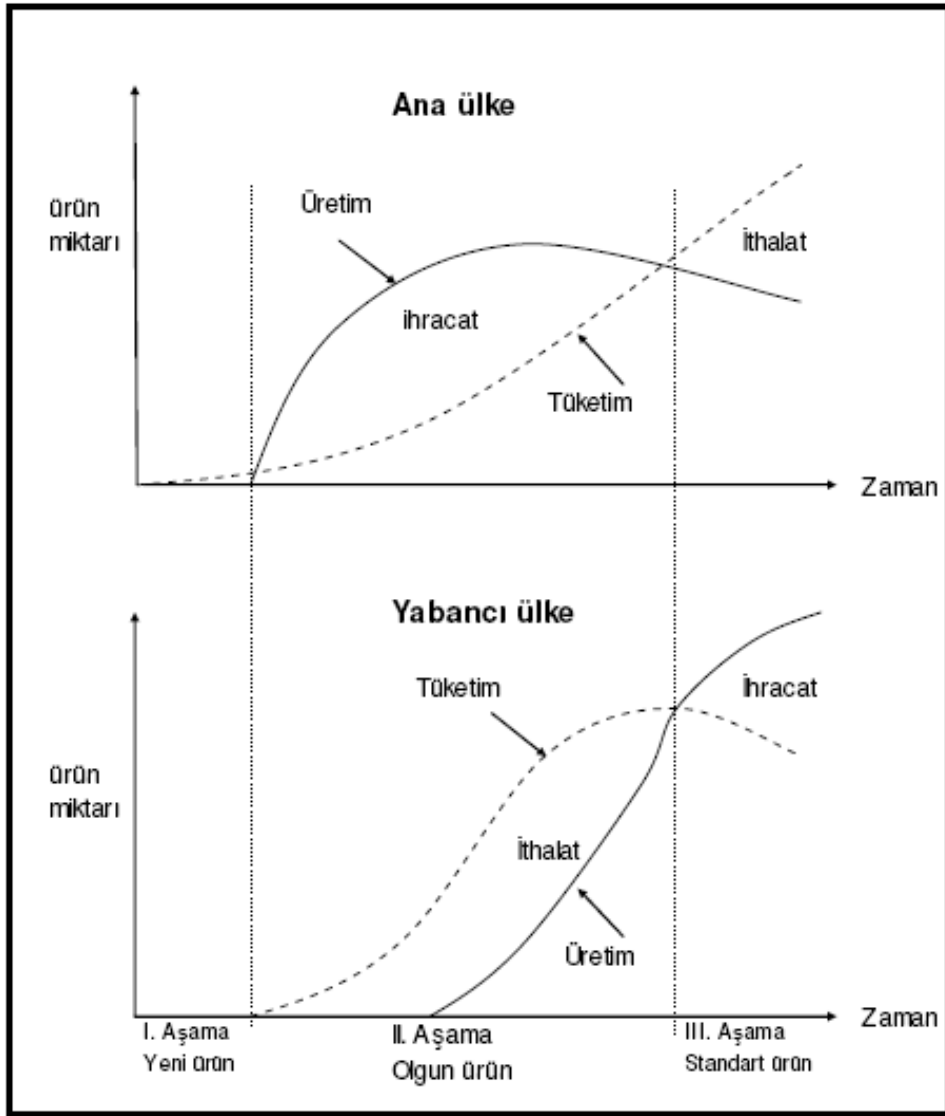
---

<sup>154</sup> Frederick T. Knickerbocker, *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Harvard University Press, Boston 1973.

<sup>155</sup> Yavan, s. 75.

<sup>156</sup> Görmezöz, s. 9.

<sup>157</sup> Shapiro, s. 415.



Şekil 2.1. Ana ülke ve yabancı ülkede ürünün gelişme dönemleri  
Kaynak: Yavan (2006)

#### 2.2.1.1.4. İçselleştirme Teorisi

İçselleştirme teorisi, ÇUŞ'un uluslararası bir piyasada satış yapmasında, kiralama veya lisanslama yöntemini mi, yoksa DYY'yimi tercih edeceğini açıklamaya çalışır.<sup>158</sup>

İçselleştirme teorisine göre, DYY firmaların iç işlemleri ile piyasa işlemlerinin yer değiştirmesi çabalarından ortaya çıkmaktadır. Bu fikir, bir firmanın belirli piyasa maliyetlerini düzenleyerek koruyabileceğini savunan Coase (1937)<sup>159</sup> tarafından ortaya

<sup>158</sup> Demirel, s. 25.

<sup>159</sup> R.H. Coase, "The Nature Of The Firm", *Economica*, Volume:4, 1973, 386-405.

atılan temel tartışmaların genişletilmiştir. Örneğin, piyasada petrol ürünlerinin satın alınmasında bir problem var ise bir firma yabancı rafinerilerden petrol ürünlerini satın alma kararı alabilir. Bu problemler ara mallar, sermaye, bilgi, piyasa ve yönetim deneyimi gibi piyasaların kusurları ve hatalarından ortaya çıkmaktadır. Buckley ve Casson (1976)<sup>160</sup>'e göre, ara mamul piyasalarında aksaklıklar olması durumunda, firmalar iç piyasalar oluşturarak bu aksaklıkları gidermek için harekete geçerler. Ulusal sınırlar içinde piyasaların içselleştirilmesi DYY'e yol açar ve bu süreç marjinal fayda, marjinal maliyete eşit olana kadar sürer.<sup>161</sup>

İçselleştirme teorisinde firmaların motivasyonu dört temel faktöre bağlıdır. Bu faktörler şunlardır:<sup>162</sup>

- Endüstriye özgü faktörler, (ölçek ekonomileri, iç piyasa yapısı, vb.)
- Bölgeye özgü faktörler, (coğrafik mesafe ve kültürel farklılıklar)
- Ulusa özgü faktörler, (politik ve finansal koşullar)
- Firmaya özgü faktörler, (yönetim becerisi ve teknik know-how)

Diğer teoriler içselleştirmenin genel teorisinin altyapısını oluşturuyorken, içselleştirme teorisinin DYY'nin genel teorisini temsil ettiği iddia edilmektedir. Petrochilos (1989)<sup>163</sup>'e göre, CUŞ'ların DYY yaparak ara mamuller için piyasalar oluşturacağı açık iken, içselleştirme için yüksek işlem maliyetleri ve daha fazla zaman gecikmeleri dönemlerindeki dış piyasaların etkisizliği belirsizdir. Daha güçlü bir tartışma Dunning (1977)<sup>164</sup> tarafından ortaya atılmıştır. Dunning'e göre, firmalar Ar-Ge çabaları ile gerçekleştirdikleri yenilikleri kullanmanın özel haklarını ellerinde tutmak isterler. Buckley ve Casson (2000) ise giriş yöntemindeki çeşitliliği açıklamak için yapılan çabaların modelini ortaya koyarak içselleştirme teorisini genişleteceğini ifade etmektedirler.<sup>165</sup>

İçselleştirme teorisine göre firmalar karlarını eksik rekabet ortamında maksimize ederler. Bu aşamada:

- Ulaştırma maliyetleri yüksek maliyetli, ticaret engelleri fazlaysa,

<sup>160</sup> P.J. Buckley, M.C. Casson, *The Future Of The Multinational Enterprise*, Macmillan, London 1976.

<sup>161</sup> Moosa, s. 32.

<sup>162</sup> Kurtaran, s. 370.

<sup>163</sup> George Petrochilos, *Foreign Direct Investment And The Development Process: Case Of Greece*, Aldershot-Avebury, 1989.

<sup>164</sup> John H. Dunning, "Trade, Location Of Economic Activity And The MNE: A Search For An Eclectic Approach", *The International Allocation Of Economic Activity: Proceedings Of A Nobel Symposium Held at Stockholm*, Der. B. Ohlin, P.O.Hesselborn ve P.M.. Vicjkmán, Macmillan, London 1977.

<sup>165</sup> Moosa, s. 33.

- Dış piyasa hakkında bilgi edineme riski yüksekse,
- Alıcı ve satıcı arasında bilgi asimetrisi varsa,
- Piyasada işlem maliyetlerini arttırıcı durumlar varsa, firma içselleştirme yoluna giderek DYY yapar.

Firmalar içselleştirme yaparak gecikme, pazarlık ve müşteri belirsizliklerinden kaçınabilme, hükümetin yaptığı düzenlemelerin etkilerini transfer fiyatlandırması yoluyla en aza indirebilme ve piyasalar arasında fiyat farklılaşması uygulayabilme gibi faydalar elde ederler.<sup>166</sup>

İçselleştirme teorisinin iki problemi vardır: İlki, Rugman (1980) tarafından ortaya atılan, teorisinin ampirik içeriği sahip olamayacak kadar genel olmasıdır. İkincisi ise, Buckley (1988) tarafından savunulan, teorisinin doğru bir şekilde test edilemeyeceğidir.<sup>167</sup>

#### 2.2.1.1.5. Eklektik Teorisi

DYY, ülkeler arasındaki mal akışlarını ele alan uluslararası ticaret teorileri ve bir endüstrinin veya firmanın neden belli bir yeri seçtiğini açıklamaya yönelik mekânsal teoriler kapsamında incelenmiştir. Bu teorilerden bazıları ÇUŞ'ların neden yabancı ülkelere yatırım yapmayı tercih ettiği üzerinde odaklanırken, bazıları ise bir ülkenin DYY'leri ülkelere nasıl çektiklerini açıklamaya çalışmaktadır.<sup>168</sup>

OLI olarak da adlandırılan eklektik teorisi, endüstriyel organizasyon teorisi, içselleştirme hipotezi ve mekânsal teorileri bir araya getirilerek Dunning (1977<sup>169</sup>-1979<sup>170</sup>-1988<sup>171</sup>) tarafından geliştirildi. Eklektik teorisi aşağıdaki sorulara cevap vermeyi amaçlamıştır:

- Eğer belirli bir ülkede belirli bir mal için talep varsa bu talep aynı ülkedeki üretim yapan yerel firmalar tarafından niçin karşılanamamaktadır?

<sup>166</sup> Dulupçu ve Demirel, s. 10.

<sup>167</sup> Moosa, s. 33.

<sup>168</sup> Dökmen ve Aysu, s. 3030.

<sup>169</sup> J. H. Dunning, "Trade, location of economic activity and the MNE: a search for an eclectic approach", In Ohlin, B.; Hesseborn, P. ve Wijkman P. (eds) The Allocation of Economic Activity, MacMillan, London 1977.

<sup>170</sup> J.H. Dunning, "Explaining changing patterns of international production: some empirical tests", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 41, 1979, s. 269-296.

<sup>171</sup> J. H. Dunning, "Location and the multinational enterprise: a neglect factor?", Journal of International Business Studies, 29, 1998, s.45-66.

- Eğer bir firma faaliyet ölçeğini genişletmek istiyorsa bunu niçin diğer yöntemler aracılığıyla yapmamaktadır? Diğer yöntemler olarak da şunları sayabiliriz:

- a. Kendi ülkesinde üretmek ve yabancı ülkelere ihraç etmek,
- b. Kendi ülkesinde firmanın yeni alanlarda genişlemesi,
- c. Yabancı ülkelerdeki portföy yatırımlarına yönelmek,
- d. Yabancı firmalara üretilen ürünlerin teknolojilerini kullanım iznini vermek.

Yabancı bir şubenin, yabancı piyasalardaki diğer potansiyel sağlayıcıların dışında tamamlanabileceği ve DYY'lerin diğer genişleme türlerinden daha karlı olması bu soruların cevabı olarak görülmektedir.<sup>172</sup>

Dunning, ÇUŞ'ların doğrudan yabancı yatırım kararlarını açıklamaya yönelik teorik yaklaşımları, OLI paradigması adı altında sentezlemekte ve doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin olarak analitik bir çerçeve sunmaktadır. Eklektik teorisi yalın bir şekilde oluşturulmuştur. Teori uluslararası girişimlerce başarılan coğrafya ve yabancı ürünlerin endüstriyel bileşeninin, birbiriyle bağımlı olan değişkenlerden kurulmuş üç faktör tarafından belirlendiğini varsaymaktadır. Bu üç alt faktörden ilki, girişimlerin rekabet avantajında sahiplik (O – ownership) gibi önemli bir avantajla DYY'de üstünlük sağlayacağıdır.<sup>173</sup> Tam mülkiyet şeklinde yatırım yapılan ülkeye giriş şekli, küresel bir strateji uygulamak istendiğinde, küresel stratejik koordinasyona ihtiyaç olduğunda, spesifik know-how sonucu olarak yüksek miktarda gelir elde edildiğinde veya firmanın spesifik know-how'ı büyük gizlilik gerektirdiğinde tercih edilecektir.<sup>174</sup> İkinci faktör alternatif ülkelerin veya bölgelerin mekânsal (L-location) çekiciliğidir.<sup>175</sup> Mekânsal faktörler ile sahiplik avantajlarını birleştirmek ÇUŞ'ların ilgisini çekmektedir. Mekânsal faktörler işçilik maliyetleri, piyasa büyüklüğü, gelişim evreleri, hükümet politikaları ve firma beklentileri, rekabet, tarife engelleri ve ekonomik, politik ve kültürel çevreyle ilişkilidir. Mekânsal durumlar uygun olduğunda, ÇUŞ'ların piyasaya doğrudan yatırım yapmaları muhtemeldir.<sup>176</sup> Üçüncü

---

<sup>172</sup> Moosa, s. 37.

<sup>173</sup> Dunning, s. 164.

<sup>174</sup> Aydın, s. 37.

<sup>175</sup> Dunning, 164.

<sup>176</sup> Jianjun Du, *A Comprehensive Study on Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment – A Diversification Approach*, A Dissertation Presented to The Faculty of the Graduate School of Saitn Louis University in Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Doctor of Philosophy, 2003, s. 16.

faktör ise firmaların sahip oldukları yeteneklerini ve üstünlüklerini kendi bünyelerinde içselleştirmeleri (I – internalization) gerekliliğidir.<sup>177</sup>

OLI teorisinin temel üç ayağını oluşturan faktörler, farklı ülkelerin veya bölgelerin mekânsal cazibelerinin sunulduğu, firmaların temel yeteneklerini ortaya çıkaran ve bu yeteneklerinin kullanılmasının sağlanabileceği yerlerde, değerlendirme için alternatif yollar oluşturmada bir çatı sunmaktadır.<sup>178</sup>

Bu ayrıntılı teori, sahiplik avantajı ve içselleştirme motivasyonu ile ÇUŞ'ların ürünlerini ve piyasalarını genişletmek için mekânsal avantajlarını ortaya koyabildiği ülkede yatırım yapacaktır. Dunning (1998), mekânsal seçim ve ÇUŞ'lar arasındaki ilişkiyi açıklamak için eklettik modelini uygulanmıştır. Bununla birlikte Dunning ve Bansal (1997) kültürel duyarlılığın etkisini de ekleyerek eklettik teorisini genişletmişlerdir.<sup>179</sup>

Eklettik teorisinin DYY'ların nasıl açıklandığını şu şekilde ortaya koyabiliriz: Sahiplik avantajına sahip belirli bir yerel firmada belirli bir ürün için talebin olduğunu varsayalım. İçselleştirme ve mekânsal avantajlarından beklenen muhtemel durumlar şunlardır:

- Eğer içselleştirme kazancı yoksa firma özellikle de mekansal faktörler yurt dışına büyümeyi destekliorsa diğer bir firmaya sahiplik avantajının lisansını verecektir.
- Eğer içselleştirme kazancı varsa ve mekânsal faktörler kendi piyasasında genişlemeyi destekliorsa firma kendi piyasasında ve ihracat yaparak büyüyecektir.
- Eğer içselleştirme kazancı varsa ve mekânsal faktörler yurtdışında büyümeyi destekliorsa, DYY meydana gelecek ve ÇUŞ ortaya çıkacaktır.

Eklettik teorisi DYY'lerin tüm şekillerinin, teorisinin şartları ile açıklanabileceğini varsaymaktadır. Teori, sahiplik, içselleştirme ve mekânsallıktan dolayı artan avantajların zamanla değişebileceği ve eğer DYY'nin belirleyicilerinde ülkenin özel şartları önemli ise, bir ülkenin deneyiminden diğer bir ülkeye genelleştirme yapmanın olanaksız olabileceğini kabul etmektedir.<sup>180</sup>

Eklettik teorisinin temel faktörleri olan, sahiplik, mekânsallık ve içselleştirme birbirleriyle ilişkili olmakla birlikte firmalar bunları birlikte ele alabilecekleri gibi ayrı

<sup>177</sup> Dökmen ve Aysu, s. 3030.

<sup>178</sup> Dunning, s. 164.

<sup>179</sup> Du, s. 17.

<sup>180</sup> Moosa, s. 37-38.



ayrı olarak da ele almaları mümkündür. Tablo 2.1’de sahiplik, mekansallık ve içselleştirme avantajlarının her birinin temel özellikleri sarılanmakta ve bu avantajların her bir DYY türüne göre nasıl farklılaştığını ortaya koymaktadır.<sup>181</sup>

McCann ve Mudambi (2004) yaptıkları çalışmalarında, OLI teorisinin ÇUS’ların mekânsal seçimlerini açıklamada doğru bir teori olmadığını ileri sürmüşlerdir. Çalışmalarında, ÇUS’ların organizasyon yapılarında ve DYY’nin küresel ve kurumsal çevrelerinde büyük değişimlerin meydana gelmesini ileri sürerek görüşlerini desteklemeye çalışmışlardır. Ayrıca bölgesel, ekonomik ve coğrafya geleneği içerisinde yer alan ortadoks lokasyon teorisinin ÇUS’ların mekânsal yönlerinin ele alınması açısından büyük ölçüde uygun olmadığını iddia etmişlerdir. Bunun yanında, ortadoks teorisinin uluslararası mikro iktisatçılar ve işletmeciler tarafından hemen hemen tümüyle göz ardı edildiğini, bunların gerçek lokasyon teorisi yerine basitçe Porter’in kümelenme kavramını ÇUS’ların lokasyon seçimlerinin açıklamasında kullandıklarını belirtmektedir. Son olarak çalışma, bölgesel iktisat ve ekonomik coğrafya geleneği içerisinde yer alan ortadoks lokasyon teorisinin mevcut hali ile ÇUS’ların mekan seçimine uygulanmasının çok sınırlı kaldığını, bu nedenle ya teoriye yeni eklemelerin yapılması ya da ÇUS’ların kompleks mekansal davranışlarını açıklayacak daha farklı, daha sofistike teorilerin geliştirilmesi gerektiğini önermektedir.<sup>182</sup>

### 2.2.1.2. Dünya’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının dünya ekonomisinin entegrasyonunda oynadığı rol 1970’li yıllardan sonra belirginleşmeye başlamıştır. ÇUŞ’lar tarife engelleri nedeniyle pazar kaybetmemek için yatırımlarını Avrupa Topluluğu (AT)’na yoğunlaştırmışlardır. 1970’li yılların ilk yarısındaki petrol krizi ile dünya ekonomisinde meydana gelen resesyon ÇUŞ’ların uluslararası yatırımlarını gelişmiş ülkelere ve çoğunlukla ana ülkelerine kaydırmalarına neden olmuştur.

---

<sup>181</sup> Yavan, s. 84.

<sup>182</sup> Yavan, s. 88.

**Tablo 2.1.** DYY tiplerine göre OLI avantajları ve uluslararası üretimi belirleyen faktörler

| Uluslararası üretim tipi   | Firmaya özgü/sahiplik avantajları<br>(ÇUŞ faaliyetinin nedenleri)   | Lokasyona özgü avantajlar<br>(Üretimin yeri)  | İçselleştirme avantajları<br>(Katılmanın şekli)   | ÇUŞ'ların stratejik amaçları   | ÇUŞ'ların tercih ettiği sektörler   |
|--|---|---|---|--|---|
| <b>Kaynak arayan DYY</b>   | Sermaye, teknoloji, piyasalara erişim, tamamlayıcı varlıklar, ölçek ve anlaşma gücü   | Doğal kaynaklara sahiplik, ulaşım ve iletişim, altyapısının bulunması, vergi ve diğer avantajlar  | Doğru fiyatlarla arz istikrarını sağlamak, piyasaların kontrolü   | Rakipleri karşısında kaynaklara erişme ayrıcalığı elde etmek   | (a) petrol, bakır, boksit, muz, hindistan cevizi, kakao ve oteller.<br>(b) ihracata dönük işlemler, emek yoğun mal veya işlemler              |
| <b>Piyasa arayan DYY</b>   | Sermaye, teknoloji, bilgi, yönetim, organizasyon yeteneği, Ar-Ge ve diğer kapasiteler, ölçek ekonomileri, markaya bağlılık sağlama yeteneği | Hammadde ve işgücü maliyetleri, piyasa büyüklüğü ve özellikleri, hükümet politikaları (düzenlemeler, ithal kontrolleri, yatırım teşvikleri vb.) | İşlem ve bilgi maliyetlerini azaltma isteği, alıcı bilgisizliği veya belirsizlikleri, mülkiyet haklarının korunması                     | Mevcut piyasalarını korumak, rakiplerinin davranışlarına karşı koymak, rakiplerinin veya potansiyel rakiplerinin yeni piyasalar elde etmesini engellemek | Bilgisayar, ilaç sanayi, otomotiv, sigara, işlenmiş gıdalar, havayolu hizmetleri  |
| <b>Etkinlik arayan DYY</b><br>(a) ürünler için,<br>(b) üretim süreçleri için | Yukarıdakilere ek olarak, piyasalara erişim, kapsam ekonomileri, coğrafi çeşitlendirme, girdilerin uluslararası temini                      | (a) mal uzmanlaşması ve konsantrasyonundan kaynaklanan ekonomiler<br>(b) düşük işgücü maliyetleri, evsahibi ülkenin yerel üretimi teşvik etmesi | (a) ortak yönetim ekonomilerinden sağlayan kazançlar<br>(b) dikey bütünleşme ve yatay çeşitlendirme                                     | Küresel veya bölgesel mal rasyonelasyonu, üretim sürecinde uzmanlaşmadan avantaj sağlama   | (a) otomotiv, elektrikli cihazlar, iş hizmetleri, bazı Ar-Ge'ler<br>(b) tüketici elektronik, tekstil, giyim, kameralar ve ilaç sanayi         |
| <b>Stratejik varlık arayan DYY</b>   | Sinerji fırsatı yaratacak yukarıdaki varlıkların hepsi  | Firmanın eksik olduğu varlıklarda, piyasalarda ve teknolojiye yukarıdakilerin hepsi   | Ortak yönetim ekonomileri, rekabetçi veya stratejik avantajların iyileştirilmesi, riskleri yaymak veya azaltmak                         | Küresel yenilikçiliği veya mal rekabetçiliğini kuvvetlendirmek, yeni üretim hatta veya piyasalar kazanmak  | Yüksek oranda sabit maliyeti olan ve sinerji ve ölçek ekonomileri sağlayan endüstriler  |
| <b>Ticaret ve dağıtım (ihracat ve ithalat)</b>                               | Piyasalara erişme, malların dağıtımını  | Girdi kaynakları ve yerel piyasalar, tüketicilere yakın olma ihtiyacı, satış sonrası servisler vb.  | Girdi kalitesini koruma ihtiyacı, satış yerleri sağlama ihtiyacı, yabancı acentaların yanlış sunumu veya düşük performansından kaçınmak | Yeni piyasalara girmek, Küresel veya bölgesel pazarlama stratejisinin parçası olma   | Özellikle taşeron ve tüketici ile temas gerektiren çeşitli mallar   |
| <b>Destek hizmetleri</b>   | Ana ülkedeki müşterilerin deneyimi  | Lider müşterilerin olduğu piyasaların mevcudiyeti   | Yukarıdaki çeşitli kategoriler  | Küresel veya bölgesel üretimin parçası olma veya coğrafi çeşitlendirme   | (a) muhasebecilik, reklamcılık, bankacılık, üretici hizmetleri<br>(b) mekansal bağlantının zorunlu olduğu sektörler (havayolu, ulaştırma vb.) |

Kaynak: Yavan, 86.

1979-1981 döneminde küresel doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında hızlı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Dönemin temel özelliği bu yatırımların büyük bir kısmının petrol üreten ülkelere yönelik olması ve doğrudan yabancı sermaye girişleri açısından gelişmiş ülkeler ve GOÜ arasındaki açığın giderek büyümesidir. Ayrıca, bu dönemde dış yatırımcı ülkeler olarak Hollanda, ABD ve İngiltere dikkati çekmiştir.<sup>183</sup>

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, dünya ekonomisindeki küreselleşme olgusunun arkasındaki itici gücü oluşturmaktadır. Sermaye yatırımlarını kısıtlayan rejimlerin bu alanda serbestleşmeye gitmeleri ve bu yatırımları artırma yönünde adımlar atmaları, yabancı sermaye yatırımlarının son yıllarda hızla artmasına yol açmıştır. Gelişme yolunda olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artış ise 1990'lardan sonra hızlanmıştır. GOÜ'lere yapılan yatırım özellikle üç ülke/bölge tarafından yapılmıştır. Avrupa Birliği Avrupa'da, Japonya Asya'da, ABD Latin Amerika'da en fazla yatırım yapan ülkelerdir. Son yıllarda bazı GOÜ (Çin, Hindistan, G.Kore, Singapur, Latin Amerika, Arjantin, Brezilya ve Şili gibi) kendi bölgelerindeki diğer ülkeler için doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kaynağı durumuna gelmişlerdir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları son yıllarda GOÜ yönelik en istikrarlı ve en önemli uluslararası sermaye akışı olmuştur. 1990'lı yılların ikinci yarısında birçok ülkedeki yabancı sermaye akışının sektörel dağılımında önemli değişiklikler olmuştur. Hizmet sektörüne giden yatırımlar, imalat sektörüne giden yatırımları geçecek şekilde artmıştır. Hizmet sektöründeki yabancı sermayenin çoğu, gelişme yolunda olan ülkelerin özelleştirme çabaları sayesinde ve özellikle altyapı ve finans sektörlerinde gerçekleşmiştir. Nitekim bu iki sektörün yatırım stokundaki payı gelişmiş ülkelerde üçte bir ve GOÜ'de yüzde yirmi oranındadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artışında, yüksek büyüme rakamları ile güçlü kurumsal performanslar, yeniden yatırıma dönüştürülen kazançlar, ABD dolarının diğer para birimleri karşısında değerinin düşmesi, eşik altı (subprime) piyasalarda yaşanan krizin küresel etkilerinin birleşme ve satın alma işlemlerine yansımamış olması vardır. GOÜ'lerin uluslararası yatırımlarda kaynak ülke konumunu geliştirmesi ve özellikle özel hisse senedi (private equity) fonları gibi kolektif fonların

---

<sup>183</sup> Efe, s. 43-44.

satın alma ve birleşmelerde artan rolü, son dönemde uluslararası yatırımların önemli karakteristikleri arasındadır.

Çin, Hong Kong ve Singapur Asya'da cazibe merkezi olma durumlarını korumuşlardır. Ucuz işgücünün yanında ar-ge harcamaları ile kalifiye işgücü de uluslararası yatırımları çeken faktörlerdir. Petrol zengini Afrika ülkelerinde yatırımlarda artış gözlenmiş, Meksika ve Brezilya bölgenin yatırım çeken başlıca ülkeleri olmuştur. Gelişme yolunda olan bölgeler arasında Güney Doğu Asya öne çıkmıştır.<sup>184</sup>

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesaplarının ve borsalarının liberalizasyonu ve özelleştirme gibi dışa açılma konusundaki politikalarındaki değişimden kaynaklanan çekici faktörler ve gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcıların önemlerinin ve etkinliklerinin artması gibi gelişmiş ülkelerdeki makroekonomik değişikliklerden meydana gelen itici faktörler nedeniyle gelişmiş ülkelere doğru sermaye akışı artmıştır. Sermaye akışının artışının önemli bir sebebi de gelişmiş ülkelerdeki yatırım fonları, emeklilik fonları, hedge fonlar ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların GOÜ'lere yönelmesidir.<sup>185</sup>

Tablo 2.2'de dünyada gerçekleştirilen uluslararası doğrudan yatırım tutarları verilmiştir. Buna göre dünyada meydana gelen DYY tutarlarında bir önceki yıla karşılaştırıldığında 2005 yılında % 4.25, 2006 yılında % 23.87, 2007 yılında % 26.02 ve 2009 yılında % 14.54 oranında artış meydana gelirken, 2008 yılında % 13.89 oranında azalış gerçekleşmiştir. Şekil 2.2'de sunulan grafikte de uluslararası DYY'lerin yıllar itibariyle dağılımı verilmiştir. DYY'lerde son beş yılda en yüksek yatırım 2007 yılında oluşmuştur. 2007 yılının son çeyreğinde ABD'de ortaya çıkan küresel finansal krizin sinyallerinin alınmış olmasına rağmen, 2007 yılı DYY'nin zirve yaptığı yıl olmuştur. Bunun 1,6 trilyon \$'lık kısmı sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemlerinden kaynaklanmıştır. 2008 yılında küresel finansal krizin tüm dünyada etkisini göstermesi ve derinleşmesiyle, pek çok ilan edilen anlaşmanın iptal edildiği ve işlemlerin toplam değerinin 2005 yılından beri en düşük seviyeye düştüğü yıl olmuştur. Sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemlerinin en çok gerçekleştiği ülkelerin başında tüm yıllardaki gibi ABD ve İngiltere gelmekte iken, gelişmekte olan ülkelerdeki %15'lik artışa karşılık gelişmiş ülkelerde % 33'lük bir azalış yaşandığı gözlemlenmektedir. Birleşme ve satın alma şeklindeki DYY girişlerinde artış gerçekleşirken, sıfırdan yeni (greenfield)

<sup>184</sup> Karluk, s. 706-707.

<sup>185</sup> Kurt, s. 49-50.

yatırımlar azalmıştır. Yeniden yatırıma dönüşen karlarda artış görülürken, firma içi krediler ve sermaye yatırımı da azalmıştır.

Yapılan DYY'lerin ülkeler arasındaki dağılımı incelendiğinde ise gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yatırımların ortalama %70 civarında gerçekleştiği fakat oranın takip eden yıllarda azalma gösterdiği tespit edilmiştir. %25 ortalama paya sahip olan GOÜ'lerin DYY payı ise artmıştır. DYY tutarlarının düşük bir oranda da olsa gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere doğru kaydığı belirlenmiştir. DYY'lerin azaldığı gelişmiş ülkelerde, azalan karlılık yeni yatırımların daha düşük yatırım kazançlarına ve firmaların borçlanmalarına neden olmuştur. Aynı zamanda sınır ötesi birleşme ve satın almalarda düşük de olsa bir artış gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ve geçiş ülkelerinde DYY 2008 yılında meydana gelen finansal krizden kaynaklanan kararsızlıklara rağmen gelişmiş ülkelere göre daha iyiydi. 2010 yılında DYY girişi kayıtlarına göre gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere daha güçlü olacağı beklenmektedir. Sonuç olarak gelişmekte olan ve geçiş ülkelerine doğru yabancı yatırım akımındaki bu değişimin 2007-2009 yıllarında gerçekleştiği gibi gelecek yıllarda da hızlanacağı beklenmektedir.<sup>186</sup>

2011 yılı için pozitif beklentiler, birleşme ve satın alma işlemleri ve pozitif yatırım ortamının varlığından kaynaklanmaktadır. Ancak büyümede fazla artış beklenmemesi, kur dalgalanmaları, ülke borçları ve korumacılık tehlikesi gibi riskleri de unutmamak gerekmekte, sürdürülebilir iyileşme ve istikrar giderek önem kazanmaktadır. Küresel DYY girişlerinde toparlanma halen kararlı ve sağlam gözükmemektedir.<sup>187</sup>

### **2.2.1.3. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye çekme konusundaki uygulamaların dönemsellik arz ettiği dikkat çekmektedir. Yabancı sermayeye bakış açısı ve buna bağlı uygulamalardaki değişikliklere, dünyadaki ekonomik düşünce akımları ve bunun şekillendirdiği iç siyasal ve ekonomik politika ile çok partili siyasal hayata geçişle birlikte iktidar olan siyasal parti ve/veya partilerin felsefelerinin önemli rol oynadığı görülmektedir. I. İzmir İktisat Kongresi’nde “ilke olarak devletin özel girişim eliyle serbest piyasa şartlarında sanayileşme politikası izleyeceği” hükme bağlanmıştır.

<sup>186</sup> UNCTAD, World Investment Report 2010, s. 3.

<sup>187</sup> YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2010 Yılı Sonu Değerlendirme Raporu, February 2011.

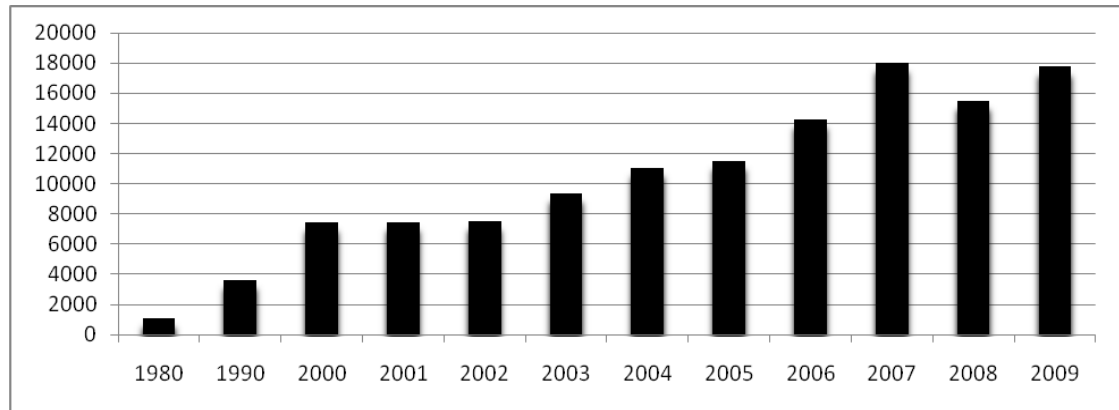
Önemli ölçüde liberal ağırlıkta olan bu politikaların yabancı yatırımlar için de uygun bir ortam taşıdığı açıktır.

Türkiye'nin Birleşmiş Milletler'e ve bu üyelik orijinli IMF ve DB gibi kuruluşlara üyeliği, iki kutuplu yeni dünya düzeninde ABD'ye yaklaşması ve kapitalist ekonomik düzeni benimsemesine neden olmuştur. 1954 yılında çıkarılan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Teşviki Kanunu ve Petrol Arama Kanunu gibi düzenlemeler ile yabancı sermaye için uygun koşullar hazırlanmaya çalışılmıştır. 24 Ocak kararları ile Türkiye ekonomisi serbestleşmeye ve dışa açılmaya yönelik politikalar uygulamaya başlamıştır.<sup>188</sup>

**Tablo 2.2.**Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (bin \$)

| Ülkeler                        | 2005              | 2006              | 2007              | 2008              | 2009              |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Gelişmiş Ülkeler</b>        | <b>8.535.776</b>  | <b>10.526.119</b> | <b>12.858.740</b> | <b>10.851.276</b> | <b>12.352.514</b> |
| <i>Avrupa</i>                  | 4.942.522         | 6.339.569         | 8095.205          | 7.229.348         | 8.037.813         |
| <i>AB</i>                      | 4.690.231         | 5.969.755         | 7.568.571         | 6.669.996         | 7.447.904         |
| <i>ABD</i>                     | 3.160.800         | 3.669.672         | 4.115.645         | 2.997.053         | 3.648.577         |
| <i>Asya</i>                    | 138.799,6         | 161.663           | 195.073,5         | 267.376,5         | 271.399,2         |
| <b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b> | <b>2.713.628</b>  | <b>3.352.264</b>  | <b>4.452.645</b>  | <b>4.213.666</b>  | <b>4.893.490</b>  |
| <i>Afrika</i>                  | 271.484,7         | 335.647,9         | 413.166,1         | 413.133,7         | 514.759,1         |
| <i>ABD</i>                     | 816.684,5         | 934.041,9         | 1.161.658         | 1.260.426         | 1.472.744         |
| <i>Asya</i>                    | 1.619.522         | 2.075.143         | 2.869.603         | 2.530.107         | 2.893.778         |
| <b>Geçiş Ekonomileri</b>       | <b>275.465,3</b>  | <b>397.351,2</b>  | <b>678.684,4</b>  | <b>426.239,5</b>  | <b>497.403,8</b>  |
| <b>Dünya Toplam</b>            | <b>11.524.869</b> | <b>14.275.734</b> | <b>17.990.069</b> | <b>15.491.182</b> | <b>17.743.408</b> |

Kaynak: UNCTAD



**Şekil 2.2.** Uluslararası Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllar İtibariyle Dağılımı (bin \$)

Kaynak: UNCTAD

<sup>188</sup> Emsen ve Değer, s. 115-118.

1980’li yıllarda ülke ekonomilerinin artan ölçüde dışa açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirmenin yaygınlaşması ve firma birleşme ve devirlerine yönelik teşvik edici düzenlemeler yabancı sermaye yatırımlarının hız kazanmasına katkıda bulunmuştur. 1980’li yılların sonunda Sovyetler Birliği’nin dağılması ve Çin’in artan ölçüde dünya ekonomisi ile bütünleşme çabaları yabancı sermaye yatırımlarının hızlanmasına sağlamıştır.<sup>189</sup>

Sınırlar arasındaki sermaye hareketlerinin hızlanması GOÜ ve Türkiye’nin finansal karmaşasını etkileyen ana faktördür. 1989’larda Türk finans piyasalarındaki serbestleşme kısa dönemli yabancı sermaye akışında artışa sebep olmuştur. 1990’larda Türkiye’nin net portföy yatırımları beklenmedik artış ve azalışlardan etkilenmiştir. Sermaye akışındaki bu artış kamu giderlerini artırmış ve ithalat ucuz olduğundan yerli talebi düşürmüştür. Fakat Türkiye uzun dönemli sermayeden yararlanamamış paranın ve sermayenin özgür bırakılması ve finansal piyasa reformu gelişme üzerinde bu piyasanın derinliğini artırmıştır. Fakat 1989 yılından sonra uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi daha da karışık makroekonomik bir yapı ortaya koymuştur.<sup>190</sup>

1989 yılında gümrük vergisi ve tarifeler büyük ölçüde düşürülmüştür. İthalat teminatları kaldırılmış, ithali serbest mallar listesi genişletilmiş buna ilaveten altın ve diğer kıymetli madenlerin de ithali serbest bırakılmıştır. Avrupa Topluluğu ile 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren başlayan Gümrük Birliği bu sürecin en önemli adımlarından biri olmuştur. Finansal araçlar çeşitlenmiş, tüketici kredileri hızla artmış, ücret ve maaş gelirlerinde önemli ölçüde reel artışlar olmuştur. 1994 krizi söz konusu reel artışların tamamını geri alırken takip eden yıllarda reel artışlar yeniden hız kazanmıştır. Ekonominin dış kaynak talebi ve yabancı sermaye girişi de hızlı bir artış göstermiştir.<sup>191</sup>

Türkiye, 1990’lı yıllarda uluslararası düzeyde hızla artan DYY’den yeterince yararlanamamıştır. 2001’den bu yana gerçekleştirilen makroekonomik reformlar ve yatırım ortamını iyileştirme çabaları, Türkiye’ye yabancı sermaye girişinin önündeki önemli engellerin kalkmasını sağlamışsa da 2005 yılı öncesine kadar DYY’de ülke ekonomisinde önemli ölçüde fayda sağlanamamıştır. AB ile üyelik müzakerelerine

<sup>189</sup> Filiz Tutar ve Handan Yetişen, “Türkiye’de ki Özelleştirmelerde Yabancı Sermayenin Yeri”, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye: Fırsatlar ve Sorunlar Sempozyumu*, 12-14 Kasım 2008, s. 131.

<sup>190</sup> Sudi Apak ve Aykut Tavşancı, “Short Term Capital Movements and Foreign Ownership in Turkish banking Sector”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008, s. 6.

<sup>191</sup> Harun Bal, *Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye*, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara 1998, s. 95.

başlanmış ve sürdürülüyor olması yabancı sermaye için, Türkiye'nin cazibesini artırabilir; ancak tek başına Türkiye'yi hali hazırda AB üyesi olan ya da kendisinden daha kısa bir süre içinde AB üyesi olması beklenen rakiplerinden daha cazip hale getirmek için yeterli değildir. Türkiye'de DYY son zamanlarda ağırlıklı olarak satın almalarından ibaretse de toplam yabancı sermaye girişindeki sıçrama, uluslararası yatırımcıların dikkatlerini Türkiye'nin üzerine çekmekte ve dolayısıyla yeni yatırımlarda orta ve uzun vadede kalıcı bir sıçrama gerçekleştirmek için önemli bir fırsat penceresi yaratmaktadır. Bu fırsat penceresinden, Türkiye ekonomisinin potansiyel büyüme hızını daha da artırmak, sürdürülebilir bir büyüme politikasını yakalamak için yararlanmak mümkündür; ancak bunun için belirli bir strateji çerçevesinde hareket etmek, ülkeyi çok uluslu şirketler için yatırım merkezi haline getirmeyi, ülkenin daha hızlı kalkınması yolunda atılmış ve atılacak adımlarla birlikte düşünmek gerekmektedir.<sup>192</sup>

Türkiye yabancı yatırımcıların sermayelerini çekebilmede aşağıdaki avantajlara sahiptir:

- Ortaya çıkan yeni pazarlar ve Türkiye'nin yakın bölgesel işbirliği ilişkileri kurması,
- Türkiye'de birçok serbest bölge olması,
- Kambiyo rejiminin serbest olması,
- Türk lirasının konvertibl hale gelmesi,
- Gelişmiş altyapıya sahip olması,
- Geniş iç pazara sahip olması,
- Zengin hammadde kaynakları,
- Nispeten ucuz işgücü.

DYY beraberinde sermaye, teknoloji, yönetim becerisi ve çeşitli pazarlara giriş imkanı sağlamaktadır. Türkiye'de yabancı sermayenin karşılıklı teşvikine ilişkin anlaşmaların imzalanmasına 1962 yılında başlanmıştır. Bu anlaşmalarda genel olarak yatırım, yatırımcı, gelirler, transferler ve taraflar arasındaki uyumsuzlukların çözümüne ilişkin maddeler yer almıştır. Türkiye'nin kaynak eksikliğini kısa ve orta vadede giderebilmesini ve ihtiyaç duyduğu kalkınmayı gerçekleştirebilmesini sağlayacak yollardan birisi de sağlıklı yabancı sermaye yatırımlarıdır. Ülkemizde yabancı sermaye

<sup>192</sup> Kamil Yılmaz, *Türkiye İçin Doğrudan Yabancı Yatırım Stratejisi'ne Doğru*, Koç Üniversitesi, Erişim Tarihi: 15.08.2010, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/DYYStrateji-TR.pdf> Ocak 2007, s. 2.



yatırımlarından Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına bağlı olan Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü yetkilenirilmiştir.<sup>193</sup>

DYY girişlerinde 2003 yılından itibaren altı yıl ardı ardına artıştan sonra 2009 yılında düşüş meydana gelmiştir. Kredi piyasalarındaki sıkışıklık sınır ötesi birleşme ve satın almaları ve özellikle yabancı yatırım içeren bölgedeki gelişmiş projeleri etkilemiştir. Türkiye'nin durumunda ise uluslararası ticarete meydana gelen azalış, ihracata dayalı DYY'lerin ağırlığını artırmıştır.<sup>194</sup>

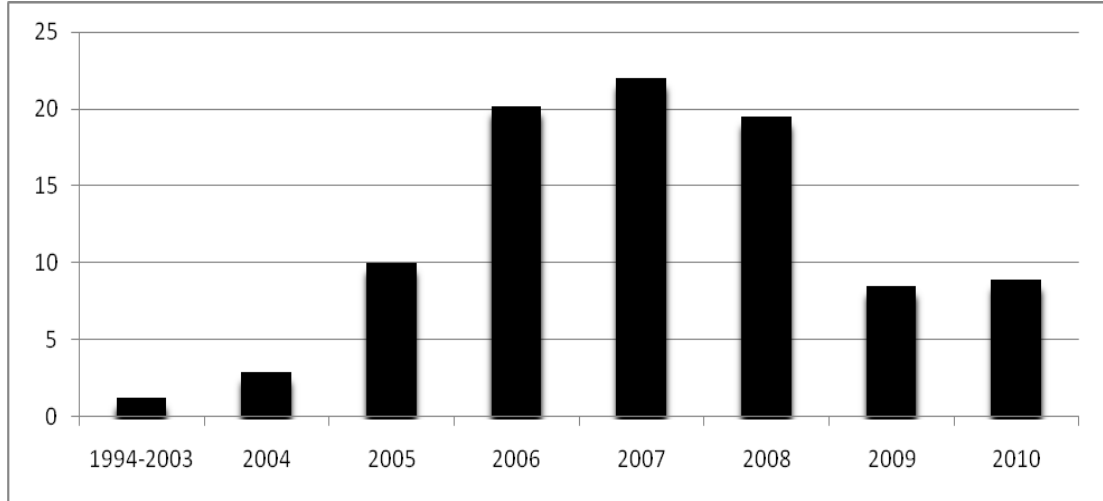
**Tablo 2.3.** Türkiye'ye Yapılan Net DYY'lerin Ülkelere Göre Dağılımı (milyon \$)

| ÜLKELER                                 | 2006          | 2007          | 2008          | 2009         | 2010         |
|---|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>AB Ülkeleri(27)</b>                  | <b>14.489</b> | <b>12.601</b> | <b>11.076</b> | <b>4.927</b> | <b>4.762</b> |
| <i>Almanya</i>                          | 357           | 954           | 1.237         | 497          | 498          |
| <i>Fransa</i>                           | 439           | 367           | 679           | 617          | 589          |
| <i>Hollanda</i>                         | 5.069         | 5.442         | 1.343         | 718          | 501          |
| <i>İngiltere</i>                        | 628           | 703           | 1.335         | 350          | 233          |
| <i>İtalya</i>                           | 189           | 74            | 249           | 314          | 54           |
| <i>Diğer AB Ülkeleri</i>                | 7.807         | 5.061         | 6.233         | 2.431        | 2.887        |
| <b>Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)</b> | <b>85</b>     | <b>373</b>    | <b>291</b>    | <b>305</b>   | <b>243</b>   |
| <b>Afrika Ülkeleri</b>                  | <b>21</b>     | <b>5</b>      | <b>82</b>     | <b>2</b>     | <b>0</b>     |
| <b>ABD</b>                              | <b>848</b>    | <b>4.212</b>  | <b>868</b>    | <b>260</b>   | <b>318</b>   |
| <b>Kanada</b>                           | 121           | 11            | 23            | 52           | 56           |
| <b>Orta ve Güney Amerika Karayipler</b> | <b>33</b>     | <b>494</b>    | <b>60</b>     | <b>19</b>    | <b>5</b>     |
| <b>Asya</b>                             | <b>1.927</b>  | <b>1.405</b>  | <b>2.345</b>  | <b>673</b>   | <b>873</b>   |
| <i>Yakın ve Orta Doğu Ülkeler</i>       | 1.910         | 608           | 2184          | 361          | 437          |
| <i>Diğer Asya Ülkeleri</i>              | 17            | 797           | 161           | 312          | 435          |
| <b>Diğer Ülkeler</b>                    | <b>115</b>    | <b>36</b>     | <b>2</b>      | <b>12</b>    | <b>3</b>     |
| <b>TOPLAM</b>                           | <b>17.639</b> | <b>19.137</b> | <b>14.747</b> | <b>6.250</b> | <b>6.260</b> |
| Çıkışlar                                | -657          | -743          | -35           | -82          | -35          |
| Diğer Sermaye                           | 281           | 727           | 1.855         | 459          | 180          |
| Gayrimenkul Alımları (Gerçek Kişiler)   | 2.922         | 2.926         | 2.937         | 1.782        | 2.494        |
| <b>Net Girişler</b>                     | <b>20.185</b> | <b>22.047</b> | <b>19.504</b> | <b>8.409</b> | <b>8.899</b> |

Kaynak: www.yased.org.tr

<sup>193</sup> Bilge Afşar, *Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dışsal Ekonomiler: Turizm Sektörü Örneği*, Konya Ticaret Odası Etüd ve Araştırma Servisi, 2007, s. 4.

<sup>194</sup> UNCTAD, *World Investment Report 2010*, s. 44.



**Şekil 2.3.** Türkiye'ye Yıllar İtibariyle Net DYY Girişleri (Milyar \$)

Kaynak: [www.yased.org.tr](http://www.yased.org.tr)

Tablo 2.3'de Türkiye'ye doğrudan yatırım yapan belirli ülkelerin ve toplam yatırımların tutarları verilmiştir. Buna göre Türkiye'ye yapılan DYY tutarlarında bir önceki yıla göre 2006 yılında % 101.2, 2007 yılında % 9.2 ve 2010 yılında % 5.8 oranında artarken, 2008 yılında % 11.5 ve 2009 yılında % 56.9 oranında azalmıştır. Yıllar itibariyle DYY girişlerinin dağılımı Şekil 2.3'de de görülmektedir. Türkiye'ye yapılan DYY girişlerinde en yüksek yatırım 2007 yılında gerçekleşmiş ve takip eden yıllar tüm dünyada ki DYY'lerde olduğu gibi Türkiye'de de önemli bir düşüş gerçekleşmiştir. Bunun temel nedeni 2008 yılında etkisini gösteren küresel finansal kriz olmuştur.

Türkiye'ye DYY'ler ağırlıklı olarak Avrupa ülkelerinden gerçekleştirilmektedir. 2006 yılında toplam DYY'lerin % 72'si Avrupa ülkeleri tarafından yapılırken bu oran takip eden yıllarda sırasıyla % 57, % 57, % 59 ve %54 olarak gerçekleşmiştir. Avrupa ülkelerinin 2006 yılından sonra DYY'ler içindeki payı azalmış olmasına rağmen takip eden yıllarda da en yüksek yatırım Avrupa ülkelerine aittir.

**Tablo 2.4.** Türkiye'ye Yıllar İtibariyle DYY Girişinde Bulunan İlk On Ülke

| Sıra No | 2006       |            |          | 2007       |            |          | 2008        |            |          | 2009       |            |          | 2010       |            |          |
|---------|------------|------------|----------|------------|------------|----------|-------------|------------|----------|------------|------------|----------|------------|------------|----------|
|         | Ülke       | DYY Girişi | Payı (%) | Ülke       | DYY Girişi | Payı (%) | Ülke        | DYY Girişi | Payı (%) | Ülke       | DYY Girişi | Payı (%) | Ülke       | DYY Girişi | Payı (%) |
| 1       | Hollanda   | 5.171      | 29,02    | Hollanda   | 5.443      | 28,44    | İngiltere   | 2.281      | 15,51    | Hollanda   | 921        | 16,17    | Avusturya  | 1.779      | 28,42    |
| 2       | Belçika    | 3.456      | 19,40    | ABD        | 4.212      | 22,01    | Lüksemburg  | 2.074      | 14,10    | Avusturya  | 681        | 11,96    | Fransa     | 589        | 9,41     |
| 3       | Yunanistan | 2.787      | 15,64    | Yunanistan | 2.360      | 12,33    | Hollanda    | 1.778      | 12,09    | Fransa     | 593        | 10,41    | Hollanda   | 501        | 8,00     |
| 4       | BAE        | 1.548      | 8,69     | Almanya    | 954        | 4,99     | S.Arabistan | 1.244      | 8,46     | Lüksemburg | 466        | 8,18     | Almanya    | 498        | 7,96     |
| 5       | Avusturya  | 1.108      | 6,22     | İngiltere  | 702        | 3,67     | Almanya     | 1.050      | 7,14     | Almanya    | 389        | 6,83     | Yunanistan | 424        | 6,77     |
| 6       | İngiltere  | 883        | 4,96     | Portekiz   | 701        | 3,66     | ABD         | 859        | 5,84     | Çek Cumh.  | 386        | 6,78     | Japonya    | 347        | 5,54     |
| 7       | ABD        | 693        | 3,89     | Kazakistan | 613        | 3,20     | İspanya     | 825        | 5,61     | İngiltere  | 332        | 5,83     | ABD        | 318        | 5,08     |
| 8       | Fransa     | 444        | 2,49     | İspanya    | 583        | 3,05     | Yunanistan  | 778        | 5,29     | İtalya     | 291        | 5,11     | Lüksemburg | 269        | 4,30     |
| 9       | Almanya    | 366        | 2,05     | Lüksemburg | 583        | 3,05     | Fransa      | 682        | 4,64     | ABD        | 236        | 4,14     | İngiltere  | 233        | 3,72     |
| 10      | Lüksemburg | 246        | 1,38     | Brezilya   | 467        | 2,44     | Avusturya   | 559        | 3,80     | Belçika    | 221        | 3,88     | İspanya    | 190        | 3,04     |
|         | Diger      | 1.115      | 6,26     | Diger      | 2.518      | 13,16    | Diger       | 2.579      | 17,53    | Diger      | 1.178      | 20,69    | Diger      | 1.112      | 17,76    |
|         | Toplam     | 17.817     | 100,00   | Toplam     | 19.136     | 100,00   | Toplam      | 14.709     | 100,00   | Toplam     | 5.694      | 100,00   | Toplam     | 6.260      | 100,00   |

Kaynak: www.yased.org.tr

Tablo 2.4 Türkiye'ye 2006-2010 yılları arasında DYY girişinde bulunan ilk on ülkeyi göstermektedir. Türkiye'ye DYY girişinde bulunan ülkeler arasında ilk on sıranın büyük bir çoğunluğu Avrupa ülkelerinden oluşmaktadır. Avrupa ülkeleri dışında ilk on sırada yer alan diğer ülke ABD'dir. Avrupa ülkeleri dışında ilk on sırayı alan ülkeler 2006 yılında 4. sırada Birleşik Arap Emirlikleri ve 7. Sırada ABD, 2007 yılında 2. sırada ABD, 7. sırada Kazakistan ve 10. sırada Brezilya, 2008 yılında 4. sırada Suudi Arabistan ve 6. sırada ABD, 2009 yılında 6. sırada Çek Cumhuriyeti ve 9. sırada ABD, 2010 yılında ise 6. sırada Japonya ve 7. sırada ABD yer almıştır.

**Tablo 2.5.** Türkiye'ye Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörel Dağılımı (Milyon \$)

| Sektörler                                    | 2006          | 2007          | 2008          | 2009         | 2010         |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Tarım,Ormançılık ve Balıkçılık</b>        | <b>6</b>      | <b>9</b>      | <b>41</b>     | <b>49</b>    | <b>78</b>    |
| <b>Sanayi</b>                                | <b>2.100</b>  | <b>5.116</b>  | <b>5.174</b>  | <b>3.778</b> | <b>3.082</b> |
| <i>Madencilik</i>                            | 122           | 337           | 151           | 89           | 195          |
| <i>İmalat</i>                                | 1.866         | 4.211         | 3.955         | 1.565        | 847          |
| <i>Elektrik, Gaz ve Su</i>                   | 112           | 568           | 1.068         | 2.124        | 2.040        |
| <b>Hizmetler</b>                             | <b>15.533</b> | <b>14.012</b> | <b>9.532</b>  | <b>2.423</b> | <b>3.100</b> |
| <i>Finans</i>                                | 6.957         | 11.662        | 6.069         | 666          | 1.575        |
| <i>İnşaat</i>                                | 222           | 285           | 336           | 208          | 391          |
| <i>Toptan ve Perakende Ticaret</i>           | 1.166         | 165           | 2.085         | 389          | 310          |
| <i>Gayrimenkul Aracılık Hizmetleri</i>       | 99            | 560           | 641           | 560          | 282          |
| <i>Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme</i>     | 6.696         | 1.117         | 170           | 391          | 199          |
| <i>Diğer Hizmetler</i>                       | 393           | 223           | 231           | 209          | 343          |
| <b>Toplam Girişler</b>                       | <b>17.639</b> | <b>19.137</b> | <b>14.747</b> | <b>6.250</b> | <b>6.260</b> |
| <i>Çıkışlar</i>                              | -657          | -743          | -35           | -82          | -35          |
| <i>Diğer Sermaye</i>                         | 281           | 727           | 1.855         | 459          | 180          |
| <i>Gayrimenkul Alımları (Gerçek Kişiler)</i> | 2.922         | 2.926         | 2.937         | 1.782        | 2.494        |
| <b>Net Girişler</b>                          | <b>20.185</b> | <b>22.047</b> | <b>19.504</b> | <b>8.409</b> | <b>8.899</b> |

Kaynak: www.yased.org.tr

Tablo 2.5 Türkiye'ye yapılan DYY'lerin sektörel dağılımını göstermektedir. Tablo incelendiğinde Türkiye'ye yatırım yapan yabancıların hizmet sektörüne daha fazla yatırımda buldukları görülmektedir. Hizmet sektörünün toplam DYY'ler içindeki payı 2006 yılından başlayarak sırasıyla % 88, % 73, % 65, % 39 ve % 51, sanayi sektörünün payı ise %12, % 27, % 35, % 61 ve % 49'dur. 2009 yılında hizmet sektörünün oranı %39'a düşerken, aynı yıl sanayi sektörü yatırımları % 61 oranında gerçekleşmiştir. Hizmet sektöründe son yıllara doğru DYY payında bir azalma olmasına

ve 2009 yılında da sanayi sektörünün payının altına düşmüş olmasına rağmen 2010 yılında tekrar artış göstermiştir.

2010 yılında, enerji ve finans sektörleri sırasıyla %33 ve %25 pay ile girişlerden en fazla payı alan alanlar olmuştur. Sanayi alanındaki DYY girişleri 2007 ve 2008 yıllarındaki 5,1 milyar dolar değerlerinden 2009 yılında 3,8 milyar dolara, 2010 yılında ise 3,1 milyar dolara gerilemiştir. Elektrikli ve optik donanım imalatı alanındaki girişler, imalat sanayi genelinde %20 payla birinci sırada yer alırken, ana metal ve fabrikasyon metal ürünleri imalatı %19 pay ile takip eden diğer başlıca imalat sanayi alanı olmuştur.<sup>195</sup>

**Tablo 2.6.** Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre Uluslararası Sermayeli Firmaların Sayısı

| Yıl                 | Yeni          | İştirak      | Şube       | Toplam        |
|---------------------|---------------|--------------|------------|---------------|
| 1954-2005           | 8.080         | 1870         | 323        | 10.273        |
| 2006                | 2.266         | 596          | 58         | 2.920         |
| 2007                | 2.624         | 616          | 64         | 3.304         |
| 2008                | 2.483         | 624          | 64         | 3.171         |
| 2009                | 2.302         | 566          | 68         | 2.936         |
| 2010                | 2.632         | 526          | 75         | 3.233         |
| <b>Genel Toplam</b> | <b>20.387</b> | <b>4.798</b> | <b>652</b> | <b>25.837</b> |

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım İstatistikleri 2010 Aralık Bülteni

Tablo 2.6'da DYY ile Türkiye'de faaliyet gösteren firma sayıları verilmiştir. Tabloya göre firma sayılarında bir önceki yıla göre 2006'da % 18.8 , 2007'de % 13.2 ve 2010'da % 10.1 oranında artış meydana gelirken, 2008'de % 4 ve 2009'da % 7.4 oranında azalış gerçekleşmiştir. 2008 ve 2009 yıllarında DYY'lerin gerek dünya gerekse Türkiye'de düşmesi nedeniyle azaldığı fakat 2010 yılında tekrar artışa geçtiği görülmüştür.

Firma sayılarının sektörlere göre dağılımını gösteren Tablo 2.7 incelendiğinde ise en fazla faaliyet gösterilen üç sektör, % 30.2 (7.808 adet) ile toptan ve perakende ticaret, % 16.8 (4.353 adet) ile imalat sektörü ve % 16 (4.123 adet) ile gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri sektörleridir.

<sup>195</sup> YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2010 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu, February 2011.

**Tablo 2.7.** Uluslararası Sermayeli Firmaların Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı

| Sektörler   | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 1954-2010<br>Toplam |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| Tarım, Avcılık,Ormancılık ve Balıkçılık           | 39           | 46           | 52           | 55           | 61           | 409                 |
| Madencilik ve Taşocakçılığı                       | 45           | 77           | 87           | 73           | 73           | 537                 |
| İmalat Sanayii                                    | 412          | 463          | 454          | 388          | 399          | 4.353               |
| <i>Gıda Ürünleri, İçecek ve Tütün İmalatı</i>     | 42           | 34           | 34           | 50           | 63           | 467                 |
| <i>Tekstil Ürünleri İmalatı</i>                   | 45           | 46           | 21           | 18           | 19           | 439                 |
| <i>Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı</i>        | 40           | 54           | 45           | 39           | 51           | 483                 |
| <i>Makine ve Teçhizat İmalatı</i>                 | 51           | 44           | 46           | 29           | 24           | 358                 |
| <i>Mot. Kara Taş, Römork ve Yarı-Röm. İmalatı</i> | 15           | 19           | 23           | 18           | 7            | 239                 |
| <i>Diğer İmalat</i>                               | 219          | 266          | 285          | 234          | 235          | 2.367               |
| Elektrik, Gaz ve Su                               | 40           | 69           | 108          | 128          | 116          | 558                 |
| İnşaat  | 386          | 444          | 344          | 299          | 319          | 2.416               |
| Toptan ve Perakende Ticaret,                      | 717          | 757          | 760          | 913          | 1.082        | 7.808               |
| Oteller ve Lokantalar                             | 182          | 196          | 203          | 171          | 152          | 1.753               |
| Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri      | 256          | 270          | 282          | 264          | 334          | 2.273               |
| Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri              | 46           | 42           | 42           | 17           | 14           | 299                 |
| Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri           | 626          | 779          | 635          | 468          | 511          | 4.123               |
| Diğ.Topl., Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri  | 171          | 161          | 204          | 160          | 172          | 1.308               |
| <b>Toplam</b>                                     | <b>2.920</b> | <b>3.304</b> | <b>3.171</b> | <b>2.936</b> | <b>3.233</b> | <b>25.837</b>       |

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım İstatistikleri 2010 Aralık Bülteni

2010 yılı Aralık ayında 221 adet uluslararası sermayeli firma kuruldu, 32 yerli sermayeli firmaya da uluslararası sermaye iştiraki gerçekleşti. 2010 yılı sonu itibariyle 2.707 adet uluslararası sermayeli firma ve şube kuruldu, 526 adet yerli sermayeli firmaya da uluslararası sermaye iştiraki oldu. 2009 yılında 3.233 uluslararası sermayeli firmanın başta toptan ve perakende ticaret sektörü olmak üzere, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ile imalat sanayi sektörlerinde faaliyette buldukları görüldü. İmalat sanayinde faaliyette bulunan uluslararası sermayeli firmalarda gıda ürünleri, içecek ve tütün imalatı birinci sırada yer alırken, bunu kimyasal madde ve ürünleri imalatı ile makine ve teçhizat imalatı izledi.<sup>196</sup>

Türkiye’de DYY nedenleri arasında birleşme ve satın almalar ile özelleştirme faaliyetleri önemli faktörlerdir. 2010 yılı Türkiye’de birleşme ve satın alma işlemleri açısından, hareketli bir yıl olmuştur. Özellikle enerji alanındaki özelleştirme

<sup>196</sup> YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2010 Yılı Sonu Değerlendirme Raporu, February 2011.

işlemlerinin yüksek payı ile 2005 yılındaki 31 milyar dolar seviyesinden sonra ulaşılan ikinci en yüksek rakam olan 29 milyar dolar işlem değerine ulaşılmıştır. Deloitte tarafından hazırlanan Annual Turkish M&A Review 2010 Raporu'na göre, birleşme ve satın alma işlemlerinde 2010 yılında toplam değeri yaklaşık 29 milyar dolar olan 203 işlem gerçekleşirken, bu işlemlerden 73 tanesinde uluslararası yatırımcılar taraf olmuştur. Toplam işlemler içinde uluslararası olanların payı ise, toplam 10.5 milyar dolar işlem tutarı ile, %36 olmuştur. Bu rakam 2009 yılında %38, 2008 ve 2007 yıllarında ise %75 seviyesinde gerçekleşmişti. Bu orandaki düşüş, kısmen finansal krizin etkisi olarak açıklanabilirse de yerel yatırımcıların özelleştirme ihalelerine daha fazla ilgi göstermiş olmaları da etkili olmuştur. Özelleştirme işlemleri dışarıda tutulduğunda payın %70'e yükseliyor olması, uluslararası yatırımcı ilgisinde bir artış olduğuna işaret etmektedir. 2010 yılında özelleştirme işlemleri, toplam işlem tutarının yarısını (14,6 milyar dolar) oluşturmuştur. 35 özelleştirme işleminin 33 tanesi enerji alanında gerçekleşmiştir. Yılın en büyük işlemi ise İspanyol BBVA firmasının Garanti Bankası'ndaki GE hisselerini 5.8 milyar dolara alması olmuştur. Enerji ve finans sektörü işlemlerinin ağırlığının yanı sıra; gıda-içecek, imalat, turizm ve diğer hizmet sektörleri birleşme ve satın alma işlemleri açısından hareketli sektörler arasında yer almıştır. Özel hisse fonları gibi finansal yatırımcıların ilgisinin ise sağlık, eğlence, gıda-içecek, finans, perakende ve bilişim sektörlerine olduğu gözlenmiştir. 2011 yılının da birleşme ve satın alma işlemleri açısından hareketli bir yıl olması beklenmektedir. Galataport, Milli Piyango, elektrik üretim hisseleri, İDO, İGDAŞ, köprü ve otoyollar gündemde olacak özelleştirme ihaleleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Enerji, sağlık, ilaç, perakende, medya, eğitim ve otomotiv yan sanayi ise yoğun birleşme ve satın alma işlemleri beklenen sektörler arasındadır.<sup>197</sup>

### 2.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları

OECD'ye göre, Yabancı Portföy Yatırımları (YPY) bir firmanın toplam ödenmemiş sermayenin %10'undan daha düşük oranda hisse senetlerini, tahvil, gayrimenkul ve direkt yatırımların bir parçası olmayan ve ticaret dışında banka kredilerinin satın alınması olarak tanımlar.<sup>198</sup> Hisse senetleri satın alınan firmanın

<sup>197</sup> YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2010 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu, February 2011.

<sup>198</sup> Gıyas Gökkent, (Phd dissertation), Theory of Foreign Portfolio Investment, Florida International University, Miami-Florida 1997, s. 6.

toplam ödenmemiş sermayesinin % 10'undan daha az bir yatırımından oluşması yabancı portföy yatırım sayılırken, % 10'dan yüksek bir yatırım doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedir. Yatırımın türünü belirlemede esas önemli olan nokta hisse senetlerinin satın alınma nedenidir. Hisse senetleri yatırım amacıyla alındığında yabancı portföy yatırımı olarak kabul edilirken, firmayı kontrol etmek amacıyla satın alındığında doğrudan yabancı yatırım olarak kabul edilmektedir.

IMF'ye göre YPY, doğrudan yabancı yatırımın bir parçası olmayan menkul kıymet, hisse senedi ve borç enstrümanlarına ilişkin işlemler olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, bankalara yatırılan paralar ve gayrimenkul yatırımları YPY dışında tutulmaktadır.<sup>199</sup>

Menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olarak kısaca tanımlanan portföy yatırımları, genel olarak devlet tahvilleri ya da özel firmaların bono ve tahvilleri ile hisse senetlerinin satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir. Bunun yanında para piyasası araçları ve finansal türevler de portföy yatırımları kapsamına girmektedir.<sup>200</sup>

1980'lerin sonlarından beri çoğu GOÜ yabancı sermaye çekmek amacıyla sermaye kontrollerini de rahatlatmayı sürdürmektedir. Sermaye kontrolündeki bu rahatlatma yeni dış finansal kaynakların ve YPY'nin potansiyel gelişiminin önünü açarak motive etmiştir. YPY temel özelliği olan etkili risk paylaşımı ve dengeli likit akışını sağlayarak önemli alternatiflerden biri olarak gelişmiştir. Firmalar gelişmekte olan piyasalarda karşılaştıkları spesifik, ulusal ve küresel riskleri paylaşarak yalın risk sermayesi biçimi ve yeni kaynaklar sağlarlar. Şekil 2.4'te YPY'nin üç temel etkisi olan piyasa gelişimi, kaynak hareketliliği ve küreselleşme etkileri şema olarak gösterilmiştir.<sup>201</sup>

YPY uluslararası ve piyasalar arası portföy yatırımları olmak üzere ikiye ayrılabilir. Uluslararası portföy yatırımı, bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin

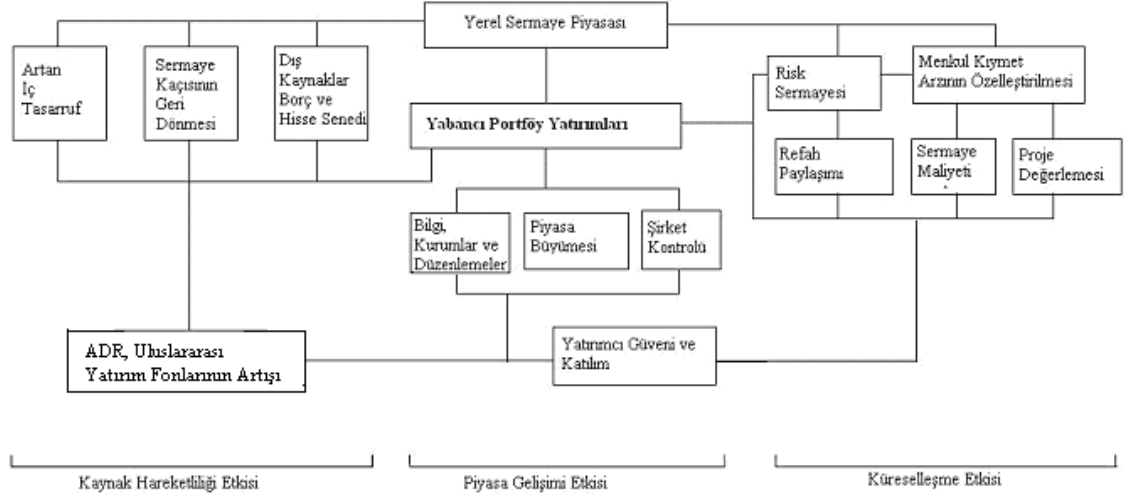
<sup>199</sup> Gülüzar Kurt, *Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı, 2007, s. 57.

<sup>200</sup> Emin Hüseyin Çetenak, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, s. 13.

<sup>201</sup> Vihang Errunza, "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development", *Review of International Economics*, Cilt:9, No:4, 2001, s. 709.



yapılması, piyasalar arası portföy yatırımı ise aynı işlemin ülke sınırları dışında (off-shore) bir merkezde gerçekleşmesidir.<sup>202</sup>



**Şekil 2.4.** Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü

Kaynak: Errunza(2001), 710.

YPY için diğer bir ayırım, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıkta yapılmaktadır. Varlıklar kısmında; yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul değer alım ve satımı gösterilmekte, varlıkların eksi bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, pozitif bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan ilki bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, ikincisi ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır.<sup>203</sup>

Dolaylı yatırım olarak da adlandırılan YPY'ler günümüzün teknolojik olanakları sayesinde elektronik ortamda oldukça kısa süre içerisinde gerçekleştirilebilmektedir. Yabancı yatırımcı yatırım yaptığı ülkedeki bir risk algılaması halinde büyük bir hızla yatırımını likide dönüştürerek ülkeyi terk edebilmektedir.<sup>204</sup> YPY kısa vadeli yatırımlarla kıyaslandığında daha uzun vadeleri ifade etmektedir. YPY oluşturan menkul kıymetlerin likiditelerinin yüksek olmasından dolayı, kısa vadeli yatırımlar gibi

<sup>202</sup> Sağlamer, s. 3.

<sup>203</sup> Öztekin ve Erataş, s. 7.

<sup>204</sup> Açıkalın ve Ünal, s. 7.

yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.<sup>205</sup>

1980’li yılların başlarında yaşanan borç krizinden sonra, özellikle 1990’lı yılların başlarında dünya ekonomisinde, ulusal sermaye piyasalarının hızla liberalleşerek uluslararası boyut kazanmasıyla birlikte mal ve hizmetlerin yanında sermaye faktörlerinin de hareketlenmesine neden olmuştur. Öncelikli olarak ABD ve İngiltere’de başlayan ulusal finans piyasalarındaki kontrol ve sınırlandırmaların kaldırılması süreci, birçok GOÜ’de hız kazanmıştır. Uluslararası sermaye piyasalarında önceleri en büyük paya sahip olan ticari banka kredileri, 1990’lı yıllardan itibaren yerini tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır. Uluslararası sermaye piyasalarında portföy yatırımlarının payının artması dünya ekonomisinin işleyiş sürecinde yaşanan ekonomik krizlerin dinamiklerini de değiştirmiştir. Uluslararası piyasalarda yaşanan ekonomik krizlerin özellikle finansal içeriğe sahip olması, genel olarak uluslararası sermaye akımlarına, özel olarak da portföy yatırımlarına dikkat çekmiştir.<sup>206</sup> 1970’lerin başında yaşanan petrol krizinden 1982 yılında yaşanan borç krizine kadar geçen sürede GOÜ’ye yönelik özel sermaye akımları 165 milyar \$, bir başka ifadeyle söz konusu ülkelerin toplam Gayri Safi Yurt İçi Hasıla’larının (GSYİH) %1’i olarak gerçekleşmiştir. 1990-1996 yılları arasında ise bu rakam 1,04 trilyon \$’a çıkmış yani, ilgili ülkelerin toplam GSYİH’larının %3 oranına yükselmiştir.<sup>207</sup>

GOÜ’lerde hisse senedi portföy akımı ve menkul kıymet borsalarının getiri oranları son yıllarda hızlı bir şekilde artmaktadır. Bu akımlar bazı GOÜ’ler için önemli bir dış finansal kaynaktır. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar tarafından küçük bir portföy değişimi geniş bir akıma yol açabildiği için bu ülkeler tüm GOÜ’ler için geniş bir dış finansal kaynak potansiyeline sahiptir.

Portföy yatırımı yabancı ve yerli yatırımcılar arasında varlıklarda risk paylaşımı dönemlerinde arzulanmaktadır. Ayrıca firma yönetimini teşvik etmesi ve firma değerini artırmasıyla GOÜ’deki firmaların güçlü sermaye yapılarına sahip olmalarına da yol

<sup>205</sup> Alp, s. 130.

<sup>206</sup> Ufuk Başoğlu, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4. 2000. s. 89.

<sup>207</sup> Başoğlu, s. 92-93.

açabilmektedir. Buna bağlı olarak yerel sermaye piyasalarının üzerinde önemli etkilere sahip olabilmektedir.<sup>208</sup>

Gelişmekte olan bir ülkenin, diğer GOÜ'ye göre YPY'leri daha fazla çekmesi, o ülkenin gerek ekonomik altyapısının gerekse mali sektörünün serbest piyasa ekonomisi anlamında sağlam bir altyapıya sahip olduğunu ve uluslararası sermaye akımlarına getirdiği serbestleşmenin varlığını göstermektedir.<sup>209</sup>

Firmalar mevcut hisse senetlerini yabancı borsalara çifte kayıt yaptırmanın yanı sıra, yeni çıkardıkları hisse senetlerini veya mevcut hisse senetlerini yabancılara satarak sermaye fonu tedarik edebilirler. Bu durum aşağıdaki gibi gerçekleştirilebilir:<sup>210</sup>

- Belirlenmiş olan bir yabancı menkul kıymet piyasasında yabancı yatırımcılar için, yabancı hisse senedi ihracı yapılması,
- Yerli ve yabancı menkul kıymet piyasalarında yabancı yatırımcılara eşanlı olarak hisse senedi satışı öngören Eurohisse satışı,
- Stratejik birleşmeler yoluyla, yabancı firmalara hisse senedi satışı yapılması.

Literatürde yabancı yatırımcılarla yerli yatırımcıların alım satım davranış kalıplarının farklı olduğuna dair tartışmalar mevcuttur. Bu konuda geliştirilen teoremler olumlu geri besleme (positive feedback trading) ve olumsuz geri besleme (negative feedback trading) ticaretidir. Olumlu geri besleme ticareti hisse senedi yatırımcılarının piyasada fiyatlar artarken satın almaları, düşerken satmaları davranışıdır. Bu davranışın temelinde kaybı durdurma emri, yatırımcıların marj çağrılarına cevap verememe durumları ve portföy sigortala şartlarında fiyat düştüğü zaman satımın zorunlu kılınması sayılabilir. Olumsuz geri besleme ticareti ise, yatırımcıların piyasada fiyatlar düşerken satın almaları, fiyatların artması durumunda ise satmalarını ifade etmektedir. Bu davranış, fiyatlar artarken daha fazla artmasını engellemekte, fiyatların düşüşe geçtiği zamanlarda hisse senedi fiyatlarının daha fazla düşmesinin engelleyerek piyasayı daha istikrarlı bir hale getirmektedir.<sup>211</sup>

<sup>208</sup> Stijn Claessens, *Equity Portfolio Investment in Developing Countries A Literature Survey, Policy Research Working Paper International Economics Department, The World Bank, February 1993, s. 1-2.*

<sup>209</sup> Alp, s. 131.

<sup>210</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s. 371.

<sup>211</sup> Kartal Somuncu ve Mehmet B. Karan, "The Impact of International Portfolio Investments on Istanbul Stock Exchange Market", *Sayıştay Dergisi*, Sayı:77, Nisan-Haziran 2010, s. 150.

### 2.2.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülke Ekonomisine Etkileri

Bir ülkenin büyümesini sağlayan dört temel unsur bulunmaktadır. Bunlar, beşeri kaynaklar, sermaye birikimi, doğal kaynaklar ve teknolojik gelişmelerdir. Genel olarak beşeri ve doğal kaynaklar ülkelerin kendi faktörleri olmaktadır. Fakat teknoloji ve sermaye ülkede yeterince temin edilemiyorsa bu faktörler uluslararası piyasalardan sağlanabilmektedir.<sup>212</sup> Sermayenin sınırlı olması, gelişmekte olan ekonomilerin bu sınırlı faktöre ihtiyaçlarını artırmaktadır. Sermaye ihtiyacı, ülkenin kendi tasarruflarının yatırımlara yeterli olmaması durumunda yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi ile temin edilebilmektedir. GOÜ'lerin ekonomilerine yabancı kaynak akışı, sermaye maliyetlerini azaltıcı, yatırımları artırıcı ve kaynaklarının verimli kullanılmasını sağlayıcı bir etki yaratması söz konusu olmaktadır.<sup>213</sup> Küreselleşme ve ekonomik serbestleşme ile uluslararası yatırımların hacmi ve önemi artmaktadır. Ekonomik büyüme için gerekli olan sermayenin tedarikinde zorlanan ülkeler için de yabancı sermaye daha fazla önem arz etmektedir.<sup>214</sup> Yabancı yatırımlar, doğrudan yatırımlar veya portföy yatırımları olarak gerçekleşmektedirler. Doğrudan yatırımlarda ülkeye yatırım yapan yabancı yatırımcı, yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmekte iken portföy yatırımlarında yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkısı olmamaktadır.<sup>215</sup>

Önemli bir finansman imkanı sağlayan yabancı sermaye, hem ülkeye ilk girişinde hem de yatırımlarından elde ettiği kazançları tekrar yatırıma dönüştürerek ülkenin sermaye birikimini artırabilmektedir. Ülkeye kazandırılan dövizin uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesini düzeltici yönde katkısı da olacaktır.<sup>216</sup>

Ekonomistler genel olarak YPY'nin üç şekilde bir ekonominin reel sektörüne fayda sağlayabileceğini kabul etmektedirler. Bunlardan ilki, YPY'nin sermaye akımı geliştirmekte olan bir ülkeye yabancı yatırımın borçsuz kredi kaynaklarını sağlamasıdır. GOÜ'lerde sermaye sınırlıdır ve YPY'nin ortaya çıkması yatırım oranının gelişimi için yerel tasarrufları artırabilir. GOÜ'ye yabancı döviz sağlayarak, ülkedeki döviz baskısı

<sup>212</sup> Seyidoğlu, *İktisat Biliminin Temelleri*, s. 732-734.

<sup>213</sup> Açıkalın ve Ünal, s. 16-17.

<sup>214</sup> Serkan Yılmaz Kandır, "Yabancı Yatırımcıların Türkiye'deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 38, 2008, s. 199.

<sup>215</sup> TCMB, *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması*, T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü, s. 3-4.

<sup>216</sup> Sağlamer, s. 3.

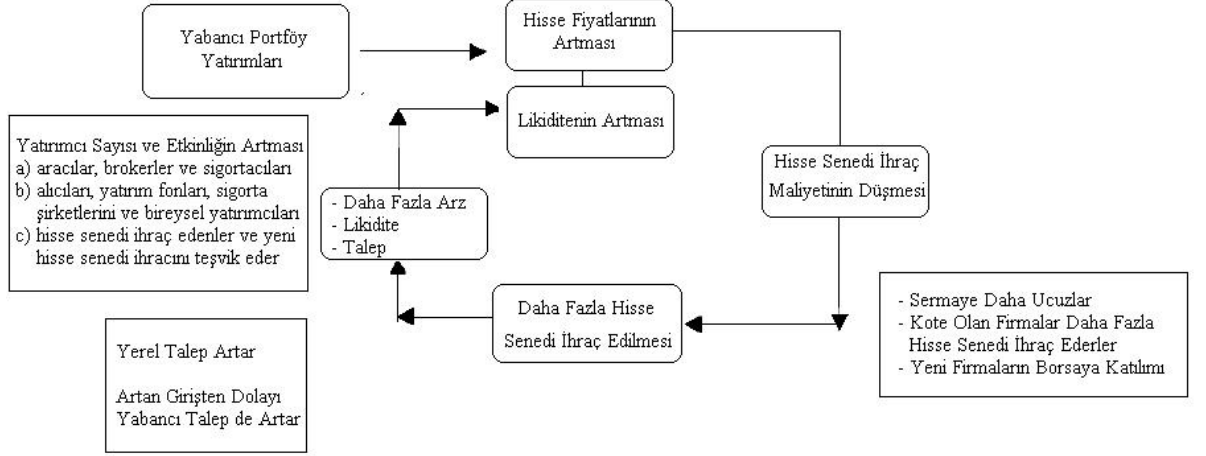
da azalır ve buna bağılı olarak gerekli olan yatırım mallarının ithalatı kolayca yapılır. İkinci faydası ise yabancı sermaye akımının artması bir ülkedeki sermayenin etkili bir şekilde tahsisini artırır. Bu görüşe göre, DYY gibi YPY’de düşük getiriye sahip sermaye fazlası olan ülkelere getirisi yüksek olan ve sermayesi düşük olan ülkelere finansal kaynakları çekebilir. Sermayesi düşük olan ülkelere kaynak akımı sermaye maliyetini azaltır, yatırımları ve üretimi artırır. YPY’nin ekonomi üzerindeki üçüncü ve en önemli faydası, yerel sermaye piyasasını etkilemesidir. Bu görüşe göre, YPY’nin en önemli faydalarından birisi yerel menkul kıymet fiyatlarını yukarı doğru hareket ettirmesidir. Bu fayda firmaların fiyat/kazanç oranı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Daha yüksek bir fiyat/kazanç oranı finansman maliyetlerinin daha düşük olmasına yol açar. Böylece daha yüksek yatırım miktarına yol açabilir. Düşük sermaye maliyeti ve menkul kıymet piyasasına aşırı talebin olması yeni hisse senedi ihracını cesaretlendirebilir. Yeni hisse senedi ihracındaki daha yüksek getiriler teşvik edici bir faktör olacaktır. Fakat hisse senedi yatırımlarının özel sektördeki reel yatırımlarda her zaman bir artışa yol açmayacağını belirtmek gerekir. Yeni ihraç edilen hisse senetlerinin satın alınmasında birincil piyasadan ziyade ikincil piyasada satın alınması daha basittir. Bunun ilk etkisi yatırımlarını artırmayı isteyen firmaların fon akımlarından ziyade hisse senetlerinin fiyatlarını artıracaktır. Şekil 2.5’de YPY’nin menkul kıymetler piyasaları vasıtasıyla ekonomiyi nasıl etkileyebileceği şekil olarak gösterilmiştir.<sup>217</sup>

YPY ile gerçekleşen sermaye akımlarındaki hızlı artışlar, borç krizleri yaşamış olan GOÜ’lerin bu krizlerden sonra uluslararası finansal piyasalara geri dönüşünün bir göstergesi olarak kabul edilmekte ve uluslararası yatırımcılara uygulanan politikalara duydukları güvenin ve desteğin bir göstergesi olarak da yorumlanmaktadır.<sup>218</sup>

Yüksek ekonomik büyüme genellikle ülkenin sermaye piyasasındaki yüksek büyümeyle paralel olarak hareket eder ve bu yüzden dış yatırımcıları cezbeder. YPY yatırımcıların yabancı sermaye piyasalarındaki menkul kıymetlerin satın alınması yoluyla diğer ülkelerin daha hızlı büyümesine, katkı sağlamasına olanak sağlar. Bu durum özellikle Avrupa, Latin Amerika, Asya, Ortadoğu ve Afrika’nın gelişmekte olan

<sup>217</sup> Parthapratim Pal, “Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic development: A Case Study of India”, *Draft Paper Submitted for The Annual Conference on development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World*, Sao Paulo, Brazil, November 18-20,2006, s. 4.

<sup>218</sup> Başoğlu, s. 95.



**Şekil 2.5.** Yabancı Yatırımların Yerel Birincil ve İkincil Piyasalara Katkısı  
Kaynak: Pal(2006),4.

piyasalarında görülmektedir. Ülkeler, Dünya Bankası istatistiklerine göre düşük veya orta gelire sahip ve ekonomik büyüme oranı yüksekse gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılır. Buna örnek olarak Meksika ve Türkiye hatta G. Kore ve Tayvan gibi yakın zamanda endüstrileşmiş ülkeler gösterilebilir.

Genel ekonomik büyümeyi sağlayan bu ülkelerdeki finansal piyasalar önemli ölçüde büyüme göstermiştir. Menkul kıymetleri elinde bulunduran yatırımcılar birkaç yıl sonra yatırımların ilk değerlerini birkaç katına çıkarılabilmektedir. Fakat ekonomisinde yüksek büyüme olan ülkeleri araştıran yatırımcılar, gelişmekte olan piyasalardaki etkileyici ve dikkat çekici gelişmeler incelenirken sadece GOÜ ile sınırlandırılmamalı Japonya, Danimarka veya Hollanda gibi endüstrileşmiş ülkeleri de yakından incelenmelidir. Bu ülkelerde önemli yatırım fırsatları da sağlayabilir. Çünkü bu ülkeler yalnızca ortalama büyümenin üzerinde büyümeler aynı zamanda politik olarak da istikrara sahiptirler. Gelişmekte olan piyasalar yüksek getiri sağlaması yanında aynı zamanda bu ülkelerdeki yatırımlarla ilgili risk de gelişmiş piyasalarda olduğundan daha yüksektir.

Bu riskin bir göstergesi de tarihi verilere dayanan standart sapmadır. Riskin standart sapması gelişmekte olan piyasalarda daha gelişmiş piyasalara göre nispeten küçük olduğu için, bu piyasalar aşırı fiyat hareketleri riski ve likidite riskini taşırlar. Önemli ters fiyat etkileriyle karşılaşmanın arzu edilmediğinde pozisyonu kapatmak her zaman mümkün olmayabilir. Sonuç olarak standart sapma getirinin, dağılımının

sistematik olmadığı ve geniş hareketler normal bir dağılımdan muhtemelen daha fazla olduğu için riski ölçmede yeterli bir ölçü olmayabilir.

Üstelik politik sistemin ve hükümetin istikrarsızlığı, döviz kontrolü riski, firmaların ulusallaşma riskine karşın tüm fonların konvertibilitesi ve serbest transferinin yerleşik olmayanlar tarafından ortadan kaldırılması, refah düzeyinin azalmasının gözlemlenebileceği politik risklerde vardır.<sup>219</sup>

#### **2.2.2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri**

Özellikle 1980’li yıllardan itibaren GOÜ’lerde uygulanan finansal serbestleşme programlarının temelinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olduğu yaklaşımı yatmaktadır. Bu yaklaşıma göre, finansal serbestleşmeyle faizlerin artması sonucu tasarruflar üretken olmayan aktiflerden bankacılık sektörüne yönelecek, bu fonların verimli yatırımlarda kullanılmasıyla hızlı ekonomik büyüme sağlanacaktır. Finansal serbestleşme ile reel mevduat ve kredi faiz oranları serbest bırakılacak, yeni finansal kurum ve araçlar oluşturulacaktır. Ödemeler bilançosunun sermaye hesabının serbestleşmesi ise finansal serbestleşmenin uluslararası ayağını oluşturmaktadır.

İç ve dış borç baskısı altında olan birçok GOÜ finansman ihtiyaçlarını ticaret ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından sağlamaya başlamışlardır. Bu ülkelerde reel faizlerin yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması kısa vadeli sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere doğru yönelmesine yol açmıştır. GOÜ’nün uygulamış olduğu finansal serbestleşme programlarının etkisiyle söz konusu ülkelere yönelen portföy yatırımlarının artmasında gelişmiş ülkelerde izlenen gevşek para politikaları ve bunun sonucunda uluslararası faiz oranlarının düşmesi gösterilmektedir. Aynı şekilde gelişmiş ülkelerde geleneksel üretim yöntemlerini kullanarak kitle tüketimine giden malları üretmenin artık karlı olmaktan çıkması ve reel ekonomiden kaçan sermayenin yatırım fonları şeklinde getirisi yüksek ve riski düşük faaliyet alanlarına yönelmesi de finansal hareketleri hızlandıran bir faktör olmuştur.<sup>220</sup>

Portföy yatırımlarının artış ve azalışında iç ve dış piyasalardaki faiz oranları ve yatırım yapılan ülkedeki hükümet politikaları etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları

<sup>219</sup> Söhnke M. Bartram ve Gunter Dufey, “International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.10, No. 3, August 2001, s.8.

<sup>220</sup> Başoğlu, s. 91-92.

öncelikli olarak yatırımlarının güvende olması ve yatırımlarının kendilerine kazançlarıyla ilgilenmektedirler. Bir ülkeden diğerine çok hızlı hareket eden portföy yatırımları ülkenin makroekonomik göstergelerine bağlı olduğu için diğer yabancı yatırımlara göre daha karmaşıktır.<sup>221</sup> YPY ana belirleyicileri şu şekilde sıralanabilir:<sup>222</sup>

- Yüksek ekonomik büyüme oranı,
- Döviz kuru istikrarı,
- Makro ekonomik istikrar,
- Döviz rezervi düzeyi,
- Ulusal banka sisteminin istikrarı,
- Hisse senedi ve tahvil piyasası likiditesi,
- Reel faiz oranı.

YPY yukarıda sayılan faktörlerde meydana gelebilecek bir dalgalanma sonucu oluşacak makroekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunabilecektir. Sahip olduğu yüksek likiditeden dolayı portföy yatırımlarında meydana gelebilecek aşırı bir dalgalanma, özellikle finansal piyasaları az gelişmiş ve GOÜ'nün makroekonomik yapısına büyük zararlar verebilir.

Son yıllarda YPY'de meydana gelen artışta uluslararası piyasaların liberalleşmesiyle birlikte finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin rolü büyük olmuştur. Bu gelişmeler, YPY'nin meydana gelmesinde gerekli olmakla birlikte tek başına yeterli bulunmamaktadır. Uluslararası finans piyasalarında meydana gelebilecek gelişmelerde YPY üzerinde etkili olabilmektedir.<sup>223</sup>

### **2.2.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Faydaları**

Uluslararası yatırımların birkaç avantajı vardır. Bunlardan birisi, uluslararası odaklanmanın daha fazla fırsat sunmasıdır. Dünya'nın menkul kıymet piyasası sermayesinin 2/3'ünden fazlası ABD kökenli olmayan şirketlerindir. Gerçekte küresel piyasalar aracılığıyla belirli ürünlere yatırım yapmak isteniyorsa, yüksek şekilde kârlılığı olan üreticilerin çoğu denizaşırı ülkelerde yatırımlarda bulacaktır.<sup>224</sup>

<sup>221</sup> Çetenak, s. 19-20.

<sup>222</sup> UNCTAD, United Nations Conference On Trade And Development, "Comprehensive Study Of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)", 23.06.1999, s.16.

<sup>223</sup> Erişim Tarihi: 14.04.2011, <http://www.ekodialog.com/Makaleler/yabanci-portfoy-yatirimlari.html>

<sup>224</sup> Shapiro, s. 397.



Gelişmiş ülkelerdeki yabancı yatırımcıların kendi ülkelerindeki düşük getiriye sahip sermayelerinin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini artıracak ve gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere doğru sermaye akımına yol açacaktır. Bu durum aynı zamanda ulusal tasarruflar ile sınırlandırılmış az gelişmiş ülkelerdeki emek faktörü içinde fayda sağlayacaktır.<sup>225</sup> YPY yerel sermaye piyasalarının likiditesini artırır ve piyasanın etkili bir şekilde gelişmesine de yardım edebilir. Piyasalar daha likit, daha derin ve kapsamlı olacağı için yatırımları daha geniş oranda finanse edebilir. Tasarruf yapanlar kendi portföylerini yönetebilecekleri veya finansal menkul kıymetlerini hızlı bir şekilde satabileceklerinin güvencesiyle daha fazla yatırım yapma fırsatına sahip olurlar. Bu yolla likit piyasalar uzun dönem yatırımlarını daha çekici yapabilir.

YPY aynı zamanda yerel sermaye piyasalarında disiplin ve uzmanlık sağlayabilir. Daha derin ve daha geniş piyasalarda yatırımcılar yeni ve gelişen yatırım fırsatlarını araştırmada kaynaklarını kullanmak için önemli teşviklere sahip olacaklardır. Firmalar ihtiyaç duydukları fonları YPY ile sağladıklarında, yabancı portföy yatırımcılarının hem miktar hem de nitelik olarak daha fazla bilgi talebiyle yüzleşeceklerdir. Sunulan daha fazla bilgi ve açıklama, şeffaflığı artıracaktır.

YPY aynı zamanda sermaye piyasasının ve şirket yönetimindeki hissedarların gücünün gelişmesine yardım edebilir. İşletmeler finansal olarak da rekabet ettikleri için, piyasa daha iyi performansı, gelecek performansı için daha iyi beklentisi olanları ve daha iyi bir firma yönetimini ödüllendirecektir. Piyasanın likiditesi ve fonksiyonelliği geliştiği zaman, hisse senedi fiyatları artan bir şekilde firmaların temel değerlerine yansiyacak ve sermaye akımlarının daha etkili bir şekilde tahsisini artıracaktır. Portföy ve doğrudan yatırımların belli seviyeyi aştığı noktada, iyi fonksiyonelleşmiş hisse senedi piyasaları firma devralınmasını da kolaylaştıracaktır.

YPY portföy yönetimi için futures, opsiyon, swap vb. enstrümanlar ve yeni teknolojiler ortaya çıkararak yerel sermaye piyasasına yardım eder. Bu enstrümanlar için artan talep yabancı ve yerli yatırımcılar için yerel piyasaların bu fonksiyonlarının gelişimine ve risk yönetimi fırsatlarının artmasına yardım edecektir. YPY yerel sermaye piyasalarının güçlenmesine ve fonksiyonlarının gelişmesine de yardım eder. Bu yerel ekonomideki kaynakların ve sermayenin daha iyi bir şekilde dağılımına yol açacak ve

<sup>225</sup> Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (2), 2003, s. 142.

daha sağlıklı bir ekonominin oluşmasını sağlayacaktır. Açık sermaye piyasaları da tasarruf ve kaynakların dünya genelinde dağılımını geliştirerek küresel ekonomik gelişime katkı sağlayacaktır. Açık piyasalar risk yönetimini geliştirerek ve tasarruf ve yatırımların artmasını teşvik ederek yabancı yatırımcılara portföylerini çeşitlendirme fırsatı sunacaktır.

YPY artışı birçok faktöre dayanmaktadır. Bu faktörlerden bazıları şunlardır:

- Yabancı yatırımcının beklediği, gelişmekte olan ülkenin menkul kıymet piyasasındaki yatırımın getiri oranı,
- Yerel menkul kıymet piyasalarının etkinliği,
- Yatırım yapılan ülkedeki standartlar, düzenlemeler, muhasebe, uygulamalar vb.,
- Politik risk,
- Vergiler ve işlem maliyetleri,
- Yatırım yapılan ülkede yatırımcılar üzerindeki baskı ve sınırlamalar.

Farklı ülkelerden hisse senedi getirilerinin özelliğinden kaynaklanan düşük korelasyondan dolayı yerel piyasalardan çok uluslararası finansal piyasalarda çeşitlendirmenin faydası güçlüdür. Bu fayda ve finansal varlıkların uluslararası düzeyde doğru olarak fiyatlandırılması serbestliğinin olmasından dolayı yatırımcılar uluslararası çeşitlendirmeden faydalanmaktadırlar.<sup>226</sup>

#### **2.2.2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Engelleri**

Uluslararası finansal piyasalarda portföy yatırımı yapmanın bir çok faydası olmasına rağmen bu yatırımlara ilişkin bazı engeller bu fayda ve avantajları kısıtlamaktadır. Bir ülkenin politik ve finansal riski, vergi düzenlemeleriyle ilgili sorunlar, bilgiye ulaşmada yaşanan zorluklar, işlem maliyetlerinin yüksek olması gibi konular yabancı portföy yatırımlarına uygulanan engellerin başında gelmektedir. Yabancı yatırımcıların sermaye akımlarına ilişkin kontroller (politik risk), yabancı yatırımcılara uygulanan yüksek gelir vergisi oranları (vergiye ilişkin sorunlar), menkul kıymetlere yönelik her ülkedeki uygulanan farklı bürokratik işlemler (yönetime ilişkin sorunlar), yatırımcıya ihtiyaç duyduğu kaliteli ve gerçek bilginin sağlanmaması (bilgiye ulaşmada yaşanan sorunlar), menkul kıymet alım satımlarında uygulanan işlem maliyetlerinin yüksek olması ve piyasaların likiditeleri ile etkinlik seviyeleri daha düşük

---

<sup>226</sup> Claessens, s. 3.

olması gibi sorunlar yer almaktadır. Bunun yanında bazı piyasalarda döviz kontrollerinin sürdürülmesi de önemli engellerden biridir. Bu engeller ulusal sermaye piyasaların uluslararası piyasalarla tam olarak entegre olmasını ve yatırımcıların yurtdışında yatırım yapmasını engellemektedir.<sup>227</sup>

Finansal piyasaların küreselleşmesi ve teknolojinin gelişmesi ile sermayenin likiditesi Adam Smith ve David Ricardo'nun öngördükleri karşılaştırmalı üstünlükler ve klasik ticaret teorilerinde beklentilerinin çok üzerinde bir mobiliteye kavuşmuştur. Milyarlarca dolar değerindeki fonlar saniyeler içerisinde dünyanın bir ucundan diğer ucuna, tehditlerden kaçmak veya fırsatları kazanca dönüştürmek üzere akabilmektedir. Sıcak para akımları fazlasıyla akışkan olup, ekonomiye girişlerinin kolay ve hızlı olması yanında bir anda ekonomiyi terk etmesinin de o kadar kolay olması gerekçesiyle engellenebilmektedir.

YPY için düşünülen tüm olumsuzluklara rağmen, bu yatırımlara tamamen karşı olmak ve girişini engellemek anlayışının doğru olduğunu savunmak da rasyonel bir tutum değildir. Çünkü dünyada küreselleşmenin ve teknolojik gelişimin ulaştığı nokta göz önüne alındığında, gerek finansal gerekse yapısal bir takım kontrol mekanizmalarını işleterek portföy yatırımlarını istenildiği gibi ekonomik yararlar sağlayacak biçimde yönetmek ve yönlendirmek belli ölçüde mümkündür.<sup>228</sup>

#### **2.2.2.5. Yabancı Portföy Yatırım Modelleri**

YPY tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ilave riskleri üstlenerek sermaye kazancıyla faiz ve kar payı geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarını ifade eder. Burada YPY yapan yatırımcıların farklı faaliyet alanlarını ve ülkeleri, faiz, kar payı ve riskler açısından değerlendirdikten sonra tasarruflarını optimum bir dağıtıma tabi tutacağı varsayılmaktadır. Bu varsayım, uluslararası sermaye akımları analizlerine modern portföy teorisinin ilkelerinin uygulanmasına dayanmaktadır. Bunlardan en önemlisi, farklı ülkelerdeki sermaye getiri oranlarının ortalama olarak eşitlenmesidir. Sermaye sahipleri farklı ülkelerdeki aktif kazançları daha yüksek olduğu zaman portföylerini

<sup>227</sup> Kurt, s. 72.

<sup>228</sup> Açıkalın ve Ünal, s. 25-26.

uluslararası olarak farklılaştırıp refah düzeylerini artırabilmektedirler.<sup>229</sup> Modern portföy teorilerinin öncesinde yatırımcılar portföylerinde yer alan finansal varlıkların getirileri arasındaki ilişkiyi dikkate almadan yalnızca portföylerindeki finansal varlık sayılarını artırmak suretiyle portföy risklerini azaltmayı öngörüyorlardı. Modern portföy teorilerinde sadece portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılamayacağını, portföyde yer alan finansal varlıklar arasındaki ilişkinin de önemli olduğu ortaya konmuştur.<sup>230</sup>

Yatırımcıların Markowitz tarafından geliştirilen “Etkinlik Sınırı” modeline göre portföy çeşitlendirmesi yaptığı ve farklı ölçüde riski kabullendiği varsayılırsa, yatırımcıların piyasadaki tutum ve davranışlarının nasıl olacağını saptamak oldukça zor olacaktır. Bu nedenle her hisse senedine ilişkin risk ölçütünü ve piyasa dengede iken risk ile getiri arasındaki ilişkileri anlamamıza yardımcı olacak modellere gereksinim vardır.<sup>231</sup>

Yabancı portföy yatırım modelleri Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM), Çok Faktörlü Fiyatlama Modelleri (ÇFFM) ve Uluslararası Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (UFVFM) olmak üzere üç başlık altında ele alınacaktır.

#### 2.2.2.5.1. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

FVFM'nin standart biçimi 1964 yılında Sharpe, 1965 yılında Lintner ve 1966 yılında Mossin tarafından bağımsız olarak geliştirilmiştir ve Sharpe-Linner-Mossin formu olarak da isimlendirilmektedir.<sup>232</sup> Model yatırımların nakit akım riskinin ölçüldüğü ve yatırımın sermaye miktarını, beklenen getiri oranını ve bu oranlara göre yatırım için talep edilip edilmeyeceğini ölçmek amacıyla geliştirilen en başarılı modellerden biridir.<sup>233</sup>

FVFM portföy analizinin temelini oluşturan sermaye pazarı teorisinden geliştirilmiştir. Model pazarın dengede olduğu durumda riskin pazar fiyatını belirleyerek, tek bir varlık için uygun risk ölçüsünü geliştirmekte, beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkiyi yepyeni bir şekilde tanımlamaktadır. Markowitz modern portföy teorisi üzerine kurulan sermaye pazarı teorisi risksiz finansal varlıkları modele dahil

<sup>229</sup> Başoğlu, s. 89-90.

<sup>230</sup> Nevin Yörük, *Finansal Varlık Fiyatlama modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 2000, s. 9.

<sup>231</sup> Özdemir Akmut, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara 1989, s. 146.

<sup>232</sup> Mustafa Özçam, *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 104, Ankara 1997, s. 20.

<sup>233</sup> Mehmet Civan, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ekin Yayınevi, Bursa 2010, s. 327.

etmiştir. Risksiz finansal varlığın modele dâhil edilmesi sermaye pazarı teorisinin gelişmesini sağlamıştır. Bu durum Markowitz'in portföy teorisini daha da ileri götürmesini sağlamış ve belirsizlik koşulları altında varlıkları değerlemenin temel teorisini oluşturmuştur.<sup>234</sup> FVFM'nin dayandığı bazı varsayımlar vardır. Bu varsayımlar;<sup>235</sup>

- İşlem maliyetleri sıfırdır,
- Finansal varlıklar sonsuz bölünebilirliğe sahiptir,
- Gelir (veya Kurumlar) vergisi kesintisi yoktur,
- Piyasada tam rekabet koşulları geçerlidir,
- Yatırımcılar yatırım kararlarını beklenen getirilere ve bu getirilerin standart sapmalarına göre vermektedirler,
- Sınırsız ölçüde açığa satış imkanı vardır. Risksiz faiz oranından sınırsız borç almak ve vermek mümkündür,
- Yatırımcılar yatırımlarından bekledikleri getirileri, standart sapmaları ve korelasyon yapısı konusunda tek dönemlik homojen beklentilere sahiptirler,
- Bütün finansal varlıklar pazarlanabilir.

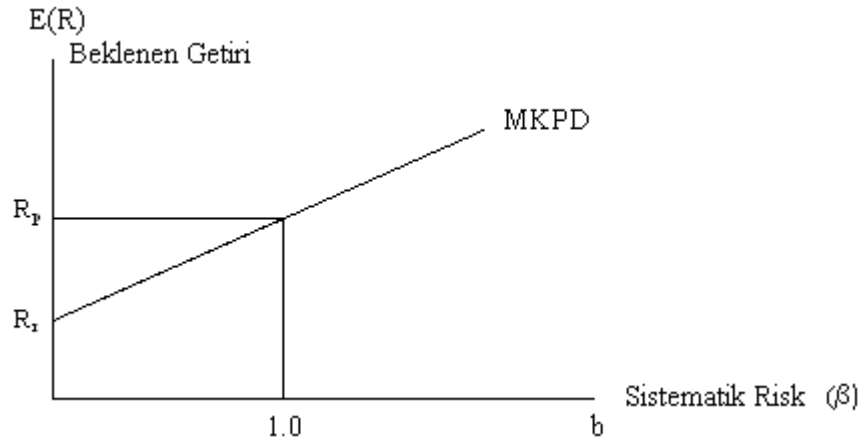
Sharpe, Linter ve Mossin tarafından geliştirilmiş olan FVFM varsayımları, gerçeklikten uzak olmalarına rağmen, daha verimli modellerin geliştirilmesi ve günlük hayattaki gerçeklerin sadeleştirilmesi bakımından önemlidir. Varsayımlar finansal piyasaların riski nasıl ölçtüğü ve beklenen getiriye nasıl dönüştüğü yolunda somut bir modelin doğmasına yardımcı olmuştur. Bu varsayımlara dayanılarak oluşturulan doğrusal ilişkilerden biri Menkul Kıymet Pazar Doğrusu (MKPD)'dur. MKPD pazardaki her menkul kıymet için sistematik riskine uygun olarak, beklenen getirinin ne olması gerektiğini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle bir menkul kıymet veya portföy için, beklenen getiri ile sistematik risk arasındaki doğrusal ilişkiyi gösterir. Sistematik risk ( $\beta$ ) ile beklenen getiri arasındaki aşağıdaki şekilde görünen doğrusal bir ilişki vardır.<sup>236</sup>

---

<sup>234</sup> Yörük, s. 29-30.

<sup>235</sup> Özçam, s. 20.

<sup>236</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa 2006, s. 532-534.



Şekil 2.6. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu

Sistemantik risk yani  $\beta$ 'nin 1'in üzerinde olduğu finansal varlıklar saldırgan (agresif) ve finansal pazarlardaki gelişme ve büyümeye paralel olarak çok daha yüksek düzeyde bir değer artışı sağlayacağı, 1'in altında olduğu finansal varlıklar ise savunmacı (defansif) ve finansal pazarlardaki daralmalara göre piyasadaki gerilemelerden çok daha az düzeyde bir değer düşüklüğü imkanı verdiği kabul edilmektedir.<sup>237</sup> MKPD'ye göre herhangi bir riskli varlığın beklenen getirisi aşağıdaki gibi hesaplanacaktır;

$$E(R_i) = RFR + \beta_i (R_m - RFR)$$

Formülde;

RFR = Risksiz varlığın getiri oranı,

$(R_m - RFR)$  = Pazar risk primidir.

Bir riskli varlıktan beklenen getiri, risksiz varlığın getiri oranı ve  $\beta$  ile pazar risk priminin çarpımından oluşmaktadır. Riskli bir varlık ile pazar portföyü arasındaki değişimin ölçütü ve sistemantik risk olan  $\beta$  ise şöyle hesaplanmaktadır,<sup>238</sup>

$$\beta_i = \text{Cov}(r_i, r_m) / (\sigma_m)^2$$

Piyasalardaki genel değişimlere ilişkin beklentilere bağlı olarak, finansal varlık veya portföy seçiminde  $\beta$  katsayılarından yararlanılabilir. Piyasada bir yükselme

<sup>237</sup> Berna Taner ve Cenk Akaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, Birleşik Matbaacılık, İzmir 2004, s. 187.

<sup>238</sup> Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Pazarlar Finansal Kurular ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul 2001, s. 378-379.

beklenmesi durumunda, en yüksek  $\beta$  değerlerini taşıyan finansal varlıklar, aksi durumda ise en küçük hatta negatif  $\beta$  değerlerini taşıyan finansal varlıklar seçilmelidir.<sup>239</sup>

### 2.2.2.5.2. Çok Faktörlü Fiyatlama Modeli

Faktör modelleri genel olarak, menkul kıymetlerin getirilerini açıklayacak bir bağımsız değişkene dayanmaktadır. Temel varsayım menkul kıymet getirileri ile bu bağımsız değişken arasında yüksek düzeyde korelasyon olmasıdır.<sup>240</sup> Finansal varlıkların getirilerini bir takım göstergelere veya faktörlere bağlı olarak ortaya koymak amacıyla geliştirilen modellere çok faktörlü veya indeks modeller adı verilmektedir. Bu modellerin en önemli yararı; finansal varlıkların getirilerine etki eden gösterge ve faktörlerdeki değişim beklentilerinden yararlanarak, finansal varlığın getirisi hakkında öngörüle bulunabilme olanağı sağlamalarıdır. Kullanılacak faktörlere, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), Kişi başına milli gelir, Dow Jones sinai endeksi, Standart & Poors' 500 veya İMKB 100 endeksi ve New York borsasında kayıtlı tüm hisse senetlerinden oluşan bir portföyün getirisi veya İMKB 100 endeksinin getirisi gibi faktörler örnek verilebilir.<sup>241</sup>

Fama ve French (1992)<sup>242</sup> çalışmalarında hisse senedi getirilerinde kullanılan beta ve fiyat/kazanç oranının modeli açıklama gücünün olmadığını ve bu değişkenlerin yerine hisse senedi getirisini en iyi şekilde portföy büyüklüğü ile Piyasa Değeri (PD) / Defter Değeri (DD) oranı faktörlerinin belirlediğini ortaya koymuşlardır. Çalışmanın sonucunda hisse senedi getirilerinin beklenen getirilerinin, portföy büyüklüğünden negatif yönde, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranından ise pozitif yönde etkilendiğini belirlemişlerdir. Fama ve French portföy getirilerinin analizinde FVFM'de belirtilen faktörlere iki yeni faktör ilave ederek, aşağıdaki ÇFFM'ni önermişlerdir.

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

Formülde;

$E(R_i) - R_f$  : İncelenen portföyün (*varlık*) risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi,

$E(R_m) - R_f$  : Piyasa portföyünün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi,

<sup>239</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul 2001, s. 262.

<sup>240</sup> M. Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, 2004, s. 225-226.

<sup>241</sup> Bolak, s. 269-270.

<sup>242</sup> E.F. Fama ve K. R. French, "Permanent and Temporary Components of Stock Prices", *Journal of Political Economy*, April 1988, s. 24-273.

SMB : Küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisselerin getirileri arasındaki fark,  
 HML : Yüksek ve düşük PD/DD oranına sahip hisselerin getirileri arasındaki fark,  
 $\beta_{im}$  : Portföyün fazla getirilerinin, piyasanın fazla getirilerine karşı duyarlılığı,  
 $\beta_{is}$  : Portföyün fazla getirilerinin, SMB getirilerine karşı duyarlılığı,  
 $\beta_{ih}$  : Portföyün fazla getirilerinin, HML getirilerine karşı duyarlılığını ifade etmektedir.<sup>243</sup>

ÇFFM FVFM gibi firmaların faaliyetleri ile ilgili bilgilerin etkin piyasa hareketleri ile fiyatlara yansıtıldığını ve bu nedenle bu bilgilerin tahminler içerisinde ele alınmasına gerek olmadığını varsaymaktadır. Fakat FVFM'nin aksine daha gerçekçi, uygun ve ispatlanması daha kolay bir modeldir.<sup>244</sup> ÇFFM standart FVFM'nin hisse senedi getirilerinin açıklanma kabiliyetini geliştirici etkilerde bulunmaktadır. Literatürde yer alan amprik çalışmalarda, ÇFFM sahip olduğu ilave risk faktörleri sayesinde hisse senedi getirilerindeki oynaklığın daha iyi tahmin edilmesine olanak tanıdığı ve geleneksel FVFM'ye göre kullanıcılarının yeni modelin daha anlamlı sonuçlar verdiği gözlemlenmektedir.<sup>245</sup>

ÇFFM'ye önemli benzerlikler gösteren başka bir model ise Stephen Ross (1976) tarafından geliştirilen Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM)'dir. Bu model, ödenmeme riski, faiz oranı riski, Pazar riski, satın alma gücü riski, yönetim riski ve belirli bir varlığı değerlendirme ile ilgili olabilen diğer risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasını kullanan bir risk-getiri ilişkisi ortaya koyan ve ilgili risk faktörlerinin bir varlığın bugünkü değerini tespit etmede uygun olan getiri oranının nasıl belirleneceğini gösteren bir modeldir. Model aşağıdaki gibi formüle edilmektedir;

$$R_{it} = E(R_i) + \beta_{i1} \delta_{1t} + \beta_{i2} \delta_{2t} + \dots + \beta_{ik} \delta_{kt} + e_{it}$$

Formülde;

$R_{it}$  = i varlığının getirisini, (i : 1,2,3, ....n)

$E(R_i)$  = i varlığının beklenen getirisini,

$\delta_j$  = tüm varlıkların getirilerini etkileyen ortak faktörleri, (j : 1,2,3, .... .J)

$\beta_j$  = i varlığının j ortak faktörüne duyarlılığını,

<sup>243</sup> Gökgöz, s. 47-48.

<sup>244</sup> Kurt, s. 76.

<sup>245</sup> Fazıl Gökgöz, "Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 63-2, s. 45.



$e_{it}$  = geniş portföylerde tamamen elimine edilebileceği varsayılan  $i$  varlığının sistematik olmayan riskini göstermektedir.<sup>246</sup>

### 2.2.2.5.3. Uluslararası Sermaye Varlıklar Fiyatlama Modeli

Finansal küreselleşme ile yaygınlaşan ve gelişen uluslararası yatırımı ve uluslararası finansal uygulamaları açıklamak için kullanılan FVFM ve ÇFFM kapsamında çok sayıda çalışma yapılmış ve teoriler geliştirilmiştir. Levy ve Sarnat (1970) ve Solnik (1974) yaptıkları çalışmalarında uluslararası portföy çeşitlendirmesinin yurt içinde yapılan yatırımlardan daha çok kazandırdığını ortaya koymuşlardır.

Finansal piyasaların uluslararası düzeyde entegre olması ve gelişmesi ile FVFM'nin UFVFM'ye uyarlanması iki varsayımın eklenmesi ile gerçekleştirilmiştir. Eklenen bu iki varsayımdan ilki tüm dünyadaki yatırımcılar farklı harcama eğilimlerine sahiptirler ve ikincisi ise satın alma paritesi tam olarak geçerlidir.<sup>247</sup>

Menkul kıymetlerin uluslararası piyasalardaki fırsatları, tüm küresel piyasaların hisse senetlerini birleştirerek büyütmüş; bilgi, sınırlamalar ve elde etme maliyetlerini genel olarak kaldırarak sermaye piyasalarının hızlı bir şekilde entegre olmasını sağlamıştır. Menkul kıymet fiyatları uluslararası düzeyde entegre olmuş finansal piyasalar tarafından belirlenebilmektedir. Entegre olmuş sermaye piyasaları ile optimum çeşitlendirme yapabilmek ancak küresel bir piyasa portföyü oluşturularak gerçekleştirilebilir. Dünyadaki tüm menkul kıymetlerin riski bu portföyün riskinin piyasa portföyüne katkısına göre ölçülmektedir.<sup>248</sup>

Uluslararası piyasalara entegre olmuş sermaye piyasalarında varlıklar fiyatlandırılıyorsa, beklenen getiri UFVFM ile aşağıdaki formülle tespit edilecektir;

$$r_j^* = r_f + \beta^w (r_w^* - r_f)$$

burada,

$$\beta^w = \text{Cov}(r_j, r_w) / (\sigma_w)^2$$

Formülde  $r_w^*$  = “dünya piyasasında” beklenen getiriyi göstermektedir. Fakat satın aldıkları menkul kıymet portföylerine göre farklı reel getirilerle karşılaşan, farklı ülkelerden yatırımcıların tercihleri hakkında varsayımlar yapılması, dünya piyasası için

<sup>246</sup> Yörük, s. 57-59.

<sup>247</sup> Kurt, s. 76-77.

<sup>248</sup> Bartram ve Dufey, s. 6.

risksiz faiz oranı belirleme gerekliliğinden dolayı UFVFM veya FVFM uygulamaları pratikte zordur.<sup>249</sup>

UFVFM yatırımcının sahip olduğu varlıklara bağlı olarak yatırım kararı vermesi varsayımına dayanır. Uluslararası bir ortamdaki piyasa portföyü sadece herhangi bir risk kaynağına değil aynı zamanda hesaplanmak zorunda olan döviz kuru riskini de içinde bulundurur. Sonuç olarak yatırımcı bazı parasal risklerden korunurken yerel varlık riski ve yaygın dünya piyasa portföyünün birleştiği bir pozisyon alır. Uluslararası boyutta çok zayıf olan ulusal piyasaya dayanan FVFM çoğu varsayımının olasılık olması sebebiyle UFVFM'nin temelinde de önemli problemler vardır.<sup>250</sup>

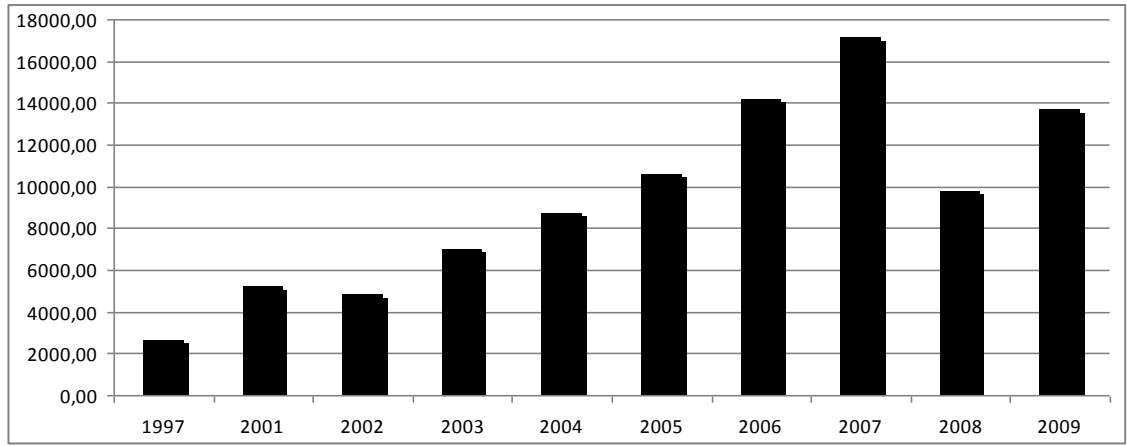
#### **2.2.2.6. Dünya'da Yabancı Portföy Yatırımları**

Finansal küreselleşmenin başlamasıyla dünya ekonomisinde, gelişmiş ülkeler ulusal finans piyasalarındaki kontrollerin ve sınırlamaların ortadan kaldırılmasını sağlamış buna bağlı olarak GOÜ'de istikrar amaçlı yapısal uyum programlarını uygulamaya koymuştur. Mal ve hizmet piyasalarının küreselleşmesinden sonra 1990'lı yıllarda sermaye piyasaları da küreselleşme sürecine girmiştir. Geçiş sürecinde sermaye piyasalarında en önemli paya sahip olan banka kredileri önemini yitirerek yerini hisse senedi ve tahvile yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır. Uluslararası sermaye piyasalarında portföy yatırımlarının artan payı, dünya ekonomisinin işleyiş biçimini ve sürecini, özellikle de finansal krizlerin temel dinamiklerini değişime uğratmıştır. Ulusal tasarrufları yetersiz olan GOÜ, yatırımları arttırmak, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirmek için uluslararası fonlara ihtiyaç duymaktadırlar. İhtiyaç duyulan bu fonlar için finansal küreselleşme önemli bir faktör olarak görülmektedir. GOÜ finansal küreselleşme ile beraber büyüme hızını geliştirici etkiler beklerken sık sık finansal krizler yaşanmış ve bu krizler adeta yaşanan finansal küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak görülmeye başlanmıştır.<sup>251</sup>

<sup>249</sup> Maurice D. Levi, *International Finance*, Routledge, New York 2005, s. 332-333.

<sup>250</sup> Bartram ve Dufey, s. 6.

<sup>251</sup> Öztekin ve Erataş, s. 3.



**Şekil 2.7.** Dünya’da Yabancı Portföy Yatırımları (Milyar \$)

Kaynak: www.imf.org

Şekil 2.7 incelendiğinde dünyada YPY’nin istikrarlı şekilde artan bir trend gösterdiği gözlenmektedir. 2008 yılında yoğun olarak hissedilen küresel finansal krizin etkisiyle azalan YPY’ler 2009 yılında tekrar artmaya başlamıştır.

**Tablo 2.8.** Bazı Ülkelere Yapılan Yabancı Portföy Yatırımları (Milyar \$)

| Ülkeler                              | 2005          | 2006          | 2007          | 2008         | 2009          |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Amerika                              | 832,0         | 1.126,7       | 1.156,6       | 520,1        | 366,7         |
| İngiltere                            | 237,0         | 283,0         | 435,9         | 389,3        | 284,1         |
| Japonya                              | 183,1         | 198,6         | 196,6         | -103,0       | -56,3         |
| Kanada                               | 10,9          | 27,4          | -32,0         | 30,3         | 97,2          |
| Avrupa Bölgesi                       | 660,3         | 890,5         | 801,2         | 513,8        | 529,4         |
| Gelişmekte Olan Piyasalar ve Ülkeler | 179,9         | 297,7         | 421,1         | 12,7         | 196,7         |
| <b>TOPLAM</b>                        | <b>10.579</b> | <b>14.207</b> | <b>17.097</b> | <b>9.781</b> | <b>13.684</b> |

Kaynak: SPK, Uluslararası Ekonomik Ve Finansal Göstergeler, Araştırma Dairesi, Aralık 2010.

Tablo 2.8’de YPY yapan ülkeler incelendiğinde gelişmiş ülkelerin ve özellikle ABD’nin yabancı piyasalarda portföy yatırımı yaptığını, GOÜ’lerin paylarının düşük olduğu gözlenmektedir.

Tablo 2.9’da YPY alan ülkeler incelendiğinde ise yine büyük oranda gelişmiş ülkelere portföy yatırımı yapıldığı, GOÜ’lere yapılan portföy yatırımının düşük olduğu gözlenmektedir. Hem YPY yapan hem de YPY alan ülkeler birlikte incelendiğinde de ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin daha yoğun bir şekilde YPY yaptığı ve YPY çektikleri gözlemlenmiştir.

**Tablo 2.9.** Bazı Ülkelerin Yaptıkları Yabancı Portföy Yatırımları (Milyar \$)

| Ülkeler                              | 2005          | 2006          | 2007          | 2008         | 2009          |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Amerika                              | 257,5         | 498,9         | 390,7         | 285,9        | 393,5         |
| İngiltere                            | 273,4         | 257,0         | 179,7         | 199,7        | 240,5         |
| Japonya                              | 196,4         | 71,0          | 123,5         | 189,6        | 160,2         |
| Kanada                               | 44,2          | 69,4          | 42,8          | 10,0         | 6,2           |
| Avrupa Bölgesi                       | 514,6         | 650,5         | 599,6         | 23,7         | 103,9         |
| Gelişmekte Olan Piyasalar ve Ülkeler | 175,1         | 411,2         | 400,7         | 164,3        | 89,2          |
| <b>TOPLAM</b>                        | <b>10.579</b> | <b>14.207</b> | <b>17.097</b> | <b>9.781</b> | <b>13.684</b> |

Kaynak: SPK, Uluslararası Ekonomik Ve Finansal Göstergeler, Araştırma Dairesi, Aralık 2010.

Tablo 2.10 dünyada 2005-2009 yıllarında en fazla YPY yapan on ülkeyi göstermektedir. Buna göre 2005-2009 yılında en fazla YPY yapan ülkeler arasında 5 yıl boyunca sürekli yer alan ülkeler ABD, İngiltere, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Kanada, Japonya, Fransa ve İrlanda yer alırken İtalya sıralamada 2005, 2006 ve 2007 yıllarında, İsviçre 2008 yılında, Hong Kong ise 2009 yılında yer almıştır. 2005-2009 yıllarında YPY yapan ülkeler arasında yıl sırasına göre % 31.4, % 30.5, % 30.7, % 28.1 ve % 29.2 payla ABD ilk sırada yer alırken, ikinci sırada % 10.2, % 9.6, % 8.8, % 8.4 ve % 8.1 payla İngiltere ve üçüncü sırada ise % 7.6, % 8.1, % 8.3, % 7.5 ve % 7.7 payla Lüksemburg yer almıştır.

Tablo 2.11 dünyada 2005-2009 yıllarında en fazla YPY yapılan on ülkeyi göstermektedir. Buna göre 2005-2009 yılında en fazla YPY yapılan ülkeler arasında 5 yıl boyunca sürekli yer alan ülkeler ABD, İngiltere, Fransa, Lüksemburg, Japonya, Almanya, İsviçre ve Cayman Adaları yer alırken Kanada 2006 yılı hariç tüm yıllarda, Hollanda 2005 ve 2006 yıllarında, Bermuda 2007 ve 2008 yılında, İrlanda ise 2006 yılında yer almıştır. 2005-2009 yıllarında YPY yapılan ülkeler arasında yıl sırasına göre % 16.2, % 15.3, % 13.9, % 15.3 ve % 14.9 payla ABD ilk sırada yer alırken, ikinci sırada 2005, 2006 ve 2009 yıllarında sırasıyla % 11.5, % 10.9 ve % 9.7 payla İngiltere, 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla %10 ve %11,4 payla Lüksemburg ve üçüncü sırada ise 2005, 2006 ve 2009 yıllarında sırasıyla % 8.7, % 9.4 ve % 5.4 payla Lüksemburg, 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla % 9.7 ve % 9.4 payla İngiltere yer almıştır.

**Tablo 2.10. Dünya'da En Fazla Portföy Yatırımı Yapan 10 Ülke (Milyar \$)**

| Yatırım Yapan Ülke | 2005           |            | 2006           |            | 2007           |            | 2008          |            | 2009           |            |
|--------------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|---------------|------------|----------------|------------|
|                    | Tutar          | %          | Tutar          | %          | Tutar          | %          | Tutar         | %          | Tutar          | %          |
| ABD                | 3317,7         | 31,4       | 4329,0         | 30,5       | 5248,0         | 30,7       | 2748,4        | 28,1       | 3995,3         | 29,2       |
| İngiltere          | 1076,0         | 10,2       | 1366,5         | 9,6        | 1508,7         | 8,8        | 824,0         | 8,4        | 1109,9         | 8,1        |
| Almanya            | 529,1          | 5,0        | 884,2          | 6,2        | 954,0          | 5,6        | 589,5         | 6,0        | 707,1          | 5,2        |
| Lüksemburg         | 807,9          | 7,6        | 1148,2         | 8,1        | 1413,2         | 8,3        | 737,6         | 7,5        | 1050,5         | 7,7        |
| İsviçre            |                |            |                |            |                |            | 318,5         | 3,3        |                |            |
| İtalya             | 416,4          | 3,9        | 534,9          | 3,8        | 576,4          | 3,4        |               |            |                |            |
| Hollanda           | 479,7          | 4,5        | 558,1          | 3,9        | 644,7          | 3,8        | 404,1         | 4,1        | 561,0          | 4,1        |
| Kanada             | 382,1          | 3,6        | 499,6          | 3,5        | 610,4          | 3,6        | 358,4         | 3,7        | 485,7          | 3,5        |
| Japonya            | 408,6          | 3,9        | 510,4          | 3,6        | 573,5          | 3,4        | 394,7         | 4,0        | 594,1          | 4,3        |
| Fransa             | 524,9          | 5,0        | 743,0          | 5,2        | 826,9          | 4,8        | 454,7         | 4,6        | 600,4          | 4,4        |
| İrlanda            | 383,2          | 3,6        | 573,2          | 4,0        | 649,2          | 3,8        | 427,9         | 4,4        | 539,9          | 3,9        |
| Hong Kong          |                |            |                |            |                |            |               |            | 498,9          | 3,6        |
| Diğer              | 2253,5         | 21,3       | 3060,6         | 21,5       | 4092,4         | 23,9       | 2523,6        | 25,8       | 3540,8         | 25,9       |
| <b>TOPLAM</b>      | <b>10579,1</b> | <b>100</b> | <b>14207,7</b> | <b>100</b> | <b>17097,4</b> | <b>100</b> | <b>9781,4</b> | <b>100</b> | <b>13683,6</b> | <b>100</b> |

Kaynak: www.imf.org, Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data - Geographic Breakdown Tables (2005-2009)

**Tablo 2.11. Dünya'da En Fazla Portföy Yatırımı Yapılan 10 Ülke (Milyar \$)**

| Yatırım Yapılan Ülke | 2005           |            | 2006           |            | 2007           |            | 2008          |            | 2009           |            |
|----------------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|---------------|------------|----------------|------------|
|                      | Tutar          | %          | Tutar          | %          | Tutar          | %          | Tutar         | %          | Tutar          | %          |
| ABD                  | 1710           | 16,2       | 2179,6         | 15,3       | 2383,7         | 13,9       | 1500,8        | 15,3       | 2037           | 14,9       |
| İngiltere            | 1217,5         | 11,5       | 1546           | 10,9       | 1664,3         | 9,7        | 923           | 9,4        | 1323,8         | 9,7        |
| Fransa               | 606,6          | 5,7        | 865,1          | 6,1        | 956,7          | 5,6        | 566,7         | 5,8        | 1409,8         | 10,3       |
| Lüksemburg           | 917            | 8,7        | 1342,4         | 9,4        | 1712,4         | 10         | 1110,6        | 11,4       | 740,2          | 5,4        |
| Japonya              | 970,1          | 9,2        | 1101,7         | 7,8        | 1055,8         | 6,2        | 641,4         | 6,6        | 730,6          | 5,3        |
| Hollanda             | 361,7          | 3,4        | 461,7          | 3,2        |                |            |               |            |                |            |
| Almanya              | 511,5          | 4,8        | 691,3          | 4,9        | 985,5          | 5,8        | 525,5         | 5,4        | 670,2          | 4,9        |
| İsviçre              | 406,9          | 3,8        | 555,1          | 3,9        | 604,8          | 3,5        | 420,9         | 4,3        | 570,8          | 4,2        |
| Bermuda              |                |            |                |            | 484            | 2,8        | 253,7         | 2,6        |                |            |
| Cayman Adaları       | 352,1          | 3,3        | 508,9          | 3,6        | 753,4          | 4,4        | 429,4         | 4,4        | 640,3          | 4,7        |
| Kanada               | 297,6          | 2,8        |                |            | 459,7          | 2,7        | 237,5         | 2,4        | 397,4          | 2,9        |
| İrlanda              |                |            | 382,8          | 2,7        |                |            |               |            | 383,6          | 2,8        |
| Diğer                | 3227,8         | 30,5       | 4573,3         | 32,2       | 6037           | 35,3       | 3172          | 32,4       | 4779,8         | 34,9       |
| <b>TOPLAM</b>        | <b>10579,1</b> | <b>100</b> | <b>14207,7</b> | <b>100</b> | <b>17097,4</b> | <b>100</b> | <b>9781,4</b> | <b>100</b> | <b>13683,6</b> | <b>100</b> |

www.imf.org, Portfolio Investment : Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data - Geographic Breakdown Tables (2005-2009)

### 2.2.2.7. Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımları

Türkiye'de finans sektörünün yeniden yapılandırılması ve finansal liberalizasyonun en önemli amaçlarından birisi, finansal kesimin aracılık ettiği kaynak miktarının artırılması için gerekli rekabet koşullarının oluşturulmasıdır. Dünyada

finansal işlemlerin küresel bir nitelik kazanmasıyla birlikte, Türkiye’de de dış rekabete açılma gereği doğmuş dolayısıyla ülkeye kaynak çekme gereği ortaya çıkmıştır.<sup>252</sup>

Türkiye’de yabancı sermaye ile ilgili ilk düzenleme 1947 yılında Türk Parasını Koruma Kanunu ile ele alınmıştır. 1954 yılına çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermaye’yi Teşvik Kanunu ise ilk yasal düzenleme olmasına rağmen 1980 yılına kadar yabancı sermaye girişinde beklenen gelişme sağlanamamıştır. 24 Ocak 1980 kararları ile uyulamaya giren yeni ekonomik kurallar çerçevesinde yapılan yabancı sermaye yatırımlarında düşük düzeyde artışlar kaydedilmeye başlanmıştır.<sup>253</sup> 1983 yılından sonra kambiyo rejiminde yapılan önemli gelişmeler, kısıtlama ve yasakların büyük bir kısmının kaldırılması, ödemeler dengesinin ticaret ve sermaye hesaplarının büyük ölçüde serbestleşmesi ve döviz işlemleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasıyla ciddi adımlar atılmıştır. 1989 yılında TL’nin konvertibilitesi için gerekli altyapı hazırlanarak, konvertibl ülkeler grubuna geçmesini sağlayan koşullar yerine getirilmiştir.

Türkiye dışında yerleşik kişilere, Türkiye’de yatırım yapmaları, ticari faaliyette bulunmaları, hisse senedi almaları, gerekli sermayeyi döviz olarak yurda getirerek ilgili kurumlardan izin almak ve bu izin çerçevesinde faaliyette bulunmak koşuluyla serbest bırakılmıştır. Patent, lisans, know-how gibi hakların ithali serbestleştirilmiştir. Aynı şekilde yabancı firmalara tekel oluşturmamak koşuluyla yerel firmalarla aynı haklar tanınmış ve yabancı sermaye girişleri serbest bırakılmıştır.<sup>254</sup>

Türkiye’de İMKB’nin kurulmasıyla yabancı yatırımcılar ülkemizde hisse senedi yatırımları yapmaya başlamışlardır. Türkiye piyasalarının yabancı yatırımcılara açıldığı 1989 yılından itibaren gerçekleşen net portföy yatırımları kriz dönemleri dışında genellikle pozitif bir şekilde gerçekleşmiş ve yerli yatırımcılara nispeten yabancı yatırımcıların alışları daha yüksek olmuştur. YPY içerisinde borç senetlerinin ağırlığı önceki dönemlerde oldukça fazla iken, son dönemlerde bu ağırlık hisse senedi yatırımlarına yönelmiştir. Yabancı yatırımcılar yatırımlarının önemli bir kısmını hisse senedine yapmaktadırlar. Türkiye’de yatırım yapan yabancı grupları içerisinde en yüksek portföy değerine sahip grup fonlardır ve bunları tüzel kişiler takip etmektedir.<sup>255</sup>

<sup>252</sup> Saygılı, s. 167.

<sup>253</sup> Müge İşeri ve Zeynep Aktaş, *İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)*, www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc, 3, (1-13) Erişim Tarihi: 15.08.2010.

<sup>254</sup> Saygılı, s. 170.

<sup>255</sup> Gülüzar Kurt Gümüş, *Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği*, İMKB Dergisi, Cilt:11, Sayı:44, 2010, s. 62-63.

Türkiye’de yakın zamanda uygulanmakta olan yüksek reel faiz, düşük kur politikası nedeniyle yabancı yatırımcılar daha çok spekülâtif amaçlı olarak kısa vadeli portföy yatırımlarını artırmış ve ülke ekonomisinde meydana gelen en küçük istikrarsızlık halinde bu yatırımların ekonomiden çıkmasına ve krizler yaşanmasına yol açmıştır.<sup>256</sup>

Tablo 2.12. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırım Tutarları

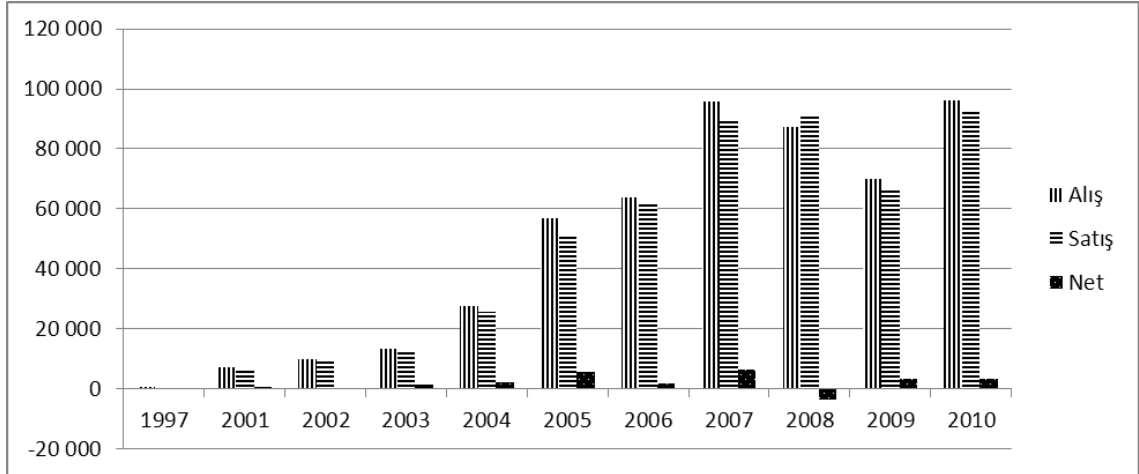
| Yıllar | Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon TL) |        |        |
|--------|---|--------|--------|
|        | Alış                                    | Satış  | Net    |
| 2005   | 56.972                                  | 51.512 | 5.460  |
| 2006   | 63.699                                  | 62.119 | 1.581  |
| 2007   | 95.662                                  | 89.496 | 6.166  |
| 2008   | 87.404                                  | 91.245 | -3.841 |
| 2009   | 69.894                                  | 66.556 | 3.338  |
| 2010   | 96.187                                  | 93.023 | 3.164  |

Kaynak: www.imkb.gov.tr

Tablo 2.12 yabancı yatırımcıların 2005-2010 yıllarında Türkiye’de yapmış oldukları portföy yatırımların tutarlarını ve Şekil 2.8 ise bu yatırımların 1997-2010 arası dağılımını grafik olarak göstermektedir. Türkiye’ye yapılan YPY’lerin sürekli olarak artan bir trendinin olduğu görülmektedir. Bu artış trendi ülkemizde 2008 yılı ekim ayında hissedilen küresel krizin etkisiyle 2008’in son çeyreği ve 2009 yılında tüm dünya piyasalarında olduğu gibi azalış göstermiş olsa da 2010 yılında tekrar yükselişe geçmiş ve 2007 yılındaki seviyesini aşmıştır. Bu artışın takip eden yıllarda da sürmesi beklenmektedir.

Tablo 2.13 Türkiye’deki hisse senedi yatırımında bulunan yatırımcıların türleri (yerli/yabancı), yatırımcı sayıları, portföy toplamları ve yatırımcı tiplerini göstermektedir. Tabloya göre yatırımlar yatırımcı türleri açısından ele alındığında, Şekil 2.9’da verilen yabancı yatırımcı oranları grafiğinden de anlaşılacağı üzere portföy yatırım tutarı olarak en fazla yatırım yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Yabancı yatırımcıların son beş yıla ait yatırımcı oranlarının ortalaması % 67.49’dur. Buna karşılık yerli yatırımcıların oranı ise ortalama % 32 civarındadır. Yatırımcı sayılarını incelediğimizde de yabancı yatırımcıların sayılarının, yerli yatırımcılardan fazla olduğu ve fazla yatırım yapan grubun gerçek kişiler olduğu

<sup>256</sup> Öztekin ve Erataş, s. 9.



Şekil 2.8. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları Dağılımı (Milyon TL)

Kaynak: www.imkb.gov.tr

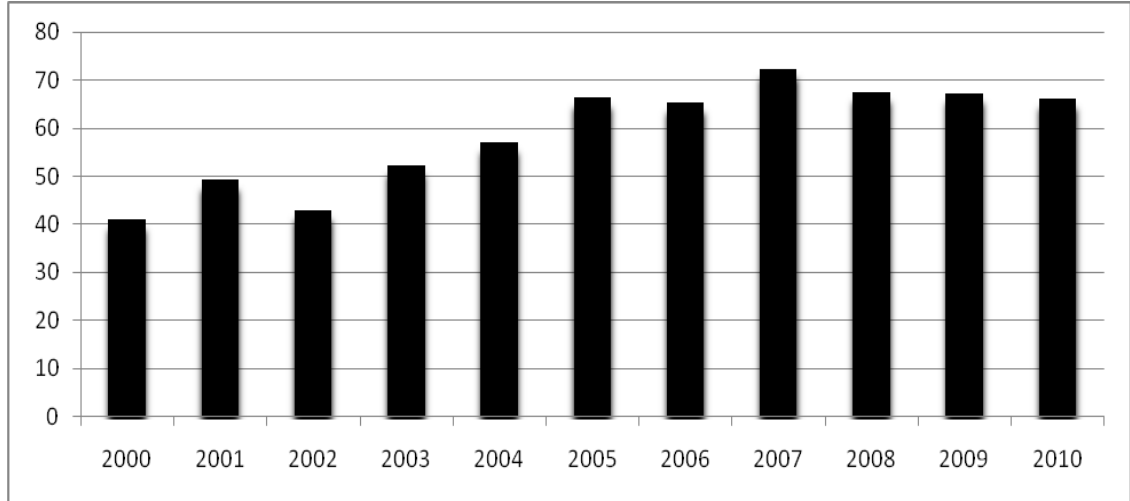
Tablo 2.13. Hisse Senedi-Portföy Dilimlerine Göre Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri

| Yıllar | Yatırımcı Tipi | Yerli            |                             | Yabancı          |                             | Toplam           |                             |
|--------|----------------|------------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|
|        |                | Yatırımcı Sayısı | Portföy Değeri Toplamı (TL) | Yatırımcı Sayısı | Portföy Değeri Toplamı (TL) | Yatırımcı Sayısı | Portföy Değeri Toplamı (TL) |
| 2005   | Fon            | 193              | 876.439.958                 | 877              | 22.307.403.963              | 1.070            | 23.183.843.921              |
|        | Tüzel          | 2.375            | 5.810.872.528               | 1.195            | 23.080.841.533              | 3.570            | 28.891.714.061              |
|        | Gerçek         | 955.184          | 15.775.062.547              | 3.558            | 180.660.496                 | 958.742          | 15.955.723.042              |
|        | Diğer          | 43.601           | 2.297.973.475               | 10               | 68.395.336                  | 43.611           | 2.366.368.811               |
|        | <b>Toplam</b>  | <b>1.001.353</b> | <b>24.760.348.508</b>       | <b>5.630</b>     | <b>45.568.905.992</b>       | <b>1.006.983</b> | <b>70.329.254.500</b>       |
| 2006   | Fon            | 208              | 801.038.887                 | 1.061            | 20.608.234.720              | 1.269            | 21.409.273.607              |
|        | Tüzel          | 2.713            | 7.926.639.442               | 1.358            | 28.112.272.741              | 4.071            | 36.038.912.183              |
|        | Gerçek         | 1.011.968        | 15.731.036.599              | 3.844            | 186.710.210                 | 1.015.812        | 15.917.746.809              |
|        | Diğer          | 277              | 1.836.102.575               | 17               | 33.114.205                  | 294              | 1.869.216.780               |
|        | <b>Toplam</b>  | <b>1.015.166</b> | <b>26.294.817.503</b>       | <b>6.280</b>     | <b>48.940.331.876</b>       | <b>1.021.446</b> | <b>75.235.149.379</b>       |
| 2007   | Fon            | 216              | 1.193.410.613               | 1.345            | 36.637.602.333              | 1.561            | 37.831.012.946              |
|        | Tüzel          | 2.223            | 10.246.005.170              | 1.350            | 44.770.580.598              | 3.573            | 55.016.585.767              |
|        | Gerçek         | 931.433          | 17.482.217.774              | 3.984            | 234.344.366                 | 935.417          | 17.716.562.140              |
|        | Diğer          | 934.070          | 31.323.812.652              | 6.696            | 81.677.644.655              | 940.766          | 113.001.457.307             |
|        | <b>Toplam</b>  | <b>1.867.942</b> | <b>60.245.446.208</b>       | <b>13.375</b>    | <b>163.320.171.952</b>      | <b>1.881.317</b> | <b>223.565.618.160</b>      |
| 2008   | Fon            | 222              | 865.411.461                 | 1.649            | 28.416.832.209              | 1.871            | 29.282.243.670              |
|        | Tüzel          | 2.458            | 6.921.968.897               | 734              | 13.034.292.178              | 3.192            | 19.956.261.074              |
|        | Gerçek         | 980.337          | 10.788.840.791              | 4.181            | 132.799.771                 | 984.518          | 10.921.640.561              |
|        | Diğer          | 213              | 1.324.329.694               | 22               | 9.897.254                   | 235              | 1.334.226.947               |
|        | <b>Toplam</b>  | <b>983.230</b>   | <b>19.900.550.842</b>       | <b>6.586</b>     | <b>41.593.821.411</b>       | <b>989.816</b>   | <b>61.494.372.253</b>       |
| 2009   | Fon            | 223              | 1.717.150.626               | 2.053            | 59.576.148.221              | 2.276            | 61.293.298.846              |
|        | Tüzel          | 2.392            | 11.469.681.657              | 856              | 23.667.259.473              | 3.248            | 35.136.941.130              |
|        | Gerçek         | 990.388          | 24.504.644.426              | 4.094            | 440.567.541                 | 994.482          | 24.945.211.967              |
|        | Diğer          | 213              | 2.640.818.833               | 5                | 12.387.345                  | 218              | 2.653.206.178               |
|        | <b>Toplam</b>  | <b>993.253</b>   | <b>40.591.395.568</b>       | <b>7.008</b>     | <b>83.696.362.580</b>       | <b>1.000.261</b> | <b>124.287.758.147</b>      |

Kaynak: www.spk.gov.tr



fakat bu kişilerin portföy değerinin düşük olduğu gözlemlenmiştir. Portföy değeri açısından yatırımı en yüksek olan yatırımcı tipi 2005 ve 2006 yıllarına kadar tüzel kişilerken, takip eden son üç yılda fon yatırımcılarının olduğu tespit edilmiştir.



**Şekil 2.9.** Türkiye’de Yabancı Yatırımcı Oranları

Kaynak: www.spk.gov.tr

YPY’lerin 2008-2010 yıllarına ait Türkiye’deki yatırım tercihlerini gösteren Tablo 2.14’de yapılan yatırımların ağırlıklı olarak hisse senetlerine yapıldığı 2008 yılında hisse senetlerinin toplam yatırımlar içindeki payı % 46 iken takip eden iki yılda yaklaşık % 64.25 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım tutarı bakımından hisse senedini takip eden yatırımlar ise Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS), Mevduat ve Eurobond olmuştur. Bu yatırımların 2010 yılı yatırımlar içindeki payları ise DİBS % 28.3, Mevduat % 7.7 ve Eurobond % 1 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 2.14.** Yabancı Portföy Yatırım Tercihleri (Milyon TL)

| Yatırım Tercihi | 2008          | 2009           | 2010           |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|
| Hisse Senedi    | 35.417        | 82.631         | 109.083        |
| DİBS            | 30.221        | 30.765         | 48.905         |
| Eurobond        | 927           | 1.227          | 1.705          |
| Mevduat         | 9.972         | 11.574         | 13.280         |
| <b>Toplam</b>   | <b>76.537</b> | <b>126.197</b> | <b>172.974</b> |

Kaynak: www.tspakb.org.tr

Tablo 2.15 Türkiye’de yabancı yatırımcıların en fazla alım yaptığı 25 hisse senedi göstermektedir. Tabloya göre yabancı yatırımcıların en fazla tercih ettiği beş

**Tablo 2.15.** Türkiye’de Yabancı Yatırımcılar Tarafından En Fazla Tercih Edilen 25 Hisse Senedi (Milyon TL)

| 2005  |                | 2006  |                | 2007  |                | 2008  |                | 2009  |                |
|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|
| Hisse | Portföy Değeri | Hisse | Portföy Değeri | Hisse | Portföy Değeri | Hisse | Portföy Değeri | Hisse | Portföy Değeri |
| Garan | 921            | Finbn | 3.012          | Garan | 10.270         | Finbn | 2.962          | Finbn | 4.439          |
| Finbn | 378            | Tcell | 3.372          | Tcell | 7.483          | Tcell | 6.060          | Tcell | 7.334          |
| Akbnk | 445            | Garan | 4.160          | Finbn | 3.161          | Eregl | 1.801          | Garan | 13.728         |
| Tcell | 271            | İsctr | 4.045          | Eregl | 3.486          | Garan | 5.451          | Eregl | 2.581          |
| İsctr | 454            | Akbnk | 3.933          | İsctr | 4.554          | Deniz | 733            | Deniz | 1.290          |
| Vakbn | 293            | Eregl | 1.506          | Halkb | 3.667          | Ttkom | 1.269          | Bshev | 765            |
| Sahol | 238            | Deniz | 1.090          | Akbnk | 7.096          | Kipa  | 433            | Kipa  | 723            |
| Forts | 113            | Tuprs | 2.459          | Tuprs | 3.671          | İsctr | 2.371          | Akbnk | 7.121          |
| Dohol | 154            | Sahol | 1.934          | Vakbn | 2.424          | Akbnk | 3.472          | Ttkom | 1.824          |
| Ykbnk | 214            | Kipa  | 965            | Deniz | 1.053          | Deva  | 265            | İsctr | 4.448          |
| Eregl | 126            | Vakbn | 1.922          | Skbnk | 1.111          | Bshev | 192            | Vestl | 569            |
| Dyhol | 159            | Migrs | 1.358          | Ykbnk | 1.820          | Bimas | 873            | Halkb | 3.550          |
| Hurgz | 154            | Forts | 638            | Sahol | 2.170          | Ykbnk | 1.213          | Skbnk | 535            |
| Kchol | 127            | Aefes | 1.567          | Aefes | 1.999          | Skbnk | 178            | Deva  | 418            |
| Tuprs | 100            | Dyhol | 938            | Migrs | 1.816          | Akmgı | 158            | Bimas | 2.139          |
| Kords | 45             | Enkai | 924            | Kchol | 1.437          | Tuprs | 1.631          | Vakbn | 2.501          |
| İsgyo | 84             | Dohol | 745            | Deva  | 712            | Halkb | 1.309          | Tuprs | 3.096          |
| Sise  | 82             | Deva  | 404            | Forts | 688            | Sahol | 1.154          | Cment | 663            |
| Arclk | 68             | Ykbnk | 704            | Kipa  | 627            | Aefes | 1.486          | Kchol | 1.610          |
| Migrs | 55             | Kchol | 765            | Dyhol | 909            | Tire  | 213            | Sahol | 2.255          |
| Proto | 41             | Bimas | 747            | Enkai | 1.983          | Ptofs | 139            | Thyao | 1.898          |
| Gsdho | 41             | Arclk | 572            | Asyab | 1.278          | Cment | 181            | Ptofs | 320            |
| Deniz | 74             | Cment | 270            | Bimas | 974            | Comdo | 106            | Ykbnk | 1.946          |
| Ecilc | 39             | Froto | 488            | Froto | 557            | Vakbn | 491            | Aefes | 2.477          |
| Ansgr | 45             | Hurgz | 568            | Arclk | 525            | Ccola | 377            | Asyab | 1.245          |

Kaynak: www.tspakb.org.tr

hisse senedi 2005 yılında Garan, Finbn, Akbnk, Tcell ve İsctr, 2006 yılında Finbn, Tcell, Garan, İsctr ve Akbank, 2007 yılında Garan, Tcell, Finbn, Eregl ve İsctr, 2008 yılında Finbn, Tcell, Eregl, Garan ve Deniz, 2009 yılında ise Finbn, Tcell, Garan, Eregl ve Deniz olmuştur. Tabloda sunulan beş yıl boyunca sürekli tercih edilen hisse senetleri Finbn, Garan, Tcell, Akbnk, Eregl, İsctr, Deniz, Vakbn, Sahol, Ykbnk ve Tuprs’dır. Son dört yılda sürekli tercih edilen hisse senetleri ise Kipa, Deva, Bimas ve Aefes hisseleri olmuştur.

### 2.2.2.8. Yabancı Portföy Yatırımları Literatür Araştırması

Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi piyasası arasındaki yapılmış olan çalışmalar Dünya’da ve Türkiye’de yapılmış olan çalışmalar olmak üzere iki ana başlık altında incelenecektir.

#### 2.2.2.8.1. Dünya’da Yapılmış Olan Çalışmalar

Errunza (1977)<sup>257</sup> 1944-1959 dönemini ve 29 ülkeyi kapsayan çalışmasının sonucunda sadece gelişmiş ülkelerin piyasalarıyla sınırlı olmayan portföy çeşitlendirmesinin kazançlı olduğunu belirtmiştir. Bu tür portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerin uluslararası likidite pozisyonunu olumlu yönde etkilediği ve ülke gelişimleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Portföy yatırımlarını piyasalarına çekmek isteyen ülkelerin sermaye kontrollerini kaldırmalarını, doğru ve zamanında bilgi sağlamalarını ve hisse senedi piyasalarını geliştirmek için uzun süreli çaba harcamaları gerektiği belirtmektedir.

Kreicher (1981)<sup>258</sup> çalışmasında üç Avrupa ülkesi ve ABD’nin uzun dönemli portföy sermaye akışı ve reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu sermaye akışı varlık ve sorumluluk kategorisine göre ayrılarak ve yalnızca İngiltere, Batı Almanya, İtalya ve ABD’nin özel sektör dışındaki uzun dönemli portföy akışları örneklendirilerek üçer aylık olarak incelenmiştir. Sonuç olarak, uluslararası yatırım kararlarının enflasyon, döviz kuru beklentileri ve reel faiz oranına karşı hassas ve duyarlı olduğu hipotezini desteklediği tespit edilmiştir.

Pain (1993)<sup>259</sup> İngiltere’de 1970’den beri artan yabancı portföy yatırımlarının faktörlerini açıklamaya çalışmıştır. Çalışmada yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek bunun yanında özellikle beklenen getiriler ve finansal liberalizasyonun etkilerini belirlemek için ampirik bir analiz yapılmıştır. Finansal liberalizasyonun yabancı portföy yatırımlarında artışa sebep olduğu hipotezini desteklemek için bir değişim kontrol endeksi kullanılmıştır. Sunulan kanıtlar, beklenen nispi getiriler ile birlikte varlık düzeyi ve büyüklüğünün yatırım düzeyinin

<sup>257</sup> Vihang Errunza, “Gains From Portfolio Diversification Into Less Developed Countries’ Securities”, *Journal Of International Business Studies*, Cilt: 8, No:2, 1977, ss. 83-99.

<sup>258</sup> Lawrence L. Kreicher, “International Capital Flows And Real Rates Of Interest”, *The Review Of Economics And Statistics*, Cilt: 63, No:1, 1981, 20-28.

<sup>259</sup> Nigel Pain, “Financial Liberalization and Foreign Portfolio Investment In The United Kingdom”, *Oxford Economic Papers*, New Series, Cilt: 45, No: 1, 1993, ss. 83-102.

belirlenmesinde önemli olduğunu gösteren varlık talepleri ile oluşturulan standart denklem ile tutarlı olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucu uluslararası portföy yatırımları üzerinde finansal liberalizasyon sınırlamalarının önemli bir açıklayıcı rolü olduğunu göstermektedir.

Berennan ve Cao (1997)<sup>260</sup>, nun yaptıkları çalışmada, yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki bilgi farklılığına dayanan uluslararası portföy yatırım akış modeli geliştirmişlerdir. Model uygulamaları, ABD hisse senedi portföy akış verileri kullanılarak test edilmiştir. Yapılan analizler yerel yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre yerel piyasada bilgi avantajı sağladıklarında yüksek getirili yabancı varlıkları satın aldıklarını, getiri düştüğünde ise sattıklarını göstermiştir. Çalışmada elde edilen diğer bulgular ise, asimetrik bilgi hipotezini destekler şekilde uluslararası portföy akışlarının yerel borsa endeksine göre hareket ettiği ve Amerika'nın gelişmekte olan ülkelere portföy yatırım tutarlarının gecikmeli getirilerle ilişkili olduğudur. Bu bulgu, Amerikan yatırımcılarının yabancı piyasalarda bilgi edinme konusunda dezavantajlı olduklarını göstermektedir.

Jaensubhakij (1998)<sup>261</sup> yapmış olduğu doktora çalışmasında 1980-1995 yıllarında gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki büyümeyi açıklayacak faktörleri, özellikle yabancı yatırımların serbestleşmesinin ve enflasyonun azalmasının oynayacağı rolü açıklamaya çalışmıştır. Çalışmanın sonucunda, döviz kuru belirsizliği yabancı yatırımcıların riskini artırarak hisse senedi piyasasının büyümesi için yabancı yatırımların serbestleşmesi faydasını sınırladığı belirterek, enflasyonist koşullar altında nominal döviz kurunu korumanın yabancı yatırımlar için riski artırabileceği tespit edilmiştir.

Freeman ve Bartels (2000)<sup>262</sup> beş Güneydoğu Asya (Bangkok, Jakarta, Kuala Lumpur, Manila ve Singapur) hisse senedi piyasasında aktif olarak faaliyet gösteren büyük yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırım uygulamaları ve algılamalarını gösteren küresel bir anket yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda bu ülke hisse senedi piyasalarına yeteri kadar yabancı portföy yatırımı yapıldığı bunun yanında

<sup>260</sup> Michael J. Brennan ve H.Henry Cao, "International Portfolio Investment Flows", *The Journal Of Finance*, Cilt: 52, No:5, 1997, ss. 1851-1880.

<sup>261</sup> Pichet Jaensubhakij, *Foreign Portfolio Investment, And Inflation In Emerging Stock Markets*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Department Of Economics, Stanford University, 1998.

<sup>262</sup> Nick J. Freeman ve Frank L. Bartels, "Portfolio Investment In Southeast Asia's Stock Markets: A Survey Of Institutional Investors' Current Perceptions And Practices", *Economics And Finance*, No:3, Nisan 2000, ss. 1-46.

bu piyasalarında yabancı kurumsal yatırımcılar ile daha olumlu bir şöhrete sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Demeritte (2000)<sup>263</sup> çalışmasında 1981-1986 döneminde Bahama ve Karayip bölgesindeki ülkeler için yabancı portföy yatırımları ile sermaye piyasalarının gelişimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sermaye piyasasını temsilen Piyasa Değeri / GSYİH, İşlem Hacmi / GSYİH, İşlem Hacmi / Piyasa Değeri ve İşlem Gören Firma Sayısı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, finansal liberalizasyon sonrasında sermaye piyasasına temsil eden değişkenlerde artışlar meydana geldiği ve değişkenler arasındaki ilişkinin arttığı tespit edilmiştir.

Liljeblom ve Loflund (2000)<sup>264</sup> çalışmalarında 1993 yılında yabancı yatırımlar için kısıtlamaların kaldırıldığı Finlandiya borsasında yabancı portföy yatırım akışının belirleyicileri araştırılmıştır. Araştırma süresince, yabancı yatırımcılara ait görece pay hızla büyümüş ve Aralık 1998’de hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin % 53’üne ulaşmıştır. Yabancı mülkiyet derecesine göre şirkete özgü verileri kullanarak yapılan analizler, yabancı yatırım akışının yatırım engellerini temsilen kullanılan, temettü verimi, likidite ve firma büyüklüğü değişkeninin yanında kârlılık ve risk ile ilgili değişkenlerle önemli derecede ilişkili olduğunu göstermiştir. Bunun yanında yapılan diğer analizler yerel ve yabancı yatırımcılar arasında bilgi farklılığı olmadığı ve bunun sonucu olarak portföy performansları arasında sistematik bir fark olmadığını ortaya koymuştur.

Karolyi (2001)<sup>265</sup> tarafından yapılan çalışmada Asya’da yaşanan finansal krizin yabancı yatırımcılar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, Japonya’da toplam yabancı portföy yatırımlarındaki azalışın krizin piyasalar üzerindeki etkisini artırıp artırmadığı ya da pozitif geri bildirim davranışını yansıtıp yansıtmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın verileri Tokyo Borsasının haftalık kurumsal ve bireysel bazda yabancı yatırım rakamlarına dayanmaktadır. Yapılan analizler sonucunda, yabancıların krizden önce ve kriz esnasında pozitif geri bildirim ticareti yaptıklarını, bunun aksine Japon

<sup>263</sup> Kevin Demeritte, *Capital Market Development And Foreign Portfolio Investment In The Bahamas*, The Central Bank Of Bahamas, 2000.

<sup>264</sup> Eva Liljeblom ve Anders Löflund, “Determinants of International Portfolio Investment Flows To a Small Market: Empirical Evidence”, Erişim Tarihi: 18.08.2010, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=264589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=264589), *Working Paper*, 2000, ss. 1-25.

<sup>265</sup> G. Andrew Karolyi, “Did the Asian Financial Crisis Scare Foreign Investors Out of Japan?”, Erişim Tarihi: 15.08.2010, <http://cob.ohio-state.edu/fin/faculty/karolyi/papers/Flows0401.PDF>, 2001, ss.1-48.

bankalarının, finansal kurumların ve yatırım şirketlerinin daha agresif yatırımcılar olduğunu göstermiştir. Çalışma sonucunda yabancı yatırımcıların kriz boyunca piyasanın istikrarını bozduklarına dair hiçbir kanıt elde edilememiştir.

Errunza (2001)<sup>266</sup> çalışmasında yabancı portföy yatırımlarıyla piyasa gelişimi, sermaye piyasalarının entegrasyonu, sermaye maliyeti ve piyasalar arasındaki ilişkinin etkilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi piyasasının gelişimi, sermaye piyasasının entegrasyonu, sermaye maliyeti ve piyasalar arasındaki etkileşimin var olduğunu ortaya koymuştur.

Aggarwal, Klapper ve Wysocki (2002)<sup>267</sup> çalışmalarında ekonomik gelişme düzeyleri yüksek olan ülkelerin daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olma eğiliminde olduğunu ve yabancı sermaye elde etmek için daha fazla yeteneğe sahip olduklarını belirtmişlerdir. Bunun yanında yabancı sermaye durumunun, ülkenin ekonomik kalkınma ve firmaların mali özelliklerinde farklı faktörlere bağlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Sonuç olarak yabancı sermayenin ülkeye etkisi kontrol edildikten sonra, daha iyi muhasebe kalitesi ve kurumsal yönetim ile firmalar daha fazla yabancı sermaye çekeceklerini ortaya koymuşlardır. Bunun yanında yabancı portföy yatırımları için elverişli bir ortam yaratmak için yapılabilecek gerekli işlemlerin hem ülke hem de firma düzeyinde yapılabileceğini ortaya koymuşlardır.

Dahlquist ve Robertsson (2002)<sup>268</sup> çalışmalarında 1993-1998 döneminde yabancı portföy yatırımları ile getiriler arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile incelemiştir. Çalışmanın sonucunda net yabancı portföy alımlarının fiyatlardaki artışla ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca fiyatlardaki artışın etkisi ile firmadaki yabancı sahipliği arasında da güçlü bir ilişki olduğu ve yabancıların firmadaki paylarının artmasıyla fiyat üzerindeki etkilerinin daha güçlü bir şekilde hissedildiği sonucuna da varılmıştır.

Weiss ve Nikitin (2004)<sup>269</sup> yaptıkları çalışmalarında, yabancı portföy yatırımcılarının Çek Cumhuriyeti'ndeki yerel ticari firmaların hisse senetlerinin büyük bir kısmını satın aldıklarında, bu firmaların performanslarındaki geliştirmede ve

<sup>266</sup> Vihang Errunza, "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, And Economic Development", *Review Of International Economics*, Cilt: 9, No:4, 2001, ss. 703-726.

<sup>267</sup> Reena Aggarwal, Leora Klapper ve Peter D. Wysocki, "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors", *Policy Research Working Paper*, No: 3101, 2002, ss. 1-34.

<sup>268</sup> Magnus Dahlquist ve Göran Robertsson, "Direct Foreign Ownership Institutional Investors, And Firm Characteristics", *Journal Of Financial Economics*, Cilt: 59, 2001, ss. 413-440.

<sup>269</sup> Andrew Weiss ve Georgiy A. Nikitin, "Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence From The Czech Republic", *The Berkeley Electronic Press*, Cilt:4, No:1, 2004, ss. 1-51.

yatırımlarında artırmada deneyim kazandıklarını, bunun aksine sahiplik türlerinde ve sahiplik ilişkilerinde performans veya yatırımları üzerindeki bağımsızlık etkilerini kaybettiklerini belirtmişlerdir. Büyük yabancı hissedarların kârlılıklarındaki bu gelişmeler firmaların ücret veya istihdamı azaltmalarından kaynaklanmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca birçok gelişmekte olan piyasada yabancılar tarafından alınabilecek hisse senedi oranını sınırlandıran düzenlemelerin var olduğu ve bu düzenlemelerin firmaların kârlılıklarını ve yatırım oranlarının gelişmesinde önemli engeller olduğu belirtilmiştir.

Knill (2005)<sup>270</sup> çalışmasında küçük firmaların finansal yapıları üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisini açıklamaya çalışmıştır. Çalışmada 53 ülkeden 187.000 üzerinde firmanın yıllık verilerini kullanmıştır. Çalışmada hem sermaye piyasaları hem de banka kredileri vasıtasıyla, firmalara finansal açıklarını kapatmak için yabancı portföy yatırımlarının yardımcı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca mülkiyet haklarıyla ilgili düzenleme ve uygulamaların geliştiği ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının firmaların büyümesini artırdığı ve yabancı portföy yatırımlarına ilişkin sınırlamaların kaldırılmasının küçük firmaların gelecekleri üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Pal (2006)<sup>271</sup> çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının Hindistan'ın ekonomi ve endüstrisi üzerindeki etkisini incelemiştir. Yabancı portföy yatırımlarının temel olarak menkul kıymet piyasaları yolu ile reel ekonomiyi etkilediği, ülkenin ekonomik gelişimi üzerindeki bu etkinin bu yatırımlarla açıklanabileceğini belirtmiştir. Çalışmanın sonucunda yabancı portföy yatırımcılarının girişi bir ülkenin menkul kıymet piyasasını ve genellikle ekonomisini geliştirebileceği söylenirken Hindistan da böyle bir etkinin olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yanında bu ülkenin menkul kıymet piyasası hakkında artan bir belirsizlik ve şüphecilik oluşmuştur. Diğer taraftan Hindistan ekonomisindeki yabancı portföy yatırımlarının dalgalanması politika yapıcılar ve makroekonomik yöneticiler için bazı ciddi problemler ortaya çıkardığı sonucuna da varılmıştır.

<sup>270</sup> April M. Knill, "Can Foreign Portfolio Investment Bridge The Small Firm Financing Gap Around The World?", *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 3796, ss. 1-48.

<sup>271</sup> Parthapratim Pal, "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study Of India", *Draft Paper Submitted For The Annual Conference On Development And Change Mission: Promoting Development In A Globalized World*, Sao Paulo, Brazil, November 18-20- 2006, ss. 1-24.

Lay ve Wickramanayake (2007)<sup>272</sup> çalışmalarında 1972-1999 döneminde Singapur'daki faiz oranları ve döviz kurlarından oluşan ekonomik değişkenlerin yabancı portföy yatırımlarının düzeyi üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarında tüm ekonomik değişkenler ile yabancı portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Bunu yanında Singapur'un Gayri Safi Yurtiçi Hasılası ve menkul kıymet piyasası değerinin, yabancı portföy yatırımları ile pozitif bir ilişkiye, ABD faiz oranı ile negatif bir ilişkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Yerel ve yabancı faktörlerin Singapur'da yabancı portföy yatırımlarının akışını belirlemede eşit öneme sahip olduğu sonucuna da varılmıştır.

Hearn ve Piesse (2010)<sup>273</sup> çalışmalarında, çoğu gelişmekte olan ekonomide, hisse senedi piyasaları yatırım fonlarının önemli bir kaynağı olarak görülmekte olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca çoğu ülkede hem yabancı portföy yatırımlarının hem de yabancı doğrudan yatırımların kolaylaşmasının sonucunda bu piyasaların geliştiğinin görüldüğü ifade edilmektedir. Çalışmalarında Afrika'nın dört büyük piyasası olan, Güney Afrika, Kenya, Mısır ve Morokko piyasalarındaki hisse senetlerinin maliyetleri tahmin edilmiştir. Analizde Üç Faktörlü Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli kullanılmıştır. Sonuç olarak, piyasanın büyüklüğü ve likiditesi, hisse senetlerinin değerinin ve maliyetinin tahmininde önemli bir faktör olmasına rağmen, piyasa büyüklüğünün likiditeden daha önemli olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında, Morokko ve Mısır daha yüksek hisse senedi maliyetlerine sahipken, en düşük maliyetli hisse senedi iki büyük uluslararası piyasa olan Londra ve Johannesburg piyasalarında olduğu belirtilmiştir.

Suzuki ve Tanimoto (2010)<sup>274</sup> çalışmalarında, son yıllarda yabancı doğrudan ve yabancı portföy yatırımlarındaki artışın ve sosyal sorumluluğunun firmalarca kabullenmesindeki büyüyen ilginin Japon iş dünyasındaki en önemli iki konu olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarında Japon firmalarının sosyal sorumluluk kavramını kabullenmelerinin yabancı yatırımlarla ilişkilendirilip ilişkilendirilemeyeceğini

<sup>272</sup> Lucia Lay ve Jayasinghe Wickramanayake, "Role Of Inward Foreign Portfolio Investment In Transition Of Singapore To A High Income Economy: First 25 Years", *The Icfai Journal Of International Business*, Cilt: II, No:4, 2007, ss. 1-18.

<sup>273</sup> Bruce Hearn ve Jenifer Piesse, "Market liquidity and stock size premia in emerging financial markets: The implications for foreign investment", *International Business Review*, Cilt: 19, Sayı:5, 2010, ss. 489-501.

<sup>274</sup> Kenji Suzuki ve Kenji Tanimoto, "Does Foreign Investment Matter? Effects Of Foreign Investment On The Institutionalisation Of Corporate Social Responsibility By Japanese Firms", *Asian Business & Management*, Cilt:9, Sayı:3, 2010, ss. 379-400.



araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, uluslararası firmalarla ilişkilerin derecesi, firma büyüklüğü ve belirli firma gruplarına üyeliğin sosyal sorumluluk kavramını firmaya yerleştirme ile pozitif olarak ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

#### 2.2.2.8.2. Türkiye’de Yapılmış Olan Çalışmalar

İMKB (1994)<sup>275</sup> tarafından yapılan çalışmada yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler incelenmiştir. 1989-1994 dönemini kapsayan çalışmanın sonucunda, ülke riski Türkiye’ye yönelik yabancı yatırım kararlarını etkilemektedir. Bunun yanında net portföy yatırımlarının hisse senedi alımları, gecelik faiz oranları ve İMKB endeksi ile açıklanabildiği tespit edilmiştir.

Yüce (1997)<sup>276</sup> çalışmasında 32 sayılı karar ile 11 Ağustos 1989 tarihinden geçerli olmak üzere yabancı yatırımcıların İMKB’ye kote olan hisse senetlerine yatırım yapmasını ve aynı zamanda Türk yatırımcılarının yurt dışında borsalarda yatırım yapmalarını kısıtlayan kararların ortadan kaldırılmasının hisse senetlerinin dağılım özelliklerini etkileyip etkilemediklerini incelemiştir. Çalışmada sürekli alım satımı yapılan 56 firmanın 1 Ocak 1988-31 Temmuz 1992 dönemini kapsayan hisse senedi fiyatlarının doğal logaritmalarına ait veriler kullanılmıştır. Sonuç olarak hisse senedi fiyat değişim ortalamalarının karar öncesi ve sonrasında anlamlı bir değişikliğe uğramadığı fakat hisse senetlerinin büyük bir çoğunluğunda varyansların anlamlı bir değişikliğe uğradığı tespit edilmiştir.

Baçoğlu (2000)<sup>277</sup> yapmış olduğu teorik çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımlarının oluşturduğu makro ekonomik dengesizlikleri incelemiştir. Çalışmada sonuç olarak, Uluslararası portföy yatırımlarının ulusal faiz ve döviz kuru üzerinde etkilerinin kalıcı bir makro ekonomik istikrarın sağlanmadığı ve fiyat mekanizmasının iyi işlemediği ekonomilerde büyüme, üretim ve istihdama yönelik iktisat politikalarını sınırladığı bunun yanında istikrarlı bir makro ekonomik ortam ve kalıcı bir iktisadi büyüme gerek doğrudan gerekse portföy yatırımlarının uzun vadeli olarak ulusal ekonomiye gelmesi için gerekli olduğu ortaya konmuştur. Ayrıca Ulusal

<sup>275</sup> İMKB, Araştırma Müdürlüğü, *Uluslararası Sermaye hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul 1994.

<sup>276</sup> Ayşe Yüce, “Türkiye’de Libarilizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, Cilt:1, No:4, 1997, 1-13.

<sup>277</sup> Ufuk Baçoğlu, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4, 2000, 88-99.

ekonomilerin kontrolsüz bir finansal serbestleşmeye gitmeden önce mutlaka makro ekonomik istikrarı ve kalıcı büyümeyi gerçekleştirmeleri gerektiğini belirtmektedir.

Balkan, Biçer ve Yeldan (2002)<sup>278</sup>'in yaptığı çalışmada, 1989 yılında sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin ardından kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin belirleyicileri araştırılmıştır. Çalışmada yalnızca yerli ve yabancı yatırımcıların portföy yatırımları araştırılmış ve 1992–2002 yılları arasında sermaye girişlerinin davranışını en iyi açıklayan makro ekonomik değişkenlerin (döviz kuru, reel faiz oranı ve reel ücretler gibi) belirlenmesinde zaman serisi analizinden faydalanılmıştır. Analiz sonucunda, finansal sermaye girişlerinin sanayi üretim endeksi ile negatif, paranın reel değer kazancı, dışa açıklık, borsa endeksi ve sermaye girişlerinin bir aylık gecikmeli değerleri ile pozitif ve anlamlı ilişkilerinin olduğu tespit edilmiştir.

Kula (2003)<sup>279</sup> çalışmasında dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile finansal yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye ekonomisindeki kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerindeki etkileri analiz etmiştir. Ayrıca Türkiye ile benzer ülkeler arasında karşılaştırmalara da yer vermiştir. Basit korelasyon analizine dayanan çalışmada, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal sermaye hareketlerine oranla ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde daha olumlu etkiler yaptığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca portföy yatırımlarının sermaye birikimi ve ekonomik büyümeye arasında negatif korelasyon eğilimi tespit edilmiştir.

Darat ve Benkato (2003)<sup>280</sup> 1986-2000 dönemini kapsayan çalışmalarında Türkiye'nin liberalleşmesinden sonra İMKB'nin gelişmiş piyasalara entegre olup olmadığını ve ne derecede entegre olduğunu ve İMKB'nin diğer piyasalarla getiri ve oynaklık ilişkileri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda İMKB'nin diğer piyasalarla entegre olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca İMKB'nin gelişmiş piyasalara göre daha oynak olmakla birlikte oynaklığının diğer piyasalarla bağlantılı olduğu ilerleyen dönemlerde azaldığı tespit edilmiştir.

<sup>278</sup> Erol Balkan, Gül Biçer ve Erinç Yeldan, "Patterns Of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy". *Working Paper presented at the International METU Conference on Economics VI*, September 2002, Ankara, Turkey.

<sup>279</sup> Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:4, Sayı:2, 2003, 141-155.

<sup>280</sup> Ali F. Darrat ve M. Omar, "Interdependence And Volatility Spillovers Under Market Liberalization: The Case Of Istanbul Stock Exchange", *Journal Of Business Finance And Accounting*, Cilt:30, No:7-8, 2003, 1089-1114.

Albeni ve Demir (2005)<sup>281</sup> yapmış oldukları çalışmalarında hisse senedi fiyatlarını etkilediği düşünülen makro ekonomik değişkenlerin İMKB’de işlem gören mali sektör hisse senetlerine yönelik etkilerini test etmek amacıyla 1991-2000 dönemine ait zaman serisi verileri ile regresyon analizi yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda mali sektör hisse senedi fiyatlarını etkileyen makro ekonomik faktörlerin mevduat faiz oranları, cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatırımları ve Alman Markı’nın olduğu tespit edilmiştir.

Somuncu ve Karan (2005)<sup>282</sup> çalışmalarında, menkul kıymet ticareti yoğunluğu (invensivity of trading), olumlu geri bildirim işlemi (positive feedback trading) ve toplu olarak hareket etme (herding) olmak üzere yabancı portföy yatırımcılarının sıklıkla yararlandıkları varsayılan üç temel yatırım davranışlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda geçerli olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmada 2001-2004 dönemine ait İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adına işlem yapan aracı kurumların ay sonu hisse senedi takas bakiyeleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre daha yoğun hisse senedi işlemi yaptıkları, yabancı yatırımcıların tüm dönem itibarıyla olumsuz geri bildirim ticareti yaparken, yerli yatırımcıların tüm dönem için olumlu geri bildirim ticareti yaptıkları ve son olarak yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara nazaran daha fazla sürü etkisi yarattıklarını tespit etmişlerdir.

Çetenak (2006)<sup>283</sup> çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirisi üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmada Ocak 1997- Şubat 2005 dönemine ait İMKB endeksi, sanayi üretim endeksi ve yabancı saklama oranlarına ait aylık veriler kullanılarak bir VAR modeli oluşturulmuştur. Sonuç olarak, İMKB’de gerçekleşen yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirisi üzerinde bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

<sup>281</sup> Mesut Albeni ve Yusuf Demir, “Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Sayı: 14, 2005, 1-18.

<sup>282</sup> Kartal Somuncu ve Mehmet Baha Karan, “Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Etkileri”, *9. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Kapadokya, 2005.

<sup>283</sup> Emin Hüseyin Çetenak, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans tezi), Çukurova Üniversitesi sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Adana 2006.

Demir (2007)<sup>284</sup> çalışmasında uluslararası doğrudan ve uluslararası portföy yatırımlarından oluşan uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye’de ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada 1996:2-2005:9 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılarak zaman serileri ile analiz yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, hem uluslararası doğrudan yatırımlarının hem de uluslararası portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Aydın (2008)<sup>285</sup> portföy yatırımcılarının uluslararası çeşitlendirme yapmaları beklenirken birçok yatırımcının portföy ağırlığını yerel varlıklardan tercih ettiğini belirtmiştir. Yerel tercihin ağırlı olarak tercih edilmesi literatürde “equity home bias” olarak ifade edilmektedir. Türkçe karşılığı “portföy yatırımlarında yerel sapma” olarak incelenmektedir. Çalışmada, Türkiye’de yerleşik yatırımcıların portföy yatırımlarında yerel sapma varlığını, gerçekleşen yabancı varlık yatırım oranları ile finans teorisinin önerdiği optimal oranların karşılaştırılması yapılmıştır. Bu amaçla Türkiye’de yerleşik yatırımcıların 2001-2007 döneminde gerçekleştirdikleri portföy yatırımlarında yerel sapma Markowitz Ortalama-Varyans Modeli ile Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli kullanılarak incelenmiştir. Sonuç olarak Türkiye’de yerleşik yatırımcıların portföy yatırımlarında yüksek düzeyde yerel sapma tespit edilmiştir. Türkiye’de yerleşik yatırımcılar uluslararası portföy yatırımlarının potansiyel faydalarına rağmen, portföylerinde yabancı varlık bulundurmamayı tercih etmemektedirler.

Kandır (2008)<sup>286</sup> yabancı yatırımcıların Türkiye’deki yatırım tercihlerini belirlenmesi amacıyla yapmış olduğu çalışmasında, İstanbul Sanayi Odası tarafından hazırlanan Türkiye’nin en büyük ve ikinci büyük 500 şirketine ilişkin 2000-2004 yıllarını kapsayan verileri kullanarak portföy ve çapraz kesit regresyon analizlerini kullanmıştır. Firma bazında yapılan çalışmanın sonuçlarına göre şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirleri, yabancı yatırımcıların Türkiye’deki yatırım kararlarını büyük ölçüde etkilemekte olduğu diğer bir ifadeyle firmalarda büyüklük, dışa açıklık ve finansal performans ölçütlerine önem verdikleri tespit edilmiştir.

<sup>284</sup> Yusuf Demir, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Cilt:12, Sayı:1, 2007, ss.152-161.

<sup>285</sup> Özlem Aydın, *Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma ve Türkiye’de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008.

<sup>286</sup> Serkan Yılmaz Kandır, “Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:38, 2008, ss.199-210.

Öztekin ve Erataş (2009)<sup>287</sup> çalışmalarında, Türkiye’deki portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu ilişkiyi ortaya koymak amacıyla 1990-2008 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak bir model oluşturmuşlardır. Çalışmanın sonucunda uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünleşmenin yani faiz oranları arasındaki fark arttığında, Türkiye’ye gelen portföy yatırımlarının arttığı ortaya konmuştur. Ayrıca model sonuçlarına göre net portföy yatırımları ile reel faiz oranları farkı arasındaki kısa dönemli dengesizlik uzun dönemde dalgalanarak giderilmekte olduğu belirlenmiştir. Yapılan inceleme, Türkiye’de reel faiz oranlarının, net portföy yatırımları üzerindeki önemli etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

İşeri ve Aktaş (2010)<sup>288</sup>, çalışmalarında İMKB’de portföy yatırımı olarak gerçekleştirilmiş olan sermaye hareketlerinin borsa endeksi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. İncelemede 1997-2004 dönemi içinde İMKB’de portföy yatırımı şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin borsa endeksi üzerindeki etkisi aylık ve yıllık bazda analiz edilmiştir. Yapılan inceleme sonucunda ilgili dönemde borsada düşüş yaşanırken yabancı yatırımcıların alım yaptıkları, borsa yükselişte iken zirvelere yaklaşıldıkça yabancıların satış yaptıkları tespit edilmiştir.

Kurt-Gümüş (2010)<sup>289</sup>, çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının İMKB üzerindeki etkisini incelemiştir. 1997-2007 dönemine ait verileri ile İMKB 100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve piyasa değeri göstergeleri yabancı portföy alış ve satış tutarları ile karşılaştırılmıştır. Analizde eşbütünleşme ve nedensellik testi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yabancı yatırımcıların alışları ve satışları ile İMKB 100 endeksi, işlem hacmi ve piyasa değeri arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu ve yabancı yatırımcılarının alışlarının endeksi pozitif, satışlarının ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

<sup>287</sup> Didem Öztekin ve Filiz Erataş, “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması”, *Paper Presented at EconAnadolu 2009:Anadolu International Conferance in Economics*, June 17-19 2009, Eskişehir, Turkey.

<sup>288</sup> Müge İşeri ve Zeynep Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi), Erişim Tarihi: 15.08.2010, [www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/muge1.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/muge1.doc), ss. 1-13.

<sup>289</sup> Gülüzar Kurt Gümüş, “Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği”, *İMKB Dergisi*, Cilt:11, Sayı:44, 2010, 61-96.

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM:**

### **YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

#### **3.1. ÇALIŞMANIN KONUSU**

Çalışmanın konusu Türkiye’de yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ve menkul kıymetler piyasasına olan etkileridir. Bu çerçevede öncelikli olarak yabancı yatırımcıların Türkiye’de menkul kıymet piyasasından hisse senedi alımı ve satımı yaparken göz önüne aldıkları makro ekonomik değişkenlerin neler olduğu tespit edilecek ve bu alım ve satım işlemlerinin İstanbul Menkul Kıymet Borsası (İMKB)’na etkisi incelenecektir.

#### **3.2. ÇALIŞMANIN AMACI**

Çalışmanın iki temel amacı bulunmaktadır. Bunlardan ilki Türkiye’de yüksek değerlere ulaşan yabancı portföy yatırımcılarının hangi değişkenleri dikkate alarak yerel piyasalarda yatırım yapmakta olduklarını tespit etmek ve ikincisi ise yabancı yatırımcıların İMKB’de yapmış oldukları alış ve satış tutarlarının İMKB üzerindeki etkisini tespit etmektir.

Türkiye’ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımcılarının hangi faktörleri dikkate alarak İMKB’den alış ve satış yaptıklarını belirlemek için, yabancı portföy yatırımcılarının İMKB’den yapmış oldukları alış ve satış tutarları ile literatürde belirtilen faktörlere ve Türkiye ekonomisinin mevcut durumu göz önüne alınarak seçilmiş makro ekonomik değişkenler ve ülkelerin risk derecelendirmelerini yapan International Country Risk Guide (ICRG) tarafından tespit edilmiş finansal, ekonomik ve siyasal risk dereceleri ile regresyon analizi yapılacaktır. Regresyon analizi ile yabancı portföy yatırımcılarının alış ve satış kararlarını belirleyen değişkenler ve bu değişkenlerin alış ve satış kararlarını hangi yönde etkiledikleri tespit edilecektir.

Araştırmanın ikinci amacı ise YPY’nin menkul kıymet piyasasına etkisinin belirlenmesidir. Bu amaçla yabancı portföy yatırımcılarının İMKB’den alış ve satış tutarları ile, İMKB 100, İMKB 50 ve İMKB 30 endeksleri, İMKB’nin piyasa değeri, fiyat/kazanç oranı ve işlem hacmi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen-Juselius eş-bütünleşme testi kullanılarak sınanacaktır. Uzun dönemli

ilişkilerin tespitinden sonra değişkenler arasındaki ilişkinin yönü Granger Nedensellik testi ile belirlenecektir.

Bu amaçlara ulaşmak için yapılacak çalışmalar ve incelemeler şunlardır:

1- Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek için;

- Kullanılacak değişkenler durağanlık testine tabi tutularak, durağanlık dereceleri ve en uygun gecikme uzunlukları tespit edilecektir,
- Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek amacıyla alış ve satış tutarları için iki ayrı regresyon modeli oluşturulacaktır,
- Oluşturulan modellerde yer alan değişkenlerin doğrusal regresyon modelindeki temel varsayımlarının sınamaları yapılacaktır,
- Modeller tahmin edilerek yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri alış ve satış kararları için ayrı ayrı belirlenerek, değişkenlerinin işareti ve büyüklükleri tespit edilecektir.

2- Yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasına etkisinin tespiti için;

- Yabancı portföy yatırımlarından kaynaklanan alış ve satış tutarlarının İMKB'yle uzun dönemli etkisini ölçmek amacıyla İMKB'yi temsilen seçilmiş olan değişkenlerle ikili regresyon analizi yapılarak ilişkilerin varlığı ve işareti tespit edilecektir.
- Alış ve satış değişkenleri ile diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin araştırılması için ikili eşbütünleşme analizi yapılacaktır.
- Aynı değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü tespit etmek amacıyla Granger Nedensellik testi uygulanacaktır.

### 3.3. VERİ SETİ

YPY'nin belirleyicilerinin tesbiti amacıyla İMKB'den hisse senedi alış ve satışı yapan yabancı yatırımcıların aylık alım satım değerleri ayrı ayrı bağımlı değişkenler olarak ele alınacaktır. Bağımsız değişkenler olarak bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değerleri, Dış Ticaret Dengesi, ABD Doları Faizi, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, ABD \$ Kuru, Döviz Rezervi, Ödemeler Dengesi, Tüketici Fiyat Endeksi, Ticari Açık [(ihracat + ithalat) \* 100 / GSMH]<sup>290</sup>, Finansal Açık [(Net uluslararası sermaye girişi + Net

<sup>290</sup> Sevda Yapraklı, "Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama, *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik-Dergisi*, Sayı:5, 2007, s. 74.

uluslararası sermaye çıkışı) \* 100 / GSYİH]<sup>291</sup>, İMKB 100 Endeksi, Türkiye'nin Ekonomik Riski, Finansal Riski ve Politik Riski aylık verileri kullanılacaktır. Regresyon analizine tabi tutulacak verilerden yabancı yatırımcıların alış ve satış değerleri, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Döviz Rezervi ve Ödemeler Dengesi değişkenleri tutar olarak, diğer değişkenler oran ve endeks olarak elde edilmiştir. Değişkenlerin aynı türden analize dahil edilmesi ve daha güvenilir sonuçlar elde edilmesi açısından tutar cinsinden değişkenlerin (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Döviz Rezervi ve Ödemeler Dengesi) doğal logaritmaları alınmıştır.

YPY'nin İMKB'ye etkisini ölçmek amacıyla İMKB'den hisse senedi alış ve satışı yapan yabancı yatırımcıların aylık alım satım değerleri İMKB 30 Endeksi, İMKB 50 Endeksi, İMKB 100 Endeksi, İMKB Piyasa Değeri ve İMKB Fiyat/Kazanç Oranı değişkenleri kullanılacaktır. Çalışmada kullanılacak veriler ve verilerin elde edildiği kaynaklar Tablo 3.1'de sunulmuştur.

Çalışmanın dönemi 1998:01-2010:12 olarak belirlenmiştir. YPY'ye ait veriler İMKB resmi web sayfasında 1997:01 tarihi itibari ile sunulmakta olmasına rağmen, GSYİH verileri T. C. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nde aylık veri olarak 1998:01 döneminden itibaren sunulduğu için çalışma dönemi bu tarih itibariyle başlatılmıştır. Ayrıca YPY'nin İMKB'ye etkisi ölçülürken İMKB 50 endeksi verileri 2000:01 tarihinden itibaren elde edildiği için İMKB 50 değişkenine ait analizler 2000:01-2010:12 dönemi ele alınarak yapılmıştır. Analizlerde kullanılacak veriler zaman serisinden oluşmaktadır ve analizler için Eviews 7 ekonometrik analiz paket programı kullanılacaktır.

### 3.4. YÖNTEM

Çalışmanın amacı YPY'nin belirleyicilerini tespit etmek ve YPY'nin menkul kıymetler piyasasına etkisini belirlemektir. Her iki amaç ayrı başlıklar altında ele alınacaktır.

<sup>291</sup> Turhan Korkmaz, E.İsmail Çevik ve Elif Birkan, "Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", *Journal of Yasar University*, Sayı: 17 (5), 2010, s. 2826.



**Tablo 3.1. Değişkenler Listesi**

| Değişkenlerin Kısaltması | Değişkenlerin Adları                    | Verilerin Elde Edildiği Kaynak | Birimi |
|--------------------------|---|--------------------------------|--------|
| LOGALIŞ                  | YPY alış tutarlarının doğal logaritması | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | TL     |
| LOGSATIŞ                 | YPY satış tutarlarının doğal log.       | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | TL     |
| ALİS                     | YPY alış tutarlarının büyüme oranı      | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | %      |
| SATİS                    | YPY satış tutarlarının büyüme oranı     | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | %      |
| DTD                      | Dış ticaret dengesi endeksi             | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| FAİZ                     | ABD \$ faizi                            | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| LOGGSYİH                 | GSYİH tutarlarının doğal logaritması    | www.mb.gov.tr (EVDS)           | TL     |
| KUR                      | ABD \$ kuru                             | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| LOGREZERV                | MB döviz rezervi doğal logaritması      | www.mb.gov.tr (EVDS)           | TL     |
| LOGÖDENG                 | Ödemeler dengesi tutarının doğal log.   | www.mb.gov.tr (EVDS)           | TL     |
| TUFE                     | Tüketici fiyat endeksi                  | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| TİCAÇIK                  | Ticari Açıklık                          | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| FİNAÇIK                  | Finansal Açıklık                        | www.mb.gov.tr (EVDS)           | %      |
| İMKB100                  | İMKB 100 endeksi büyüme oranı           | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | %      |
| İMKB50                   | İMKB 50 endeksi büyüme oranı            | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | %      |
| İMKB30                   | İMKB 30 endeksi büyüme oranı            | www.imkb.gov.tr (Veriler)      | %      |
| PİYASA                   | İMKB PİYASA değeri büyüme oranı         | www.imkb.gov.tr (Aylık Bülten) | %      |
| F/K                      | İMKB Fiyat / Kazanç oranı               | www.imkb.gov.tr (Aylık Bülten) | %      |
| E                        | Türkiye'nin ekonomik riski              | www.prsgroup.com/ICRG.aspx     |        |
| F                        | Türkiye'nin finansal riski              | www.prsgroup.com/ICRG.aspx     |        |
| P                        | Türkiye'nin politik riski               | www.prsgroup.com/ICRG.aspx     |        |

### 3.4.1. YPY'nin Belirleyicileri

Türkiye'ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımcılarının, İMKB'den hisse senedi alış ve satış kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğunu belirlemek amacıyla, LOGALIŞ ve LOGSATIŞ değerleri ayrı ayrı bağımlı değişken olarak ve bağımlı değişkenin bir gecikmeli değeri ve Türkiye ekonomisine ait DTD, FAİZ, LOGGSYİH, KUR, LOGREZERV, LOGÖDENG, TÜFE, TİCAÇIK, FİNAÇIK, İMKB100, E, F ve P değişkenleri bağımsız değişkenleri ile çoklu regresyon analizi yapılacaktır.

#### 3.4.1.1. Modellerin Oluşturulması

Regresyon analizi aralarında sebep-sonuç ilişkisi bulunan iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi belirlemek ve bu ilişkiyi kullanarak o konu ile ilgili tahminler ya da kestirimler yapabilmek için geliştirilmiş istatistiksel bir yöntemdir. Bu

yöntemde iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla matematiksel bir model kurulur ve bu model regresyon modeli olarak adlandırılır.<sup>292</sup>

Regresyon analizi bağımlı veya açıklanan değişken (Y) ile bağımsız veya açıklayıcı değişken (X yada X'ler) arasındaki ilişkiyi tanımlama ve bu ilişkinin derecesini hesaplayan araçlardan biridir. Regresyon analizinin başlıca üç temel amacı vardır. Bunlar:<sup>293</sup>

- Bağımsız değişkenlerin verilen değerleri ile bağımlı değişkenin ortalama değerini tahmin etmek,
- Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığını araştırmak,
- Bağımsız değişkenlerin verilen değerleri ile bağımlı değişkenlerin ortalama değerini öngörmek veya gelecekte alacağı değeri tahmin etmek.

Regresyon analizinde amaç bağımlı ve bağımsız değişkenlerle oluşturulan regresyon fonksiyonunu olabildiğince doğruya yakın tahmin etmektir. Bunu sağlamak için birçok yöntem olmasına rağmen bunlardan en yaygın olarak kullanılanı En Küçük Kareler (EKK) yöntemidir.

Oluşturulacak en basit çoklu regresyon modeli bir bağımlı, iki bağımsız değişkeni olan üç değişkenli regresyon modelidir. Bu model şöyle yazılabilir:<sup>294</sup>

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + u_i \quad (1)$$

Burada,

$Y_i$  : Bağımlı (Açıklanan) değişken,

$X_2$  ve  $X_3$  : Bağımsız (Açıklayıcı) değişkenler,

$\beta_0$  : Sabit terim,

$\beta_1$  ve  $\beta_2$  : Regresyon katsayıları,

$u_i$  : Olasılıklı bozucu (hata) terimidir.

EKK yönteminin temeli toplam sapmaların karelerinin toplamını en küçük yapacak değerlerin bulunması oluşturmaktadır. Hata terimlerinin gözlemlenen  $Y_i$  değerleri ile beklenen  $Y_i$  değerleri arasındaki farklar oluşturmaktadır.

<sup>292</sup> Özlem G. Alma, Özgül Vupa, "Regresyon Analizinde Kullanılan En Küçük Kareler ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemlerinin Karşılaştırılması", *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi (E-Dergi)*, Cilt:3, Sayı:2, 2008, s. 220.

<sup>293</sup> Recep Tarı, *Ekonometri*, Alfa Basım, Yayım Dağıtım, 1999, s. 15.

<sup>294</sup> Damodar N. Gujarati, *Temel Ekonometri*, (Çev. Ümit Şenesen, Gülay G. Şenesen), Literatür Yayıncılık, 1999, s.191-192.

YPY'nin belirleyicilerini tespit etmek amacıyla yabancı portföy yatırımcılarının İMKB'den hisse senedi satın alma ve hisse senedi satma kararlarının belirleyicileri iki ayrı modelde EKK yöntemi ile tahmin edilecektir. Bu modeller aşağıdaki gibi oluşturulacaktır:

$$\text{LOGALIŞ} = \text{LOGALIŞ}(-1) + \text{DTD} + \text{FAİZ} + \text{LOGGSYİH} + \text{KUR} + \text{REZERV} + \text{LOGÖDENG} + \text{TÜFE} + \text{TİCAÇIK} + \text{FİNAÇIK} + \text{İMKB100} + \text{E} + \text{F} + \text{P} \quad (2)$$

$$\text{LOGSATIŞ} = \text{LOGSATIŞ}(-1) + \text{DTD} + \text{FAİZ} + \text{LOGGSYİH} + \text{KUR} + \text{REZERV} + \text{LOGÖDENG} + \text{TÜFE} + \text{TİCAÇIK} + \text{FİNAÇIK} + \text{İMKB100} + \text{E} + \text{F} + \text{P} \quad (3)$$

Bir zaman serisinin uzun dönem içerisinde gösterdiği ana eğilime trend (uzun devre eğilimi) adı verilmektedir. Regresyon analizinde değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için analizi yapılan serilerin güçlü bir trend taşımaması gerekir. Zaman serilerinde zamandan etkilenmeyen, ortalaması, varyansı ve kovaryansı sabit olan serilere zayıf durağan seriler adı verilir ve durağanlık ile arasında bir fark bulunmamaktadır.<sup>295</sup>

Zaman serisi verileriyle çalışılırken serilerin durağan olmaması kuvvetle muhtemeldir. Durağan olmayan verilerle oluşturulan modellerde ise sahte regresyon ile karşılaşma olasılığı büyüktür. Dolayısıyla, tahmin sonuçlarının da sahte bir ilişkiyi yansıtması söz konusu olabilmektedir. Bu nedenle, analizlerde öncelikle değişkenlerin durağan olup olmadıklarının araştırılması gerekmektedir. Serilerin seviye değerlerinde durağan olmadığı belirlenmesi durumunda, farkları alınarak durağan hale getirilirler. Böylece, sahte regresyon problemi giderilerek, daha sağlıklı sonuçlara ulaşmak mümkün olmaktadır.<sup>296</sup>

<sup>295</sup> Nevin Uzgören, Ergin Uzgören, "Zaman Serilerinde Sahte Regresyon Sorunu ve Reel Kamu Harcamalarına yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması", *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, Sayı:5, Ocak 2005, s. 2-3.

<sup>296</sup> Ali Özer, Abdulkadir Kaya ve Nevin Özer, "Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1, 2011, s. 170.

**Tablo 3.2.** ADF Birim Kök Test Sınaması Sonuçları

| Değişkenler            | Seviye Değeri           |                         | 1. Fark Değeri          |                          |
|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
|                        | Sabitli                 | Sabitli ve Trendli      | Sabitli                 | Sabitli ve Trendli       |
| LOGALIŞ                | -1,64 (2)               | -3,43 (1) <sup>c</sup>  |                         |                          |
| LOGSATIŞ               | -1,70 (2)               | -4,34 (0) <sup>a</sup>  |                         |                          |
| DTD                    | -3,09 (1)               | -3,10 (1)               | -17,47 (0) <sup>a</sup> | -17,45 (0) <sup>a</sup>  |
| FAİZ                   | -2,11 (4)               | -2,23 (4)               | -5,51 (3)               | -5,49 (3) <sup>a</sup>   |
| LOGGSYİH               | -2,92 (12) <sup>b</sup> | -2,64 (12)              | -1,31 (11)              | -2,05 (11)               |
| LOGGSYİH *             |                         |                         | -18,47(10) <sup>a</sup> | -18,42 (10) <sup>a</sup> |
| KUR                    | -2,10 (2)               | -1,67 (2)               | -8,52 (1) <sup>a</sup>  | -8,63 (1) <sup>a</sup>   |
| REZERV                 | -3,01 (0) <sup>b</sup>  | -2,11 (0)               | -11,34 (0) <sup>a</sup> | -11,74 (0) <sup>a</sup>  |
| LOGÖDENG               | -9,53 (0) <sup>a</sup>  | -9,81 (0) <sup>a</sup>  |                         |                          |
| TÜFE                   | -0,77 (1)               | -1,38 (1)               | -7,58 (0) <sup>a</sup>  | -7,58 (0) <sup>a</sup>   |
| TİCAÇIK                | -3,09 (1) <sup>b</sup>  | -3,44 (1) <sup>b</sup>  |                         |                          |
| FİNAÇIK                | -9,50 (0) <sup>a</sup>  | -10,34 (0) <sup>a</sup> |                         |                          |
| İMKB100                | -0,07 (0)               | -2,10 (0)               | -13,14 (0) <sup>a</sup> | -13,17 (0) <sup>a</sup>  |
| E                      | -2,77 (0) <sup>c</sup>  | -3,58 (0) <sup>b</sup>  |                         |                          |
| F                      | -3,47 (0) <sup>b</sup>  | -3,54 (0) <sup>b</sup>  |                         |                          |
| P                      | -1,63 (0)               | -1,66 (0)               | -14,53 (0) <sup>a</sup> | -14,58 (0) <sup>a</sup>  |
| <b>Kritik Değerler</b> |                         |                         |                         |                          |
| <b>a=%1</b>            | -3,47                   | -4,01                   | -3,47                   | -4,01                    |
| <b>b=%5</b>            | -2,88                   | -3,43                   | -2,88                   | -3,43                    |
| <b>c=%10</b>           | -2,57                   | -3,143                  | -2,57                   | -3,14                    |

a= %1, b= %5 ve c=%10 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içinde sunulan değerler ise Akaike ve Schwartz Bilgi Kriterleri'ne göre otokorelasyonun bulunmadığı minimum gecikme değerlerini göstermektedir.

\* 2. Dereceden fark değerini göstermektedir.

Çalışmada öncelikle değişkenlerin durağanlıkları incelenmiştir. Kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadıklarının test edilmesinde Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi kullanılmıştır. Birim kök testinde süreç işletilirken sabitli trendlide sına yapılr; burada durağanlık elde edilmiş ise sabitli ve sabitsiz sına sürecine geçilmeksizin bu değerler esas alınır. Çalışmamızda kullanılan tüm değişkenlerin sabitli ve sabitli ve trendli sınamaları yapılarak sonuçlar Tablo 3.2'de sunulmuştur.

Tablo 3.2’de sunulan ADF birim kök test sonuçlarında sabitli ve trendli sınamalar incelendiğinde, LOGALIŞ, LOGSATIŞ, LOGÖDENG, TİCAÇIK, FİNAÇIK, F/K, E ve F değişkenleri seviye değerlerinde, DTD, FAİZ, KUR, REZERV, TÜFE, İMKB100 ve P değişkenleri 1. fark değerlerinde LOGGSYİH değişkeni ise 2. fark değerinde durağan çıkmışlardır. Bu tespitlerden sonra 2 ve 3 numaralı modeller aşağıdaki gibi düzeltilerek 4 ve 5 numaralı modeller oluşturulmuştur.

$$\text{LOGALIŞ} = \text{LOGALIŞ}(-1) + \Delta\text{DTD} + \Delta\text{FAİZ} + \Delta\text{LOGGSYİH} + \Delta\text{KUR} + \Delta\text{REZERV} + \text{LOGÖDENG} + \Delta\text{TÜFE} + \text{TİCAÇIK} + \text{FİNAÇIK} + \Delta\text{İMKB100} + E + F + \Delta P \quad (4)$$

$$\text{LOGSATIŞ} = \text{LOGSATIŞ}(-1) + \Delta\text{DTD} + \Delta\text{FAİZ} + \Delta\text{LOGGSYİH} + \Delta\text{KUR} + \Delta\text{REZERV} + \text{LOGÖDENG} + \Delta\text{TÜFE} + \text{TİCAÇIK} + \text{FİNAÇIK} + \Delta\text{İMKB100} + E + F + \Delta P \quad (5)$$

#### 3.4.1.1.1. Temel Varsayımların Analizi

İstatistiksel açıdan model kurulduktan sonra o modelin geçerliliğini araştırmak regresyon çözümlemesinin önemli bir unsurudur. Belirlenen modelin gerçekçiliğini belirlemek için kullanılan EKK yönteminin regresyon çözümlemesinin varsayımlarını sağlayıp sağlamadığının kontrolünün yapılması gerekmektedir. Eğer kurulan regresyon modeli veriye uygun değilse alınan sonuçlar da yanıltıcı olacaktır.<sup>297</sup> EKK yöntemi ile yapılan tahminin güvenilir olabilmesi ancak yöntemin varsayımlarının sağlanması halinde gerçekleşebilmektedir. Kurulan modellerin tahminine geçilmeden önce, EKK yönteminin varsayımlarından ölçülebilen ve temel varsayımlar olarak kabul edilen üç varsayımın geçerliliği incelenecektir. İlk olarak bağımsız değişkenler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı olan çoklu doğrusal bağlantı test edilecek. İkinci olarak hata terimi varyanslarının değişmediği varsayımından sapma olan değişen varyans ve son olarak hata teriminin değerleri arasında bir ilişki olmadığı varsayımından sapma olan otokorelasyon varsayımlarının geçerliliği incelenecektir.<sup>298</sup>

<sup>297</sup> Alma ve Vupa, s. 220.

<sup>298</sup> Tarı, s. 157.

### 3.4.1.1.1. Çoklu Doğrusal Bağlantı

EKK yönteminin uygulanabilmesi için çok önemli bir koşul, bağımsız değişkenlerin kendi aralarında tam bir doğrusal bağlantıya sahip olmamalarıdır. Eğer bağımsız değişkenler arasında tam bir doğrusal bağlantı varsa yani, bu değişkenler için korelasyon katsayısı 1'e eşitse parametreler belirlenemez hale gelir. Her bir parametre için ayrı ayrı sayısal değerler bulmak olanaksızlaşır ve EKK yöntemi işlemez olacaktır. Bağımsız değişkenler arasında hiçbir bağlantı yoksa yani korelasyon katsayısı 0'a eşitse katsayıların tahmininde çoklu doğrusallık bakımından bir sorun yoktur. Korelasyon katsayısının 1 veya 0 olduğu durumlara uygulamada pek karşılaşılmaz. Birçok iktisadi değişkenin zaman içinde birbirlerine bağlı olmaları nedeniyle, bağımsız değişkenler arasında bir miktar çoklu doğrusallık bulunur. Bu nedenle her bağımsız değişken çifti için basit korelasyon katsayısı 0 ile 1 arasında bir değer olacaktır.<sup>299</sup>

Çoklu doğrusal bağlantının başlıca nedenleri şu şekilde sıralanabilir.<sup>300</sup>

- Bağımsız değişkenlerin aynı trendin etkisinde bulunmaları,
- Örnek büyüklüğünün küçük tutulması,
- Bazı bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin modele farklı bir değişken olarak alınması.

Çoklu doğrusallığın uygulamada doğurduğu sonuçları ise şöyle sıralanabilir:<sup>301</sup>

- Tahmin ediciler Doğrusal En iyi Sapmasız Tahmin Ediciler (DEST) olmalarına rağmen, varyansları ve ortak varyansları büyüktür, buda kesin tahmini güçleştirir,
- Güven aralıkları çok geniş olma eğilimindedir, bu da ana kütle gerçek katsayısının sıfır olduğu varsayımının kabul edilmesine yol açar,
- Bir yada daha fazla katsayının  $t$  oranları istatistik bakımından anlamsız olur,
- Tahmin edicilerin standart hataları, verilerdeki küçük değişmelere karşı duyarlı olabilirler.

Çoklu doğrusal bağlantının var olup olmadığının belirtilerinden bazıları şunlardır:<sup>302</sup>

- Yüksek  $R^2$  oranı ve az sayıda anlamlı  $t$  oranı,
- Açıklayıcı değişkenler arasında ikili yüksek korelasyon,

<sup>299</sup> A. Koutsoyiannis, *Ekonometri Kuramı Ekonometri Yöntemlerinin Tanıtımına Giriş*, (Çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen), Verso Yayıncılık, Ankara 1989, s. 236.

<sup>300</sup> Tari, s. 157.

<sup>301</sup> Gujarati, s. 327.

<sup>302</sup> Gujarati, s. 336-337.

- Kısmi korelasyonların incelenmesi.

Çoklu doğrusal bağlantıyı belirlemek amacıyla incelenen ilk gösterge korelasyon ve kısmi korelasyon katsayılarıdır. İki değişken arasındaki kısmi korelasyon katsayısının 0,85 ya da daha büyük olması çoklu doğrusal bağlantıyı göstermektedir.<sup>303</sup>

Çoklu doğrusal bağlantının var olması durumunda kullanılacak değişik çözüm yolları, çoklu doğrusallığın derecesine, doğrusal ilişkili değişkenlerin önemine ve modelin tahmin edilmesindeki amaca göre değişmektedir. Bazı ekonometristlere göre, parametre tahminlerini önemli ölçüde etkileyen güçlü bir çoklu doğrusal bağlantı yoksa doğrusal bağlantı önemsiz değişkenleri etkiliyorsa ve tahmin edilen model öngörü amacıyla kullanılacaksa, çoklu doğrusal bağlantıyı düzeltme işlemlerine başvurmaya gerek yoktur.<sup>304</sup>

Çalışmamızda YPY'lerin belirleyicilerinin öngörülmesi esas alındığından çoklu doğrusal bağlantı sorun teşkil etmemektedir. Buna rağmen bağımsız değişkenler arasında korelasyon analizi yapılmış ve korelasyon sonuçları Tablo 3.3'te sunulmuştur. Yapılan analiz sonucunda en yüksek katsayı DTD ve TİCAÇIK (0.59) değişkenleri ile E ve P (0.57) değişkenleri arasında görülmüştür. Her iki katsayısında 0,85'in altında olması doğrusal bağlantının olmadığı bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Ayrıca oluşturulan her iki modelinde R<sup>2</sup>'lerin yüksek olması yanında anlamlı değişken sayısının yüksek olması da çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı diğer bir göstergesidir.

#### 3.4.1.1.1.2. Değişen Varyans

EKK yönteminde, bağımsız değişkenlerin birim değerleri değişirken bağımlı değişkenin birim değerlerine ait varyansın sabit kalacağını varsayımı sabit varyans olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir anlatımla sabit varyans hata terimi varyansının, bağımsız değişkenlerdeki değişimlerden etkilenmeyip hep aynı kalmasıdır. Değişen varyans sorunu zaman serisi, kesit ve panel verilerin üçünde de görülmesine rağmen daha çok kesit verilerde karşılaşılan bir sorun olarak görülmektedir.<sup>305</sup> Değişen

<sup>303</sup> Emel Şıklar, *Regresyon Analizine Giriş*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1255, Eskişehir 2000, s. 81.

<sup>304</sup> Tarı, s. 162-163.

<sup>305</sup> Ali Sait Albayrak, "Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:X, Sayı:II, 2008, s. 113.

varyansın oluşumunun çeşitli sebepleri vardır. Bunlardan en önemlileri, önemli bir bağımsız değişkenin model dışında kalması ve verilerin yatay kesit verilerden oluşmasıdır.

Değişen varyans olması durumunda karşılaşılabilecek sorunlardan bazıları şunlardır:<sup>306</sup>

- EKK tahmincileri DEST olma özelliklerini korumakta fakat minimum varyanslı olma özelliklerini kaybetmektedirler,
- EKK tahmincilerinin  $t$  ve  $F$  testleri anlamlarını kaybetmektedirler.
- Belli bir bağımsız değişken (X) değerine karşılık olan bağımlı değişkenin (Y) öngörüsü öngörünün varyansı, tahmincilerin ve hata terimlerinin varyanslarını içerdiğinden, yüksek varyanslı olacak ve dolayısıyla etkin olmayacaktır.

EKK yönteminde sabit varyans varsayımının sağlanmaması durumunda karşılaşılabilecek sorunlar şunlardır:<sup>307</sup>

- Katsayıların varyans formülleri, anlamlılık sınamalarında ve güven aralığının saptamasında uygulanamaz,
- EKK tahmincileri hem küçük hem de büyük örneklerde etkin değildirler,
- Model sabit varyanslı olmasa bile katsayılar istatistiki olarak sapmasızdır,
- Bağımlı değişken (Y) tahminleri etkin değildir.

Regresyon modelinde sabit varyans sınaması için Grafik yöntemi, Serman sıra korelasyon sınaması, Goldfeld ve Quandt sınaması, Glejser sınaması, Park testi ve White nR-kare sınaması gibi yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden en yaygın olarak kullanılanı White nR-kare yöntemidir. Bu yöntemde regresyon modeli tahmin edilip, hata terimlerinden  $nR^2$  değeri hesaplanmaktadır. Hesaplanan  $nR^2$  değeri, Ki-kare istatistik değeri ile karşılaştırılıp, aşağıdaki hipotezler test edilerek sabit varyans sınaması yapılır.

$$H_0 : \sigma_i^2 = \sigma^2 \quad \text{ve} \quad nR^2 \leq \chi_{k-1, \alpha}^2 \rightarrow H_0 \text{ Kabul edilir.}$$

$$H_0 : \sigma_i^2 \neq \sigma^2 \quad \text{ve} \quad nR^2 > \chi_{k-1, \alpha}^2 \rightarrow H_0 \text{ Red edilir.}$$

<sup>306</sup> Tari, s. 170-171.

<sup>307</sup> Koutsayiannis, s. 188.



**Tablo 3.3. Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Tablosu**

|                  | <b>İMKB<br/>100</b> | <b>E</b> | <b>F</b> | <b>P</b> | <b>DTD</b> | <b>LOG<br/>GSYİH</b> | <b>FAİZ</b> | <b>KUR</b> | <b>LOG<br/>ÖDENG</b> | <b>LOG<br/>REZERV</b> | <b>TÜFE</b> | <b>FİNAÇIK</b> | <b>TİCAÇIK</b> |
|------------------|---------------------|----------|----------|----------|------------|----------------------|-------------|------------|----------------------|-----------------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>İMKB100</b>   | 1,00                |          |          |          |            |                      |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>E</b>         | 0,04                | 1,00     |          |          |            |                      |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>F</b>         | -0,02               | 0,57     | 1,00     |          |            |                      |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>P</b>         | -0,07               | -0,11    | -0,09    | 1,00     |            |                      |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>DTD</b>       | 0,12                | -0,03    | 0,20     | -0,04    | 1,00       |                      |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>LOGGSYİH</b>  | 0,16                | 0,00     | 0,00     | 0,14     | 0,01       | 1,00                 |             |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>FAİZ</b>      | -0,09               | -0,29    | -0,24    | 0,12     | -0,07      | 0,09                 | 1,00        |            |                      |                       |             |                |                |
| <b>KUR</b>       | 0,04                | 0,08     | 0,30     | 0,06     | 0,14       | 0,07                 | -0,07       | 1,00       |                      |                       |             |                |                |
| <b>LOGÖDENG</b>  | 0,06                | -0,21    | -0,18    | 0,14     | 0,10       | -0,05                | 0,09        | -0,11      | 1,00                 |                       |             |                |                |
| <b>LOGREZERV</b> | -0,20               | 0,05     | 0,02     | -0,02    | -0,11      | 0,06                 | -0,02       | 0,06       | 0,01                 | 1,00                  |             |                |                |
| <b>TÜFE</b>      | -0,06               | 0,19     | 0,26     | -0,03    | 0,13       | -0,03                | -0,08       | 0,22       | -0,17                | -0,02                 | 1,00        |                |                |
| <b>FİNAÇIK</b>   | 0,05                | -0,30    | -0,32    | 0,08     | -0,28      | -0,02                | 0,02        | -0,25      | 0,15                 | -0,24                 | -0,21       | 1,00           |                |
| <b>TİCAÇIK</b>   | 0,08                | 0,44     | 0,41     | -0,07    | 0,59       | 0,01                 | -0,12       | 0,19       | -0,01                | 0,04                  | 0,31        | -0,47          | 1,00           |

Çalışmamızda 4 ve 5 numaralı modeller için yapılan White nR-kare testi sonucunda  $nR^2$  değerleri sırasıyla 44,36 ve 43,56 olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan değerlerin her ikisinde %5 (probability : 0,025 ve 0,031) önem düzeyinde anlamlı olduğundan her iki model için  $H_0$  hipotezi kabul edilerek modellerin sabit varyanslı olduğu kabul edilmiştir.

#### 3.4.1.1.3. Otokorelasyon (Ardışık Bağımlılık)

Doğrusal regresyon modelinin önemli varsayımı olan ve ardışık bağımlılık olarak da isimlendirilen otokorelasyon hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunması halidir. Varsayım gereği hata terimleri arasında bir ilişki yoktur. Otokorelasyon zaman serilerinde sıklıkla görülmektedir. Zaman serilerinde otokorelasyon zaman periyodunun büyüklüğü veya küçüklüğüne göre değişmektedir.<sup>308</sup>

Otokorelasyonun ortaya çıkmasının nedenlerinden bazıları şunlardır.<sup>309</sup>

- Dışlanmış açıklayıcı değişkenler,
- Modelin matematiksel kalıbının yanlış kurulması,
- İstatistik gözlemlerinde ara boşlukların doldurulması,
- Gerçek rassal değer  $u$ 'nun yanlış belirlenmesi.

Otokorelasyonun var olup olmadığının testi için Grafik yöntemi, Dizilim sınaması ve Durbin-Watson  $d$  sınaması gibi yöntemler kullanılmaktadır. Çalışmamızda mevcut olan otokorelasyonun birinci dereceden bir bağımlılık olduğunu varsayarak bu durumlarda yaygın olarak kullanılan Durbin-Watson  $d$  sınaması yöntemini kullanacağız.<sup>310</sup>  $d$  değeri 0 ile 4 değeri arasında yer almaktadır.  $d = 2$  olduğu durumda birinci dereceden ardışık bağımlılık yoktur.  $d$  değeri 0'a ne kadar yakınsa aynı yönde ardışık bağımlılığın artacağı,  $d$  değeri 4'e ne kadar yakınsa ters yönlü ardışık bağımlılığın artacağı kabul edilir.<sup>311</sup>

Çalışmamızda 4 ve 5 numaralı regresyon modellerine ait Durbin-Watson  $d$  değerleri sırasıyla 2,33 ve 2,31 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlar her iki modelde otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

<sup>308</sup> Tari, s. 189-190.

<sup>309</sup> Koutsoyiannis, s. 207-208.

<sup>310</sup> Gökhan Özer, *Muhasebe Kaları İle Hisse Senedi Verimleri arasındaki İlişkiler İMKB'de Deneysel Bir Analiz*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:31, Ankara 1996, s. 163.

<sup>311</sup> Gujarati, s. 422-423.

### 3.4.1.2. Modellerin Tahmini

Birim kök testi sonrası düzeltilen 4 ve 5 numaralı regresyon modellerinin temel varsayımları sağladığının sınamasından sonra her iki model EKK yöntemine göre tahmin edilmiş ve sonuçları Tablo 3.4 ve Tablo 3.5’te verilmiştir.

Yabancı yatırımcıların alış kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla oluşturduğumuz 4 numaralı modele ait tahmin sonuçlarını veren Tablo 3.4. incelendiğinde, alış kararlarını belirleyen değişkenlerin LOGALIŞ(-1), FAİZ, LOGGSYİH, TÜFE, İMKB100, DTD, E, F, TİCAÇIK ve FİNAÇIK değişkenleri olduğu görülmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının alış kararlarının belirleyicileri katsayılarının büyüklüğüne göre, İMKB100 (+5,998), LOGALIŞ(-1) (+0,895), LOGGSYİH (+0,553), FİNAÇIK (+0,025), DTD (+0,015), TÜFE (+0,002), E (-0,04), F (-0,051), TİCAÇIK (-0,062) ve FAİZ (-0,272) şeklinde sıralanmaktadır. Bu değişkenlerin yabancı portföy yatırımcılarının alışlarına etkileri ayrı ayrı incelenerek, nedenleri hakkında aşağıda kısaca bilgi verilmiştir.

**Tablo 3.4.** LOGALIŞ Bağımlı Değişkeninin Model Tahmin Sonuçları

| Bağımlı Değişken: LOGALIŞ |         |                          |               |            |
|---------------------------|---------|--------------------------|---------------|------------|
| Bağımsız Değişkenler      | Katsayı | Std.Sapma                | t İstatistiği | Anlamlılık |
| C (Sabit Terim)           | + 7,680 | 1,741                    | 4,410         | 0,00       |
| LOGALIŞ (-1)              | + 0,815 | 0,041                    | 19,764        | 0,00       |
| $\Delta$ DTD              | + 0,015 | 0,007                    | 2,135         | 0,03       |
| $\Delta$ FAİZ             | - 0,272 | 0,089                    | -3,057        | 0,00       |
| $\Delta$ LOGGSYİH         | + 0,553 | 0,217                    | 2,541         | 0,01       |
| $\Delta$ KUR              | + 0,093 | 0,970                    | 0,096         | 0,92       |
| $\Delta$ REZERV           | - 0,346 | 0,473                    | -0,730        | 0,47       |
| LOGÖDENG                  | + 0,031 | 0,021                    | 1,473         | 0,14       |
| $\Delta$ TÜFE             | + 0,002 | 0,001                    | 2,750         | 0,01       |
| TİCAÇIK                   | - 0,062 | 0,038                    | -1,618        | 0,10       |
| FİNAÇIK                   | + 0,025 | 0,015                    | 1,673         | 0,10       |
| $\Delta$ İMKB100          | + 5,998 | 1,854                    | 3,236         | 0,00       |
| E                         | - 0,040 | 0,021                    | -1,942        | 0,05       |
| F                         | - 0,051 | 0,025                    | -2,057        | 0,04       |
| $\Delta$ P                | - 0,047 | 0,041                    | -1,138        | 0,26       |
| <b>R-squared</b>          | 0,93    | <b>F-statistic</b>       |               | 135        |
| <b>Durbin-Watson stat</b> | 2,33    | <b>Prob(F-statistic)</b> |               | 0,00       |

Not: “ $\Delta$ ” değişkenlerin fark değerinin kullanıldığını belirtmektedir. Bold olarak yazılan değişkenler anlamlı değişkenleri göstermektedir.

LOGALIŞ değişkeni bir gecikmeli değerlerinden oluşan LOGALIŞ(-1) değişkeninden %1 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. Yabancı portföy yatırımcıları alış kararlarını verirken bir önceki dönemdeki alış kararlarından doğrusal olarak etkilenmektedirler.

LOGALIŞ değişkeni DTD değişkeninden %5 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. Yani DTD'deki artış yabancı portföy yatırımcıların alışlarını artırmaktadır. DTD artış yani ihracatın ithalata oranla daha fazla artması reel sektörün gelişmesinin ve buna bağlı olarak üretimin, kapasite kullanım oranlarının, karlılığın ve firmaların piyasa değerlerinin artacağına bir göstergesidir. Bu bakımdan DTD'deki artış hisse senedi fiyatlarının artacağına bir sinyali olacaktır. Bu beklenti yabancı portföy yatırımcılarının alışlarını pozitif yönde etkilemektedir.

LOGALIŞ değişkeni FAİZ değişkeninden %1 önem düzeyinde ve negatif olarak etkilenmektedir. Faiz oranlarındaki azalma faiz gelirlerini de azaltacağından yabancı yatırımcılar tercihlerini portföy yatırımlarına yönelteceklerdir. Bu nedenle, faiz oranlarındaki artış yabancı portföy yatırımcılarının alışlarını azaltırken, faiz oranlarındaki düşüş yabancı portföy yatırımcılarının alışlarını artırmaktadır.

LOGALIŞ değişkeni ülke büyümesini temsil eden LOGGSYİH değişkeninden %1 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. GSYİH'nin artması ülke ekonomisinin büyüdüğünün en önemli göstergelerinden biridir. Ülke ekonomisinin büyümesi yabancı portföy yatırımcılarının yatırımların tercihlerini pozitif yönde etkileyen bir faktördür.

LOGALIŞ değişkeni enflasyonu temsilen kullanılan TÜFE değişkeninden %1 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. Literatürde tam bir netlik bulunmamasına rağmen enflasyondaki artışın hisse senetleri fiyatlarını pozitif olarak etkilediğine dair çalışmalar bulunmaktadır.[Bkz. Choudry (2001)<sup>312</sup>, Sangbae ve In (2004)<sup>313</sup>, Özer, Kaya ve Özer (2011)<sup>314</sup>] Enflasyondaki artış bireylerin servetlerinde azalmaya neden olacaktır. Bu nedenle bireyler enflasyon öncesi servet düzeylerine ulaşmak için tasarruflarını artıracaklardır. Artan tasarruflar faiz oranını düşürmek ve yatırımları artırmak suretiyle ekonominin büyümesine neden olacaktır. Genel olarak

<sup>312</sup> T. Choudhry, "Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries", *Journal of International Financial Markets*, 11, 2001, s. 75-96.

<sup>313</sup> K.Sangbae ve F. In, "The Relationship Between Stock Returns and Inflation: New Evidence from Wavelet analysis", *Journal of Empirical Finance*, 12, 2004, s.435-444.

<sup>314</sup> Özer, Kaya ve Özer, s. 163-182.

enflasyon dönemlerinde zorunlu tasarrufların artması ekonomik büyümeyi sağlayacak<sup>315</sup>, ekonomik büyümede hisse senedi fiyatlarının artışına sebep olacağından yabancı portföy yatırımcılarının alışlarını artıracaktır.

LOGALIŞ değişkeni TİCAÇIK değişkeninden %10 önem düzeyinde ve negatif olarak etkilenmektedir. Ticari açıklık mal ve hizmetlerin ticareti üzerindeki devlet kontrollerinin kaldırılması ile uluslararası serbest ticaretin bir arada sağlanmasını hedefleyen yaklaşımı ifade etmektedir. Ticari dışa açıklıkla ortaya çıkan ihracattaki artışla elde edilen döviz ülkelerin yabancı döviz kısıtlamasını azaltabilir ve yurtiçinde üretilmeyen hammadde girdileri ve sermaye malı gibi üretken ara malı ithalatının büyümesine yardımcı olur.<sup>316</sup> Türkiye’de ihracatın ithalata dayalı olduğu ve dış ticaret açığı göz önüne alındığında ticari dışa açıklığın Türkiye için ihracattan daha fazla ithalata yoğunluk kazandırmakta ve dış ticaret açığına neden olmaktadır. Bu durumun da yabancı yatırımcıların alışlarını olumsuz etkilediği görülmektedir.

LOGALIŞ değişkeni ülkenin finansal dışa açıklığını temsil eden FİNAÇIK değişkeninden %10 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. Finansal dışa açıklık sermaye hareketlerinin ülkeler arasında serbestçe dolaşımı anlamına gelmektedir. Tasarrufların dünya genelinde dağılımı ve faiz oranlarının ülkeler arasında eşitleneceği varsayımına sahiptir. Oluşan rekabet ortamında yurtiçi firmaların sermaye maliyetlerini daha ucuza temin etmelerini de sağlayacaktır.<sup>317</sup> Bu nedenle finansal dışa açıklık firmaların dış sermaye taleplerini ve yabancı portföy yatırımcılarının alış tutarlarını da artırmaktadır.

LOGALIŞ değişkeni menkul kıymet piyasasını temsilen kullanılan İMKB100 değişkeninden %1 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilenmektedir. EKK tahminlerimize göre İMKB’nin ana göstergesi olan İMKB 100 endeksi yabancı portföy yatırımcılarının alım kararlarındaki en önemli faktördür. İMKB 100 endeksindeki %1’lik bir değişme alış tutarında %5,998 oranında artışa neden olmaktadır. Yabancı portföy yatırımcıları alım kararı verirken İMKB 100 endeksiyle pozitif yönde hareket etmektedirler.

<sup>315</sup> Vedat Kaya ve Ömer Yılmaz, “Bölgesel enflasyon bölgesel büyüme ilişkisi: Türkiye İçin Zaman Serisi ve Panel Veri Analizleri”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Yıl:21, Sayı:247, Ekim 2006, s. 65.

<sup>316</sup> Yapraklı, s.69.

<sup>317</sup> Yapraklı, s.69.

LOGALIŞ değişkeni ülke ekonomik ve finansal riskini temsilen kullanılan E ve F değişkenlerinden %5 önem düzeyinde ve negatif olarak etkilenmektedir. Yabancı portföy yatırımcıları alım kararlarını verirken ülkenin ekonomik ve finansal risk derecelerinden etkilenmektedirler. Risk derecesinin düşük olması ülkenin riskinin düşük olduğunu anlamına gelmektedir. Yabancı portföy yatırımcıları alış kararlarında risk derecesi düşük ülkeleri tercih etmektedirler. Yani ekonomik ve finansal risk düştükçe yabancı portföy yatırımcılarının alışları artmaktadır.

**Tablo 3.5.** LOGSATIŞ Bağımlı Değişkeninin Model Tahmin Sonuçları

| Bağımlı Değişken: LOGSATIŞ |         |                          |               |            |
|----------------------------|---------|--------------------------|---------------|------------|
| Bağımsız Değişkenler       | Katsayı | Std.Sapma                | T İstatistiği | Anlamlılık |
| C (Sabit Terim)            | - 6,887 | 1,580                    | -4,358        | 0,000      |
| LOGSATIŞ (-1)              | + 0,836 | 0,040                    | 2,093         | 0,000      |
| ΔDTD                       | - 0,006 | 0,007                    | -0,820        | 0,414      |
| ΔFAİZ                      | + 0,175 | 0,122                    | 1,440         | 0,152      |
| ΔLOGGSYİH                  | - 0,473 | 0,212                    | -2,233        | 0,027      |
| ΔKUR                       | + 0,012 | 0,980                    | 0,012         | 0,990      |
| ΔREZERV                    | + 0,606 | 0,536                    | 1,129         | 0,261      |
| LOGÖDENG                   | - 0,030 | 0,026                    | -1,139        | 0,257      |
| ΔTÜFE                      | - 0,001 | 0,001                    | -1,965        | 0,052      |
| TİCAÇIK                    | + 0,024 | 0,045                    | 0,533         | 0,595      |
| FİNAÇIK                    | - 0,023 | 0,019                    | -1,184        | 0,238      |
| ΔİMKB100                   | - 3,977 | 2,385                    | -1,668        | 0,098      |
| E                          | + 0,042 | 0,021                    | 1,998         | 0,048      |
| F                          | + 0,034 | 0,031                    | 1,090         | 0,278      |
| ΔP                         | + 0,003 | 0,048                    | 0,069         | 0,945      |
| <b>R-squared</b>           | 0,93    | <b>F-statistic</b>       |               | 125,73     |
| <b>Durbin-Watson stat</b>  | 2,31    | <b>Prob(F-statistic)</b> |               | 0,00       |

Not: "Δ" değişkenlerin fark değerinin kullanıldığını belirtmektedir.

Bold olarak yazılan değişkenler anlamlı değişkenleri göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların satış kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla oluşturduğumuz 5 numaralı modele ait tahmin sonuçlarını veren Tablo 3.5. incelendiğinde, satış kararlarını belirleyen değişkenlerin LOGSATIŞ(-1), LOGGSYİH, TÜFE, İMKB100 ve E değişkenleri olduğu tespit edilmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının satış kararlarının belirleyicileri katsayılarının etkisine göre, İMKB100 (-3,977), LOGSATIŞ (+0,836), LOGGSYİH (-0,473), E (+0,042) ve TÜFE (-0,001)

şeklinde sıralanmaktadır. Anlamlı değişkenlerin bağımlı değişken olan LOGSATIŞ değişkenine etkileri hakkında aşağıda kısa bilgiler verilmiştir.

Yabancı portföy yatırımcılarının satış tutarlarının bir gecikmeli değerlerinden oluşturulan LOGSATIŞ(-1) değişkeni, bağımlı değişkeni %1 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilemektedir. Yani yabancı portföy yatırımcılarının satış kararlarında önceki dönem satış kararlarının etkisi bulunmaktadır.

LOGGSYİH değişkeni ise bağımlı değişkeni % 5 önem düzeyinde ve negatif olarak etkilemektedir. Bu durum yabancı portföy yatırımcıları ülkedeki ekonomik büyüme azaldığında satış kararı verdiklerini göstermektedir.

TÜFE değişkeni LOGSATIŞ değişkenini %10 önem düzeyinde ve negatif olarak etkilemektedir. Negatif etki enflasyonun düşmesinin hisse senedi fiyatında ve getirilerinde azalış ve bu azalışın satış kararı yönünde bir eğilime neden olacaktır.

İMKB100 değişkenin bağımlı değişkeni etkileme önem düzeyi %10 ve negatif yönlü olarak tespit edilmiştir. İMKB100 endeksindeki düşüş yabancı portföy yatırımcılarının satış kararı almalarına yol açmaktadır. Literatürde kriz dönemlerinde Türkiye’de yabancı yatırımcıların olumsuz geri besleme ticareti yaptıkları belirtilmektedir. Fakat İMKB 100 endeksinde artış olduğunda yabancı portföy alışlarının artması ve düşüş olduğunda da satışların artması yabancı portföy yatırımcılarının genel olarak Türkiye’de olumlu geri besleme ticareti yaptıklarını göstermektedir.

Ülkenin ekonomik riskini temsil eden E değişkeni ise yabancı portföy yatırımcılarının satış kararlarını %5 önem düzeyinde ve pozitif olarak etkilemektedir. Ülkenin ekonomik riski artınca yabancı portföy yatırımları riskten kaçınmak amacıyla satış kararı almaktadırlar.

#### **3.4.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Menkul Kıymetler Piyasasına Etkisi**

YPY’nin menkul kıymetler piyasasına etkisi belirlemek amacıyla öncelikli olarak yabancı portföy alışları ve satışları ayrı ayrı İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenlerinin büyüme oranları ile regresyon analizine tabi tutularak yabancı alış ve satışlarının bu değişkenler üzerindeki etkileri ortaya koyulacaktır. Önceki bölümde kullanılan LOGALIŞ ve LOGSATIŞ değişkenleri yapılan durağanlık testi sonuçlarında seviye değerlerinde, İMKB100 değişkeni ise 1.

seviyede durağan çıkmıştır. Eşbütünleşme analizinde değişkenlerin aynı seviyeden durağan olmaları gerekliliğinden dolayı bu bölümde kullanılan değişkenler, büyüme oranları ile seviye değerlerinde durağan oldukları için YPY'nin menkul kıymetler piyasasına etkisini ölçmekte yapılacak analizlerde değişkenler büyüme oranı ile kullanılacaktır. Değişkenlerin seviye değerlerinde durağan olmaları sağlandıktan sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen-Juselius Eş-bütünleşme testi kullanılarak araştırılacak son olarak ise ilişkilerin yönünü belirlemek amacıyla Granger Nedensellik testi yapılacaktır.

### 3.4.2.1. Regresyon Analizi

YPY'nin menkul kıymetler piyasasına etkisini belirlemek amacıyla literatürde İMKB'yi temsilen kullanılmış olan değişkenlerden seçilmiş olan İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenlerinin büyüme oranları bağımlı değişken ve yabancı portföy yatırımcıların İMKB'den alış ve satış tutarlarının büyüme oranları bağımsız değişken olarak regresyon analizine tabi tutulacaktır. Öncelikli olarak zaman serilerinde sahte regresyon problemini ortadan kaldırmak için değişkenlere durağanlık testi yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.6'de sunulmuştur.

**Tablo 3.6.** ADF Birim Kök Test Sınaması

| Değişkenler                   | Seviye Değeri           |                         |
|-------------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                               | Sabitli                 | Sabitli ve Trendli      |
| ALİŞBO                        | -15,52 (0) <sup>a</sup> | -15,76 (0) <sup>a</sup> |
| SATIŞBO                       | -14,21 (0) <sup>a</sup> | -14,30 (0) <sup>a</sup> |
| İMKB30                        | -12,87 (0) <sup>a</sup> | -12,83 (0) <sup>a</sup> |
| İMKB50                        | -13,57 (0) <sup>a</sup> | -13,53 (0) <sup>a</sup> |
| İMKB100                       | -12,47 (0) <sup>a</sup> | -12,49 (0) <sup>a</sup> |
| PİYASA                        | -12,85 (0) <sup>a</sup> | -12,89 (0) <sup>a</sup> |
| F/K                           | -12,52 (0) <sup>a</sup> | -12,53 (0) <sup>a</sup> |
| İHACMİ                        | -12,13 (1) <sup>a</sup> | -12,25 (1) <sup>a</sup> |
| <b><u>Kritik Değerler</u></b> |                         |                         |
| <b>a=%1</b>                   | -3,47                   | -4,01                   |
| <b>b=%5</b>                   | -2,88                   | -3,43                   |
| <b>c=%10</b>                  | -2,57                   | -3,14                   |



Tablo 3.6’te sunulan ADF birim kök testi sonuçları incelendiğinde tüm değişkenlerin seviye değerlerinde durağan olduğu görülmektedir.

Durağanlık testleri yapılmış olan değişkenlerle iki değişkenli modeller oluşturulmuş ve EKK yöntemi ile tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları ALIŞBO için Tablo 3.7’de ve SATİSBO için Tablo 3.8’de sunulmuştur.

Tablo 3.7, ALIŞBO değişkeninin bağımsız, diğer değişkenlerin bağımlı olarak alındığı altı modelin regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir. Tabloya göre ALIŞBO değişkeni ile yapılan regresyon analizi sonucunda F/K değişkeni anlamsız bulunurken İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinin % 1 önem düzeyinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip oldukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yabancı portföy yatırımcılarının alışlarındaki büyüme oranlarındaki %1’lik artış İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinde sırasıyla %0,193, %0,180, %0,185, %0,175 ve %1,010 oranlarında artışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların alışlarındaki değişimin diğer değişkenlere etkisi, katsayı büyüklüğüne göre İHACMİ, İMKB30, İMKB100, İMKB50 ve PİYASA şeklinde sıralanmaktadır.

**Tablo 3.7.** Yabancı Portföy Alışları EKK Tahminleri

| Değişken Çifti            | Model Tahmin Sonucu  | R <sup>2</sup> | DW   | F                  |
|---------------------------|--|----------------|------|--------------------|
| <b>İMKB30<br/>ALIŞBO</b>  | $\text{İMKB30} = 0,009 + 0,193 * \text{ALIŞBO}$<br>t (0,881) (9,212) <sup>a</sup>  | 0,36           | 2,36 | 84,88 <sup>a</sup> |
| <b>İMKB50<br/>ALIŞBO</b>  | $\text{İMKB50} = 0,003 + 0,180 * \text{ALIŞBO}$<br>t (0,364) (8,184) <sup>a</sup>  | 0,34           | 2,43 | 66,97 <sup>a</sup> |
| <b>İMKB100<br/>ALIŞBO</b> | $\text{İMKB100} = 0,009 + 0,185 * \text{ALIŞBO}$<br>t (0,907) (8,963) <sup>a</sup> | 0,34           | 2,72 | 80,33 <sup>a</sup> |
| <b>PİYASA<br/>ALIŞBO</b>  | $\text{PİYASA} = 0,014 + 0,175 * \text{ALIŞBO}$<br>t (1,409) (8,526) <sup>a</sup>  | 0,32           | 2,34 | 72,71 <sup>a</sup> |
| <b>F/K<br/>ALIŞBO</b>     | $\text{F/K} = 8,715 - 13,96 * \text{ALIŞBO}$<br>t (1,514) (-1,153)                 | 0,008          | 2,00 | 1,33               |
| <b>İHACMİ<br/>ALIŞBO</b>  | $\text{İHACMİ} = 0,116 + 1,010 * \text{ALIŞBO}$<br>t (2,112) (8,741) <sup>a</sup>  | 0,33           | 2,68 | 76,41 <sup>a</sup> |

\* a=%1 önem düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.8 SATIŞBO değişkeninin bağımsız, diğer değişkenlerin bağımlı olarak alındığı altı modelin regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir. Tablo 3.8’ye göre SATIŞBO değişkeni ile yapılan regresyon analizi sonucunda F/K değişkeni anlamsız bulunurken İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinin % 1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif etkiye sahip oldukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yabancı yatırımcıların satışlarının büyüme oranındaki %1’lik artış İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinde sırasıyla %0,146, %0,106, %0,146, %0,142 ve %0,873 oranlarında azalışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların satışlarındaki değişimin diğer değişkenlere etkisi, katsayı büyüklüğüne göre İHACMİ, İMKB30, İMKB100, İMKB50 ve PİYASA şeklinde sıralanmaktadır.

**Tablo 3.8.** Yabancı Portföy Satışları EKK Tahminleri

| Değişken Çifti         | Model Tahmin Sonucu  | R <sup>2</sup> | DW   | F                  |
|------------------------|--|----------------|------|--------------------|
| <b>İMKB30 SATIŞBO</b>  | İMKB30= 0,015 - 0,146 * SATIŞBO<br>t (1,346) (-5,391) <sup>a</sup>   | 0,16           | 2,43 | 29,06 <sup>a</sup> |
| <b>İMKB50 SATIŞBO</b>  | İMKB50 = 0,008 - 0,106 * SATIŞBO<br>t (0,857) (-4,050) <sup>a</sup>  | 0,11           | 2,48 | 16,41 <sup>a</sup> |
| <b>İMKB100 SATIŞBO</b> | İMKB100 = 0,014 - 0,146 * SATIŞBO<br>t (1,319) (-5,550) <sup>a</sup> | 0,17           | 2,40 | 30,81 <sup>a</sup> |
| <b>PİYASA SATIŞBO</b>  | PİYASA = 0,019 - 0,142 * SATIŞBO<br>t (1,729) (-5,528) <sup>a</sup>  | 0,17           | 2,44 | 30,56 <sup>a</sup> |
| <b>F/K SATIŞBO</b>     | F/K = 9,054 + 18,763 * SATIŞBO<br>t (1,574) (1,378)                  | 0,01           | 1,97 | 1,899              |
| <b>İHACMİ SATIŞBO</b>  | İHACMİ = 0,139 - 0,873 * SATIŞBO<br>t (2,307) (6,106) <sup>a</sup>   | 0,19           | 2,66 | 37,28 <sup>a</sup> |

\* a=%1 önem düzeyini göstermektedir.

Yabancı portföy yatırımcılarının alışlarındaki artış İMKB30, İMKB50, İMKB100 endekslerini, İMKB piyasa değerini ve İMKB’de gerçekleşen işlem hacmini artırırken, satışlarındaki artış ise alışların aksine İMKB30, İMKB50, İMKB100 endekslerini, İMKB piyasa değerini ve İMKB’de gerçekleşen işlem hacmini azaltmaktadır. Yabancı portföy yatırımcılarının alışlarının ve satışlarının İMKB fiyat/kazanç oranı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

### 3.4.2.2. Eşbütünleşme Analizi

YPY'nin menkul kıymetler piyasasına uzun dönemli etkisini belirlemek üzere regresyon analizindeki değişken çiftleri ile Johansen-Juselius eşbütünleşme testi yapılmıştır.

Johansen-Juselius eş bütünleşme testi serinin bir başka seri ile eşbütünleşik olup olmadığının sınanması için parametrenin öz değerinden yararlanılmıştır. Bu amaçla birinci dereceden bir vektör otoregresif zaman serisi aşağıdaki gibi verilmiş olsun.

$$Y = A Y_{t-1} + e_t \quad (t = 1, 2, 3, \dots, n) \quad (6)$$

(6) nolu eşitlikte A matrisi k boyutlu parametre matrisi olmak üzere  $e_t$ 'ler varyans kovaryans matrisi V olan beyaz gürültü sürecini göstermektedir.  $\Pi = A - I$  olmak üzere,  $\Pi$  matrisinin rankı sıfır ise seri eş-bütünleşik değildir. Buradaki Johansen testi iz istatistiği (Trace Statistics) olarak da adlandırılan olabilirlik oranına (Likelihood Ratio) dayandırılır.

Değişkenler arasında bir eşbütünleşme söz konusu ise, bunlar arasında en az tek yönlü bir iktisadi nedensellik ilişkisi olma ihtimali vardır. Bu durumda eşbütünleşik değişkenler arasında bir nedensellik sınaması da gündeme gelecektir.<sup>318</sup>

İkili değişkenlerle yapılan Johansen-Juselius eşbütünleşme analiz sonuçları alışlar için Tablo 3.9'de, satışlar ise Tablo 3.10'da sunulmuştur.

Tablo 3.9 incelendiğinde ALIŞBO değişkeni ile İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenleri arasında eşbütünleşmeye yani uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmıştır. Diğer bir ifadeyle yabancı portföy yatırımcılarının alışları ile İMKB30, İMKB50 ve İMKB100 endeksleri, İMKB piyasa değeri, işlem hacmi ve fiyat/kazanç oranları arasında uzun dönemli bir etkileşim söz konusudur.

Tablo 3.10'a bakıldığında SATIŞBO değişkeni ile İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenleri arasında eşbütünleşmeye yani uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmıştır. Yani yabancı portföy yatırımcılarının satışları ile İMKB30, İMKB50 ve İMKB100 endeksleri, İMKB piyasa değeri, işlem hacmi ve fiyat/kazanç oranları arasında uzun dönemli bir etkileşim bulunmaktadır.

<sup>318</sup> Abdulkadir Kaya, Ünal Gülhan ve Bener Güngör, "Türkiye Ekonomisinde Finans Sektörü ve Reel Sektör Etkileşimi", *Selçuk Üniversitesi İİBF 14. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, s.5.

**Tablo 3.9.** İkili İlişkileri Dikkate Alan Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme Testi (ALİŞBO)

| Değişken Çifti | Hipotezler     |                | İz İstatistiği      | %1 Kritik Değer | %5 Kritik Değer |
|----------------|----------------|----------------|---------------------|-----------------|-----------------|
|                | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |                     |                 |                 |
| ALİŞBO         | $r = 0$        | $r = 1$        | 87,255 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB30         | $r \leq 1$     | $r = 2$        | 27,660 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| ALİŞBO         | $r=0$          | $r=1$          | 79,274 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB50         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 23,655 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| ALİŞBO         | $r=0$          | $r=1$          | 87,129 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB100        | $r \leq 1$     | $r=2$          | 28,098 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| ALİŞBO         | $r=0$          | $r=1$          | 90,229 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| PİYASA         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 31,735 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| ALİŞBO         | $r=0$          | $r=1$          | 82,797 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| F/K            | $r \leq 1$     | $r=2$          | 29,904 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| ALİŞBO         | $r=0$          | $r=1$          | 94,724 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İHACMİ         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 36,907 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |

\* a=%1 önem düzeyini göstermektedir.

**Tablo 3.10.** İkili İlişkileri Dikkate Alan Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme Testi (SATIŞBO)

| Değişken Çifti | Hipotezler     |                | İz İstatistiği      | %1 Kritik Değer | %5 Kritik Değer |
|----------------|----------------|----------------|---------------------|-----------------|-----------------|
|                | H <sub>0</sub> | H <sub>1</sub> |                     |                 |                 |
| SATIŞBO        | $r = 0$        | $r = 1$        | 77,033 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB30         | $r \leq 1$     | $r = 2$        | 25,205 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| SATIŞBO        | $r=0$          | $r=1$          | 66,764 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB50         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 25,376 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| SATIŞBO        | $r=0$          | $r=1$          | 78,674 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İMKB100        | $r \leq 1$     | $r=2$          | 26,012 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| SATIŞBO        | $r=0$          | $r=1$          | 83,253 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| PİYASA         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 29,839 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| SATIŞBO        | $r=0$          | $r=1$          | 80,959 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| F/K            | $r \leq 1$     | $r=2$          | 30,103 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |
| SATIŞBO        | $r=0$          | $r=1$          | 95,386 <sup>a</sup> | 23,152          | 18,398          |
| İHACMİ         | $r \leq 1$     | $r=2$          | 36,480 <sup>a</sup> | 6,635           | 3,841           |

\* a=%1 önem düzeyini göstermektedir.

Bu sebeple yabancı alışlarının yoğun olduğu ve fiyat oluşumunda etkin oldukları göz önüne alındığında İMKB’de tasarruflarını uzun dönemde değerlendirmek isteyen yatırımcıların İMKB30, İMKB50, İMKB100 Endekslerini, İMKB piyasa değerini, F/K oranlarını ve işlem hacmini takip etmeleri uygun olacaktır.

### 3.4.2.3. Granger Nedensellik Testi

Çalışmada YPY’nin alış ve satış tutarlarındaki büyüme oranı ile menkul kıymetler piyasasını temsilen seçilmiş İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenleri arasındaki ilişkinin yönünü araştırmak amacıyla Granger Nedensellik Sınaması yapılmıştır. Bu test ilk kez Granger (1969)<sup>319</sup> tarafından literatüre kazandırılmıştır. Daha sonra Hamilton (1994)<sup>320</sup> bu testi geliştirmiştir. Granger nedenselliğinde X ve Y gibi iki değişken arasındaki ilişkinin yönü araştırılır. Şayet mevcut Y değeri, X değişkeninin şimdiki değerinden çok, geçmiş değerleri ile daha iyi tahmin edilebiliyorsa, X değişkeninden Y değişkenine doğru Granger nedenselliğinin varlığından bahsedilir.<sup>321</sup> Granger Nedensellik Testi’ aşağıdaki iki denklem yardımıyla yapılmaktadır.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (8)$$

Granger nedensellik analizi, yukarıdaki modellerde hata teriminden önce yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığı test edilerek yapılır. (7) nolu denklemdeki  $\beta_i$  katsayıları belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunursa, X’in Y’nin nedeni olduğu sonucuna varılır. Aynı şekilde (8) nolu denklemde  $\delta_i$  katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olması da Y’nin X’in nedeni olduğunun göstergesidir. Bu durumda Y ile X arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi var demektir. Sadece (7) nolu denklemdeki  $\beta_i$  katsayıları sıfırdan farklı ise X’den Y’ye doğru tek yönlü, sadece (8) nolu denklemdeki  $\delta_i$  katsayıları sıfırdan farklı ise Y’den X’e doğru tek yönlü nedensellik

<sup>319</sup>C.W.J. Granger, “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods”, *Econometrica*, Cit:7, Sayı:3, 1969, s.424-438.

<sup>320</sup>J. D. Hamilton, *Time Series Analysis*, Prenceton University Press, 1994, New Jersey.

<sup>321</sup>Özer, Kaya ve Özer, s.169.

vardır. Hem  $\beta_i$  hem de  $\delta_i$  katsayılarının sıfırdan farklı olmaması durumunda ise iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi yoktur.<sup>322</sup>

Granger Nedensellik testi yapılırken şu süreç takip edilmektedir. Öncelikle bağımlı değişken kendi gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutularak Akaike Bilgi Kriteri (AIC) veya Schwartz Bayeslan Kriteri'ni (SIC) minimum yapan gecikme uzunluğu uygun gecikme uzunluğu olarak tespit edilir. Bağımlı değişken uygun gecikme uzunluğu ile modele dâhil edildikten sonra, modele girecek bağımsız değişkenin olası tüm gecikmeleri ile birlikte oluşan tüm regresyon modellerinin AIC veya SIC değerleri elde edilmekte ve en küçük bilgi kriterine sahip olan modeldeki bağımlı değişkenin gecikme sayısı da tespit edilir. Belirlenen bu gecikme uzunluğu ile nedensellik testi yapılır.<sup>323</sup> Çalışmada uygun gecikme değerleri AIC ile tespit edilmiş ve gecikme uzunluklarının değerleri Tablo 3.11 ve Tablo 3.12'de sunulmuştur.

**Tablo 3.11.** Değişkenlere Ait Uygun Gecikme Değerleri (ALİŞBO)

| Gecikme Uzunluğu | İMKB30       | İMKB50       | İMKB100      | PİYASA       | F/K          | İHACMİ       |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 0                | 0,891        | 0,619        | 0,918        | 0,939        | <b>1,359</b> | 0,915        |
| 1                | 0,910        | 0,622        | 0,820        | 0,956        | 1,377        | <b>0,914</b> |
| 2                | 0,880        | <b>0,584</b> | 0,830        | 0,929        | 1,380        | 0,929        |
| 3                | 0,899        | 0,600        | 0,849        | 0,948        | 1,387        | 0,948        |
| 4                | 0,907        | 0,621        | 0,861        | 0,948        | 1,389        | 0,964        |
| 5                | 0,901        | 0,618        | 0,867        | 0,936        | 1,400        | 0,972        |
| 6                | 0,919        | 0,638        | 0,885        | 0,948        | 1,418        | 0,989        |
| 7                | 0,912        | 0,653        | 0,860        | 0,957        | 1,397        | 1,002        |
| 8                | 0,883        | 0,631        | 0,845        | 0,937        | 1,414        | 1,023        |
| 9                | <b>0,831</b> | 0,599        | <b>0,813</b> | <b>0,875</b> | 1,426        | 1,040        |
| 10               | 0,850        | 0,620        | 0,831        | 0,895        | 1,405        | 1,049        |
| 11               | 0,861        | 0,596        | 0,831        | 0,896        | 1,391        | 1,068        |
| 12               | 0,876        | 0,610        | 0,849        | 0,913        | 1,400        | 1,005        |

Not: Bold sayılar en düşük Akaike Bilgi Kriterini göstermektedir.

Tablo 3.11'de bağımsız değişken olarak ALİŞBO değişkeni ve İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ bağımlı değişkenlerinin 12 gecikmeye kadar sırasıyla kendi gecikme değerleri ile regresyon analizine tabi tutularak elde edilen

<sup>322</sup> C. Kadılar, *Uygulamalı Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi*, Bizim Büro Basımevi, Ankara 2000.

<sup>323</sup> Kaya, Gülhan ve Güngör, s.4-5.

AIC'leri göstermektedir. Bu sonuçlara göre en uygun gecikme uzunlukları şöyledir; İMKB30 (9), İMKB50 (2), İMKB100 (9), PİYASA (9), F/K (0) ve İHACMİ (1).

Aynı sürecin bağımlı değişken SATIŞBO değişkeni için gerçekleştirildiğinde bulunan gecikme uzunluklarını veren Tablo 3.12 incelendiğinde uygun gecikme uzunlukları şu şekilde bulunmuştur; İMKB30 (9), İMKB50 (2), İMKB100 (9), PİYASA (1), F/K (11) ve İHACMİ (1).

**Tablo 3.12.** Değişkenlere Ait Uygun Gecikme Değerleri (SATIŞBO)

| Gecikme Uzunluğu | İMKB30       | İMKB50       | İMKB100      | PİYASA       | F/K          | İHACMİ       |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 0                | 0,928        | 0,866        | 0,918        | 0,915        | 1,121        | 0,871        |
| 1                | 0,821        | 0,677        | 0,820        | <b>0,828</b> | 1,128        | <b>0,789</b> |
| 2                | 0,831        | <b>0,665</b> | 0,830        | 0,841        | 1,147        | 0,801        |
| 3                | 0,850        | 0,686        | 0,849        | 0,860        | 1,147        | 0,818        |
| 4                | 0,863        | 0,707        | 0,861        | 0,865        | 1,155        | 0,837        |
| 5                | 0,869        | 0,721        | 0,867        | 0,871        | 1,167        | 0,857        |
| 6                | 0,888        | 0,744        | 0,885        | 0,886        | 1,186        | 0,868        |
| 7                | 0,857        | 0,743        | 0,860        | 0,878        | 1,183        | 0,888        |
| 8                | 0,837        | 0,730        | 0,845        | 0,862        | 1,203        | 0,905        |
| 9                | <b>0,798</b> | 0,732        | <b>0,813</b> | 0,834        | 1,204        | 0,923        |
| 10               | 0,815        | 0,756        | 0,831        | 0,852        | 1,194        | 0,943        |
| 11               | 0,816        | 0,743        | 0,831        | 0,849        | <b>1,115</b> | 0,959        |
| 12               | 0,835        | 0,769        | 0,849        | 0,867        | 1,123        | 0,940        |

Not: Bold sayılar en düşük Akaike Bilgi Kriterini göstermektedir.

Uygun gecikme uzunlukları tespit edildikten sonra öncelikli olarak ALIŞBO değişkeni daha sonra SATIŞBO değişkeni diğer değişkenlerle uygun gecikme uzunluklarıyla tek tek analiz edilmiştir. ALIŞBO ve SATIŞBO değişkenlerine ait Granger Nedensellik analizi sonuçları Tablo 3.13 ve 3.14'de verilmiştir.

Tablo 3.13 incelendiğinde ALIŞBO değişkeni ile nedensellik analizine tabi tutulan değişkenlerden İMKB50 ve İHACMİ değişkenleri arasında bir nedenselliğe rastlanmamıştır. ALIŞBO değişkeninden İMKB30, İMKB100 ve PİYASA değişkenlerine doğru, F/K değişkeninden ise ALIŞBO değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle yabancı portföy yatırımcılarının alışları İMKB30, İMKB100 endekslerini ve İMKB piyasa değerinin etkilenmesine neden

olurken, İMKB fiyat/kazanç oranı ise yabancı portföy yatırımcılarının alışlarının etkilenmesine neden olmaktadır.

**Tablo 3.13.** Granger Nedensellik Test Sınaması (ALİŞBO)

| Değişkenler      | Nedenselliğin Yönü | F İstatistiği      | Olasılık |
|------------------|--------------------|--------------------|----------|
| ALİŞBO - İMKB30  | →                  | 2,098 <sup>b</sup> | 0,03     |
| İMKB30 - ALİŞBO  | ←                  | 1,005              | 0,44     |
| ALİŞBO - İMKB50  | ←                  | 1,526              | 0,22     |
| İMKB50 - ALİŞBO  | ←                  | 0,256              | 0,77     |
| ALİŞBO - İMKB100 | →                  | 2,251 <sup>a</sup> | 0,02     |
| İMKB100 - ALİŞBO | ←                  | 1,051              | 0,40     |
| ALİŞBO - PİYASA  | →                  | 2,660 <sup>a</sup> | 0,00     |
| PİYASA - ALİŞBO  | ←                  | 1,006              | 0,44     |
| ALİŞBO - F/K     | ←                  | 0,05               | 0,95     |
| F/K - ALİŞBO     | →                  | 2,909 <sup>c</sup> | 0,06     |
| ALİŞBO - İHACMİ  | ←                  | 1,672              | 0,20     |
| İHACMİ - ALİŞBO  | ←                  | 0,319              | 0,57     |

\* a=%1, b=%5 ve c=%10 önem düzeyini göstermektedir.

**Tablo 3.14.** Granger Nedensellik Test Sınaması (SATIŞBO)

| Değişkenler      | Nedenselliğin Yönü | F İstatistiği      | Olasılık |
|------------------|--------------------|--------------------|----------|
| SATIŞBO - İMKB30 | ←                  | 4,423              | 4,69     |
| İMKB30 - SATIŞBO | →                  | 1,833 <sup>c</sup> | 0,07     |
| SATIŞBO - İMKB50 | →                  | 7,784 <sup>a</sup> | 0,00     |
| İMKB50 - SATIŞBO | ←                  | 0,616              | 0,54     |
| SATIŞBO-İMKB100  | ←                  | 4,468              | 4,14     |
| İMKB100-SATIŞBO  | →                  | 1,747 <sup>c</sup> | 0,08     |
| SATIŞBO - PİYASA | ←                  | 20,047             | 1,47     |
| PİYASA - SATIŞBO | ←                  | 0,823              | 0,37     |
| SATIŞBO - F/K    | →                  | 2,776 <sup>a</sup> | 0,00     |
| F/K - SATIŞBO    | ←                  | 1,384              | 0,19     |
| SATIŞBO - İHACMİ | →                  | 8,199 <sup>a</sup> | 0,00     |
| İHACMİ - SATIŞBO | ←                  | 0,123              | 0,73     |

\* a=%1, b=%5 ve c=%10 önem düzeyini göstermektedir.



Granger Nedensellik analizinden elde edilen bu sonuçlar, yabancı alışlarının İMKB 30, İMKB 100 Endeksleri ve piyasa değerindeki değişimlerin bir nedeni olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.14 incelendiğinde ise, SATIŞBO değişkeni ile PİYASA değişkeni arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır. SATIŞBO değişkeninden İMKB50, F/K ve İHACMİ değişkenlerine doğru, İMKB30 ve İMKB100 değişkenlerinden SATIŞBO değişkenine doğru bir nedenselliğin olduğu gözlenmiştir. Yani yabancı portföy yatırımcıların satışları İMKB50 endeksini, İMKB fiyat/kazanç oranını ve İMKB işlem hacminin etkilenmesine neden olurken, İMKB30 ve İMKB100 endeksleri ise yabancı portföy yatırımcılarının satış kararlarının etkilenmesine neden olmaktadır.

Granger Nedensellik analizinden elde edilen bu sonuçlar, yabancı satışlarının İMKB 50 Endeksi, F/K ve işlem hacmindeki değişimlerin bir nedeni olduğunu göstermektedir.

## SONUÇ

Çalışmanın amacı, Türkiye'ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımcılarının belirleyicilerinin tespiti ve yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasına etkisini ölçmektir. Çalışmada kullanılan veriler, İMKB, Mekez Bankası ve International Country Risk Guide (ICRG)'in resmi web sitelerinden elde edilmiştir. Çalışma 1998:01-2010:12 dönemini kapsamaktadır.

Çalışmanın ilk amacı yabancı portföy yatırımcılarının alış ve satış kararlarını belirleyen faktörleri tespit etmektir. Türkiye'ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımcılarının hangi faktörleri dikkate alarak İMKB'den alış ve satış yaptıklarını belirlemek için, yabancı portföy yatırımcılarının İMKB'den yapmış oldukları alış ve satış tutarları ayrı ayrı, literatürde belirtilen faktörlere ve Türkiye ekonomisinin mevcut durumu göz önüne alınarak seçilmiş makro ekonomik değişkenler ve ülkelerin risk derecelendirmelerini yapan ICRG tarafından tespit edilmiş finansal, ekonomik ve siyasal risk dereceleri ile regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizi ile yabancı portföy yatırımcılarının alış ve satış kararlarını belirleyen değişkenler ve bunların alış ve satış kararlarını hangi yönde etkiledikleri tespit edilecektir.

Bu amaçla, yabancı yatırımcıların alış (LOGALİS) ve satış (LOGSATİS) değerleri ayrı ayrı bağımlı değişken olarak ve bağımlı değişkenin bir gecikmeli değeri (LOGALIŞ(-1) / LOGSATIŞ(-1)) ve Türkiye ekonomisine ait, Dış Ticaret Dengesi (DTD), ABD Dolar faiz oranı (FAİZ), Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (LOGGSYİH), ABD Dolar kuru (KUR), Döviz Rezervi (LOGREZERV), Ödemeler Dengesi (LOGÖDENG), Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Ticari Açıklık (TİCAÇIK), Finansal Açıklık (FİNACIK), İMKB 100 Endeksi (İMKB100), Ekonomik Risk (E), Finansal Risk (F) ve Politik Risk (P) bağımsız değişkenleri ile EKK yöntemi kullanılarak çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Analize geçmeden önce sahte regresyon problemini gidermek için tüm değişkenlere Augmented Dickey-Fuller birim kök testi uygulanarak durağanlık dereceleri ve uygun gecikme uzunlukları tespit edilerek, analiz için gerekli modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan modellerin EKK yönteminin temel varsayımları olan Çoklu Doğrusal Bağlantı, Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılık varsayımları test edildikten sonra analiz yapılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırımcıların alış kararlarını belirleyen değişkenlerin LOGALİS(-1), FAİZ, LOGGSYİH, TÜFE, İMKB100, DTD, E, F,

TİCACIK ve FİNACIK değişkenleri olduğu görülmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının alış kararlarının belirleyicileri katsayılarının büyüklüğüne göre, İMKB100 (+5,998), LOGALİS(-1) (+0,895), LOGGSYİH (+0,553), FİNACIK (+0,025), DTD (+0,015), TÜFE (+0,002), E (-0,04), F (-0,051), TİCACIK (-0,062) ve FAİZ (-0,272) şeklinde sıralanmaktadır.

Yabancı yatırımcıların satış kararlarını belirleyen değişkenlerin ise LOGSATİS(-1), LOGGSYİH, TÜFE, İMKB100 ve E değişkenleri olduğu tespit edilmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının satış kararlarının belirleyicileri, katsayılarının etkisine göre, İMKB100 (-3,977), LOGSATİS(-1) (+0,836), LOGGSYİH (-0,473), E (+0,042) ve TÜFE (-0,001) şeklinde sıralanmaktadır.

Çalışmanın ikinci amacı ise, yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasına etkisini tespit etmektir. Bu amaçla İMKB 30 Endeksi (İMKB30), İMKB 50 Endeksi (İMKB50), İMKB 100 Endeksi (İMKB100), İMKB Piyasa Değeri (PİYASA), İMKB Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) ve İMKB İşlem Hacmi (İHACMİ) değişkenlerinin büyüme oranları bağımlı değişkenler ve yabancı portföy alışları (ALİŞBO) ve satışları (SATİSBO) ayrı ayrı bağımsız değişkenler olarak oluşturulan on iki model regresyon analizine tabi tutularak etkileri belirlenmiştir. Regresyon analizine geçmeden önce değişkenlere Augmented Dickey-Fuller birim kök testi uygulanarak durağanlık dereceleri ve uygun gecikme uzunlukları tespit edilerek, analiz için gerekli modeller oluşturulmuştur. Değişkenlerin seviye değerlerinde durağan oldukları tespit edilmiştir. Kurulan modeller EKK yöntemi ile regresyon analizi yapılmış, daha sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki olup olmadığı Johansen-Juselius Eş-bütünleşme testi kullanılarak tespit edilmiştir. Ayrıca ilişkilerin yönünü belirlemek amacıyla da Granger Nedensellik testi uygulanmıştır.

Yapılan regresyon analizleri sonuçlarına göre, bağımsız değişken olarak modele alınan ALİŞBO değişkeni, bağımlı F/K değişkenini etkilemediği; İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerini % 1 önem seviyesinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip oldukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yabancı portföy yatırımcılarının alışlarında görülen büyüme oranlarındaki %1'lik artış; İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinde sırasıyla %0,193, %0,180, %0,185, %0,175 ve %1,010 oranlarında artışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların

alışlarındaki değişimin diğer değişkenlere etkisi, katsayı büyüklüğüne göre İHACMİ, İMKB30, İMKB100, İMKB50 ve PİYASA şeklinde sıralanmaktadır.

SATIŞBO değişkeninin bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizlerinin sonucunda, F/K değişkeni anlamsız bulunurken İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenleri ile kurulan modellerin % 1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif etkiye sahip oldukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yabancı yatırımcıların satışlarının büyüme oranındaki %1'lik artış İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA ve İHACMİ değişkenlerinde sırasıyla %0,146, %0,106, %0,146, %0,142 ve %0,873 oranlarında azalışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların satışlarındaki değişimin diğer değişkenlere etkisi, katsayı büyüklüğüne göre İHACMİ, İMKB30, İMKB100, İMKB50 ve PİYASA şeklinde sıralanmaktadır.

Yabancı portföy yatırımcılarının alışlarındaki artış İMKB30, İMKB50, İMKB100 endekslerini, İMKB piyasa değerini ve İMKB'de gerçekleşen işlem hacmini artırırken, satışlarındaki artış ise alışların aksine İMKB30, İMKB50, İMKB100 endekslerini, İMKB piyasa değerini ve İMKB'de gerçekleşen işlem hacmini azaltmaktadır. Yabancı portföy yatırımcılarının alışlarının ve satışlarının, İMKB fiyat/kazanç oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

YPY'nin menkul kıymetler piyasasıyla uzun dönemli ilişkisinin olup olmadığını belirlemek amacıyla, regresyon analizinde yer alan değişken çiftleri ile Johansen-Juselius eş bütünleşme testi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, ALIŞBO değişkeni ile İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenlerinin eşbütünleşik olduğu, yani uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, yabancı portföy yatırımcılarının alışları ile İMKB30, İMKB50 ve İMKB100 endeksleri, İMKB piyasa değeri, işlem hacmi ve fiyat/kazanç oranları arasında uzun dönemli bir etkileşim söz konusudur.

SATIŞBO değişkeni ile İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenlerinin eşbütünleşik oldukları görülmektedir. Bir başka ifadeyle, yabancı portföy yatırımcılarının satışları ile İMKB30, İMKB50 ve İMKB100 endeksleri, İMKB piyasa değeri, işlem hacmi ve fiyat/kazanç oranları arasında uzun dönemli bir etkileşim bulunmaktadır.

ALIŞBO ve SATIŞBO değişkenleri ile menkul kıymetler piyasasını temsilen seçilmiş İMKB30, İMKB50, İMKB100, PİYASA, F/K ve İHACMİ değişkenleri

arasındaki ilişkinin yönünü araştırmak amacıyla Granger Nedensellik Sınaması yapılmıştır. Granger Nedensellik Sınaması yapabilmek için değişkenlerin uygun gecikme değerlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla tüm değişkenlerin uygun gecikme değerleri, Akaike Bilgi Kriteri'nin en küçük olduğu değerler araştırılarak tespit edilmiştir. Belirlenen gecikme uzunlukları ile değişkenlere Granger Nedensellik Sınaması yapılmıştır.

Elde edilen sonuçlar, ALIşBO değişkeni ile nedensellik analizine tabi tutulan değişkenlerden İMKB50 ve İHACMİ değişkenleri arasında bir nedensellik olmadığını göstermektedir. ALIşBO değişkeninden İMKB30, İMKB100 ve PİYASA değişkenlerine doğru; F/K değişkeninden ise ALIşBO değişkenine doğru tek taraflı bir nedensellik tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, yabancı portföy yatırımcılarının alışları İMKB30, İMKB100 endekslerinin ve İMKB piyasa değerinin etkilenmesine neden olurken, İMKB fiyat/kazanç oranı ise yabancı portföy yatırımcılarının alışlarının etkilenmesine neden olmaktadır.

SATIşBO değişkeni ile yapılan Granger Nedensellik Sınaması'nda SATIşBO değişkeni ile PİYASA değişkeni arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır. SATIşBO değişkeninden İMKB50, F/K ve İHACMİ değişkenlerine doğru; İMKB30 ve İMKB100 değişkenlerinden SATIşBO değişkenine doğru bir nedenselliğin olduğu gözlenmiştir. Yani yabancı portföy yatırımcıların satışları İMKB50 endeksini, İMKB fiyat/kazanç oranını ve İMKB işlem hacminin etkilenmesine neden olurken, İMKB30 ve İMKB100 endeksleri ise yabancı portföy yatırımcılarının satış kararlarının etkilenmesine neden olmaktadır.

Ülke içinde gerekli tasarrufları sağlayamayan ve dış tasarruflara yani yabancı sermayeye ihtiyaç duyan Türkiye ve Türkiye gibi gelişmekte olan ölkelerde, yabancı portföy yatırımı çekebilmek için enflasyon oranını belirli bir eşik düzeyi aşmayacak şekilde korumak, faizler genel düzeyini artırmaksızın dış ticaret açığının azaltılmasına ve ölkenin ekonomik büyümesinin sağlanılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun yanısıra ölkenin ekonomik ve finansal riskinin düşük düzeyde tutulması için gerekli ortamların oluşturulması ve tedbirlerin alınması gerekmektedir.

Yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasında yoğun bir şekilde görülmesi ve yıllar itibariyle ilginin artıyor olması Türkiye ekonomisinin sağlam bir

menkul kıymet piyasasına sahip olduğunun, ekonomik büyümesinin süreceğinin ve ülkenin ekonomik ve finansal riskinin yeteri düzeyde olduğunun bir göstergesidir.

Analiz sonuçları, Türkiye'ye yatırım yapan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerinin Dış Ticaret Dengesi, Dolar Faiz Oranı, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Enflasyon, Ticari Açıklık, Finansal Açıklık, İMKB 100 Endeksi, Ekonomik Risk ve Finansal Risk faktörleri olduğunu göstermektedir. Politika yapıcıların, bu doğrultuda politikalar geliştirmeleri, ihtiyaç duyulan yabancı sermayeyi ülkeye daha büyük miktarlarda çekmelerine olanak sağlayabilecektir. Bu politikalar çerçevesinde ve kararlı bir tutum içinde yapısal reformları gerçekleştirmek, ekonomik, finansal ve politik planlamalar açısından oldukça önemlidir.

Yabancı portföy yatırımları menkul kıymetler piyasasında özellikle İMKB 30 endeksinden etkilenmektedir. Bu durum yabancı yatırımcıların yüksek işlem hacmine sahip olan firmaları takip ederek yatırım yaptığını göstermektedir. Bunun yanısıra İMKB 100 endeksinden de etkilendiği, İMKB 50 endeksinin etkisinin daha az olduğu görülmektedir. Bu bakımdan, gerek bireysel gerekse kurumsal yerli yatırımcıların yatırım kararı verirken yukarıda belirtilen faktörler verecekleri kararları etkileyebilecektir. Ayrıca menkul kıymetler piyasasında yoğunluğu ve etkisi büyük olan yabancı yatırımcıların, İMKB 30, İMKB 100 endeks değişimlerine ve önceki dönem kararlarına dikkat ettikleri görülmektedir. Zira yabancı portföy alış ve satış kararlarının önceki dönem kararlarından etkilenmesi yabancı yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket ettiklerinin bir göstergesidir.

**KAYNAKÇA**

- Açıkalin, Sezgin ve Ünal, Seyfettin, *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi*, Ekin Yayınları, Bursa 2007.
- Afşar, Bilge, *Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dışsal Ekonomiler: Turizm Sektörü Örneği*, Konya Ticaret Odası Etüd ve Araştırma Servisi, Konya 2007.
- Aggarwal, Reena, Klapper, Leora ve Wysocki, Peter D., “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors”, *Plicy Research Working Paper*, No: 3101, 2002, 1-34.
- Aguiton, Christophe, *Bu Dünya Bizim Başka Bir Küreselleşmenin Aktörleri*, İthaki Yayınları, İstanbul 2005.
- Ağır, Hüseyin, *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Ankara, 2010, 53-58.
- Akmut, Özdemir, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara 1989.
- Albayrak, Ali Sait, “Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:X, Sayı:II, 2008, 111-134.
- Albeni, Mesut ve Demir, Yusuf, “Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Sayı: 14, 2005, 1-18.
- Alma, Özlem G., Vupa, Özgül, “Regresyon Analizinde Kullanılan En Küçük Kareler ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemlerinin Karşılaştırılması”, *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi (E-Dergi)*, Cilt:3, No:2, 2008, 219-229.
- Alp, Ali, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, Ankara 2002.
- Apak, Sudi ve Tavşancı, Aykut, “Short Term Capital Movements and Foreign Ownership in Turkish banking Sector”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.

- Atvur, Senem, “Küreselleşme Sürecinde GOÜde Dünya Kentleri”, Küreselleşme, *Demokratikleşme ve Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008.
- Ay, Ahmet ve Mangır, Fatih, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Türkiye”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.
- Aydın, M.Kemal, *Sermayenin Küreselleşmesi*, Değişim Yayınları, İstanbul 2003.
- Aydın, Özlem, *Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma ve Türkiye’de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008.
- Bal, Harun, *Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye*, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara 1998.
- Balkan, Erol, Biçer, Gül ve Erinç, Yeldan, "Patterns Of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy". *Working Paper presented at the International METU Conference on Economics VI*, September 2002, Ankara, Turkey.
- Bartram, Söhnke M. ve Dufey, Gunter, “International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.10, No. 3, August 2001.
- Başaran, Mustafa, “Finansal Piyasalarda Küresel Etkiler Türk Finans Piyasalarının Analizi”, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye: Fırsatlar ve Sorunlar Sempozyumu*, 12-14 Kasım 2008.
- Başoğlu, Ufuk, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4, 2000, 88-99.
- Başoğlu, Ufuk, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız, *Dünya Ekonomisi küreselleşme, Finansal Kurumlar e Küresel Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi, Bursa 1999.
- Bolak, Mehmet, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul 2001.



- Bordo, Michael David ve Jonung, Lars, "A Return To Convertibility Principle? Monetary And Fiscal Regimes In Historical Perspective", *International Economic Association Conference*, September 4-7, Toronto 1997.
- Brake, Terence, *Managing Globally*, Dorling Kinderslev Limited, 2002.
- Brennan, Michael J. ve Cao, H.Henry, "International Portfolio Investment Flows", *The Journal Of Finance*, Cilt: 52, No:5, 1997, 1851-1880.
- Buckley, P.J. ve Casson, M.C., *The Future Of The Multinational Enterprise*, Macmillan, London 1976.
- Canbaş, Serpil ve Doğukanlı, Hatice, *Finansal Pazarlar Finansal Kurular ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul 2001.
- Ceylan, Ali, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa 2000.
- Choudhry, T., "Inflation and Rates of Return on Stocks: Evidence from High Inflation Countries", *Journal of International Financial Markets*, 11, 2001, 75-96.
- Civan, Mehmet, *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ekin Yayınevi, Bursa 2010.
- Claessens, Stijn, *Equity Portfolio Investment in Developing Countries A Literature Survey, Policy Research Working Paper International Economics Department*, The World Bank, February 1993.
- Coase, R.H, "The Nature Of The Firm", *Economica*, Cilt:4, 1973, 386-405.
- Çetenak, Emin Hüseyin, *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi), Çukurova Üniversitesi sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Adana 2006.
- Çeviker, Abdüllatif ve Reel, Yeşim, "Türk ICT sektörünün küreselleşmesine ilişkin ampirik bir analiz", *Küreselleşme, Demokratikleşme ve Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008.

- Çilesiz, Yeşim ve Mısırlı, Okan, *Türkiye’de Yabancı Sermaye: Karlılık, Yoğunluk ve Teknoloji: 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Çerçevesinde Bir İnceleme*, Yased, Kasım 1998.
- Dahlquist, Magnus ve Robertsson, Göran, “Direct Foreign Ownership Institutional Investors, And Firm Characteristics”, *Journal Of Financial Economics*, Cilt: 59, 2001, 413-440.
- Darrat, Ali F. ve Omar, M., “Interdependence And Volatility Spillovers Under Market Liberalization: The Case Of Istanbul Stock Exchange”, *Journal Of Business Finance And Accounting*, Cilt:30, No:7-8, 2003, 1089-1114.
- Demeritte, Kevin, *Capital market Development And Forein Portfolio Investment In The Bahamas*, The Central Bank Of Bahamas, 2000.
- Demir, Yusuf, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Cilt:12, Sayı:1, 2007, 152-162.
- Demircan, Hayrettin, *Dünyada ve Türkiye’de yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri*, Hazine Müsteşarlığı Matbaası, Ankara.
- Demirel, Onur, *Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyüme Etkileri ve Türkiye Uygulaması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta 2006.
- Dış Ticaret Müsteşarlığı, 198, Erişim Tarihi: 16.08.2010  
[www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/15.pdf](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/15.pdf)
- Dilmen, Necmi Emel, *Bireyselleşen Küre*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.
- Dreyhaupt, Stephan J., *Locational Tournaments in The Context of The EU Competitive Environment*, Dissertation European Business Scholl Oestrich, Winkel 2005.
- Du, Jianjun, *A Comprehensive Study on Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment – A Diversification Approach*, A Dissertation Presented to The Faculty of the Graduate School of Saitn Louis University in Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Doctor of Philosophy, 2003.

- Dulupçu, Murat Ali ve Demirel, Onur, *Küreselleşme ve Uluslararasılaşma*, Socrates Comenius, Isparta 2005.
- Dunning, John H., “Location and the multinational enterprise: a neglect factor?”, *Journal of International Business Studies*, 29, 1998, 45-66.
- Dunning, John H., “Explaining changing patterns of international production: some empirical tests”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, 1979, 269-296.
- Dunning, John H., “Trade, Location Of Economic Activity And The MNE: A Search For An Eclectic Approach”, *The International Allocation Of Economic Activity: Proceedings Of A Nobel Symposium Held at Stockholm*, Der. B. Ohlin, P.O.Hesselborn ve P.M.. Vicjkman, Macmillan, London 1977.
- Dura, Cihan, *Yeni Ekonomi ve Ulus Devlet, Küreselleşme Üzerine Notlar*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.
- Duranlar, Selçuk, *Küreselleşme sürecinde Yeni Ekonomi*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.
- Dursunoğlu, Abdulkadir, *Küreselleşme: Pratiksel ve Teoriksel Yaklaşım*, Çizgi Kitabevi, Konya 2010.
- Durusoy, Serap, *Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri*, Erişim Tarihi: 12.10.2010, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>
- Efe, Birol, *Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği*, İzmir Ticaret Odası Yayınları, İzmir 2002.
- Eichengreen, Barry, *Capital flows and Crises*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts-London 2003.
- Eichengreen, Barry, *Globalising Capital: A History of the International Monetary System*, Ed. Simone Polillo ve Mauro F. Guillen, “Globalisation Pressures And The State: The Worldwide Spread Of Central Bank Independence”, *AJS Volume 110*, Number 6, Princeton University Pres, New York 2005.
- Eker, Aytaç, *Küreselleşme Sürecinde Kamu Maliyesinde Yaşanan Dönüşüm*, (Ed. Aytaç Eker ve Hayal Ayça Şimşek), T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Yayın No: 2009/392, Ankara 2009.

- Ekinci, Yaşagül, “GOÜde Fon Hareketleri, Finansal Krizler ve önleyici Mekanizmalar”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.
- Emsen, Ö.Selçuk ve Değer, M.Kemal, *Geçiş Ekonomileri ve Türkiye’de Yabancı Sermayenin Dinamikleri*, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum 2005.
- Erişim Tarihi: 14.04.2011, <http://www.ekodialog.com/Makaleler/yabanci-portfoy-yatirimlari.html>
- Erişim Tarihi: 20.08.2010, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/0,,pagePK:50004410~piPK:36602~theSitePK:29708,00.html>
- Erişim Tarihi: 20.08.2010, <http://www.imf.org/external/about.htm>
- Errunza, Vihang, “Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, And Economic Development”, *Review Of International Economics*, Cilt: 9, No:4, 2001, 703-726.
- Errunza, Vihang, “Gains From Portfolio Diversification Into Less Developed Countries’ Securities”, *Journal Of International Business Studies*, Cilt: 8, No:2, 1977, 83-99.
- Eryiğit, Mehmet ve Eryiğit, Canan, “Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Ekonomik Faktörler”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.
- Fama, E.F. ve French, K.R., “Permanent and Temporary Components of Stock Prices”, *Journal of Political Economy*, April 1988, 24-273.
- Freeman, Nick J. ve Bartels, Frank L., “Portfolio Investment In Southeast Asia’s Stock Markets: A Survey Of Institutional Investors’ Current Perceptions And Practices”, *Economics And Finance*, No:3, Nisan 2000, 1-46.
- Gerek, Sevgi, *Finansal Küreselleşme ve Türkiye*, Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 149, Eskişehir 1999.
- Gökgöz, Fazıl, “Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 63-2, 43-65.

- Gökkent, Gıyas, *Theory of Foreign Portfolio Investment*, Florida International University. (Phd dissertation), Miami-Florida 1997.
- Görmezöz, Kızbes K., *Türkiye'ye Doğrudan Gelen Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam Üzerindeki Etkileri*, (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi), Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Ankara 2007.
- Granger, C.W.J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, Cilt:37, No:3, 1969, 424-438.
- Gujarati, Damodar N., *Temel Ekonometri*, (Çev. Ümit Şenesen, Gülay G. Şenesen), Literatür Yayıncılık, 1999.
- Güloğlu, Bülent ve Altunoğlu, Ender, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim 2002, 111-140.
- Gümüş Gülüzar Kurt, "Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği", *İMKB Dergisi*, Cilt:11, Sayı:44, 2010, 61-96.
- Hablemitoğlu, Şengül, *Küreselleşme Düşlerden Gerçeklere*, Toplumsal Dönüşüm Yayınları, Ankara 2004.
- Hamilton, J. D., *Time Series Analysis*, Prenceton University Press, New Jersey 1994.
- Hearn, Bruce ve Piesse, Jenifer, "Market liquidity and stock size premia in emerging financial markets: The implications for foreign investment", *International Business Review*, Cilt: 19, Sayı:5, 2010, 489-501.
- İMKB, Araştırma Müdürlüğü, *Uluslararası Sermaye hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul 1994.
- İşeri, Müge ve Aktaş, Zeynep, *İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)*, Erişim Tarihi: 15.08.2010, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc), 1-13.
- İyibozkurt, Erol, *Küreselleşme ve Türkiye Sorunlar ve Çözümler*, Ezgi Kitabevi, İstanbul 2004.

- Jaensubhakij, Pichet, *Foreign Portfolio Investment, And Inflation In Emerging Stock Markets*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Department Of Economics, Stanford University,1998.
- Kadılar, Cem., *Uygulamalı Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi*, Bizim Büro Basımevi, Ankara 2000.
- Kandır, Serkan Yılmaz, “Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 38, 2008, 199-210.
- Karabulut, Ali Naci, “Küreselleşmenin Ticari Hayat Üzerindeki Etkileri”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl:7, Sayı: 76, Nisan 2004, 1-7.
- Karaca, Nil, “GATT’tan Dünya Ticaret Örgütü’ne”, *Maliye Dergisi*, Sayı: 144, Eylül-Aralık 2003, 84-99.
- Karagöz, Kadir, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler”, *16. İstatistik Araştırma Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, Sosyo-Ekonomik Gelişme ve İstatistik, Türkiye İstatistik Kurumu, 2007, 220-230.
- Karagöz, Kadir, “Türkiye’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri: Belirleyici faktörler ve Potansiyel”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.
- Karan, M. Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, 2004.
- Karluk, S. Rıdvan, *Uluslararası ekonomi Teori – Politika*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 2009.
- Karluk, S.Rıdvan, “Küresel Dünya’da Ekonomik Kriz”, *Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II*, Yıl:7, Sayı:42, 2001, 1009-1028.
- Karolyi, G. Andrew, “Did the Asian Financial Crisis Scare Foreign Investors Out of Japan?”, Erişim Tarihi: 15.08.2010, <http://cob.ohio-state.edu/fin/faculty/karolyi/papers/Flows0401.PDF>, 2001, 1-48.
- Kaya, Abdulkadir, Gülhan, Ünal ve Güngör, Bener, “Türkiye Ekonomisinde Finans Sektörü ve Reel Sektör Etkileşimi”, *Selçuk Üniversitesi İİBF 14. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, 1-9.

- Kaya, Vedat ve Yılmaz, Ömer, “Bölgesel enflasyon bölgesel büyüme ilişkisi: Türkiye İçin Zaman Serisi ve Panel Veri Analizleri”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Yıl:21, Sayı:247, Ekim 2006, 65.
- Kaymakçı, Oğuz ve Şahin, İlhan, *Küresel Bankacılık-Finans Sistemi ve Türk Bankacılık-Finans Sistemine Etkileri*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.
- Kaymakçı, Oğuz, *Kavramsal, Kuramsal ve Tarihsel Açından Küreselleşmeye Giriş, Küreselleşme Üzerine Notlar*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.
- Kazgan, Gülten, *Küreselleşme ve ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul 2005.
- Kemp, Peter, “The Globalization of The World”, (Ed. Peter Kemp), *Philosophical Problems Today*, Springer, Volume:3, Berlin, 2005, 15-28.
- Kenney, Martin ve Florida, Richard, *Locating Global Advantage: Industry Dynamics in The International Economy*, Stanford University Pres, 2003.
- Knickerbocker, Frederick T., *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Harvard University Press, Boston 1973.
- Knill, April M., “ Can Foreign Portfolio Investment Bridge The Small Firm Financing Gap Around The World?”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 3796, 1-48.
- Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa 2006.
- Korkmaz, Turhan, Çevik, E.İsmail ve Birkan, Elif, “Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, *Journal of Yasar University*, Sayı: 17, Cilt:5, 2010, 2821-2831.
- Koutsoyiannis, A., *Ekonometri Kuramı Ekonometri Yöntemlerinin Tanıtımına Giriş*, (Çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen), Verso Yayıncılık, Ankara 1989.
- Kreicher, Lawrence L., “International Capital Flows And Real Rates Of Interest”, *The Review Of Economics And Statistics*, Cilt: 63, No:1, 1981, 20-28.

- Kula, Ferit, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (2), 2003, 141-155.
- Kurt, Gülüzar, *Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı, 2007.
- Kurtaran, Ahmet, “Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (2), 2007, 367-382.
- Lay, Lucia ve Wickramanayake, Jayasinghe, “Role Of Inward Foreign Portfolio Investment In Transition Of Singapore To A High Income Economy: First 25 Years”, *The Icfai Journal Of International Business*, Cilt: II, No:4, 2007, 1-18.
- Levi, Maurice D., *International Finance*”, Routledge, New York 2005.
- Liljeblom, Eva ve Löflund, Anders, “Determinants of International Portfolio Investment Flows To a Small Market: Empirical Evidence”, Erişim Tarihi: 18.08.2010, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=264589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=264589), *Working Paper*, 2000, 1-25.
- Matsushita, Mitsuo, Schoenbaum, Thomas J. ve Mavroidis, Petros C., *The World Trade Organization Law, Practice, and Policy*, Oxford University Press, New York 2005.
- Meissner, Christopher M., “A New World Order: Explaining The Emergence Of The Classical Gold Standard”, Erişim Tarihi:12.06.2010, [http://www.j-bradford-delong.net/Grad2\\_Students/pdf\\_files/Meissner01.PDF](http://www.j-bradford-delong.net/Grad2_Students/pdf_files/Meissner01.PDF), 1-53.
- Mingst, Karen A., *Global Governance: The American Perspective*, Globalization and Global Governance, Little Field Publishers, Boston 1999.
- Moosa, Imad A., *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*, Palgrave Macmillan, New York 2002.
- Mutlu, Esin Can, Gürol, Yonca, Aşık, Özen ve Büyükbacı, Pınar, *Küreselleşme Ve Yönetim Yazını: 1990-2007 Döneminde Türkiye’de Yönetim Alanında Yazılmış Doktora Tezleri Üzerine Bir Araştırma*, Küreselleşme, Demokratikleşme ve



Türkiye Uluslararası Sempozyumu Bildiri Kitabı, Akdeniz Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 27-30 Mart 2008.

Oksay, Suna, *Çok uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, değerlendirilmesi* 1, Erişim Tarihi: 17.08.2010, [www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../cokulussayi8.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../cokulussayi8.doc)

Ögren, Anders, "Reserves, Money Supply and Prices: The International Adjustment Mechanism in Sweden Under The Silver and Gold Standards, 1834-1913", *SSE/EII Working Paper Series in Economics and Finance*, No: 544, November, 2003, 1-49.

Özbek, Dilek, *Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika*, İmaj Yayıncılık, Ankara 1999.

Özçam, Mustafa, *Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 104, Ankara 1997.

Özdemir, Süleyman, *Küreselleşme Sürecinde Refah Devleti*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2004-69, İstanbul 2004.

Özer, Ali, Kaya, Abdulkadir ve Özer, Nevin, "Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1, 2011, 163-182.

Özer, Gökhan, *Muhasebe Kaları İle Hisse Senedi Verimleri arasındaki İlişkiler İMKB'de Deneysel Bir Analiz*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:31, Ankara 1996.

Öztekin, Didem ve Erataş, Filiz, "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması", *Paper presented at EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics*, 17-19 Haziran 2009, Eskişehir, Turkey, 1-20.

Öztürk, Nurettin, *Finansal küreselleşme ve küresel Sermaye Akımları*, Küreselleşme Üzerine Notlar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara 2007.

Öztürk, Osman M., *Amerika Çökerken, Yeni Kutuplaşma*, Fark Yayınları, Ankara 2007.

- Pain, Nigel, "Financial Liberalization and Foreign Portfolio Investment In The United Kingdom", *Oxford Economic Papers*, New Series, Cilt: 45, No: 1, 1993, 83-102.
- Pal, Parthapratiim, "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic development: A Case Study of India", *Draft Paper Submitted for The Annual Conference on development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World*, Sao Paulo, Brazil, November 18-20,2006, 1-24.
- Parasız, M. İlker, *Uluslararası Para Sistemi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 1991.
- Parkinson, Martin ve McKissack, Adam, *The IMF And The Challenge Of Relevance In The International Financial Architecture*, The Future of The International Monetary System, Edward Elgar Publishing Limited, 2005.
- Patomaki, Heiki, "The Long Downward Wave of The World Economy and The Future of Global Conflict", *Globalizations*, May 2005, Cilt:2, 61-78.
- Petrochilos, George, *Foreign Direct Investment And The Development Process: Case Of Greece*, Aldershot-Avebury, 1989.
- Razin, Assaf ve Sadka, Efraim, "Transparency, Specialization and FDI", *CESifo Working Paper No. 1161*, 1-26.
- Razin, Assaf ve Sadka, Efraim, *Foreign Direct Investment: An analysis of aggregate flows*, Princeton: Princeton University Press, 2007.
- Sangbae, K. ve In, F., "The Relationship Between Stock Returns and Inflation: New Evidence from Wavelet analysis", *Journal of Empirical Finance*, 12, 2004, 435-444.
- Savaş Vural F., *Uluslararası Para Sistemi*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2010.
- Saygılı, Fatih, "Finansal Serbestleştirmenin, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri", *Ege Akademik Bakış*, Cilt:1, Sayı:1, 2001, 165-180.
- Sever, Erşan, Demir, Murat ve Yıldırım, Zariife, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama", *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar*, *Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.

- Seyidoğlu, Halil, “Finansal Sermaye Akımları ve Uluslararası Mali Krizler”, *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Sempozyum*, 24-27 Nisan 2008.
- Seyidoğlu, Halil, *İktisat Biliminin Temelleri*, Arıkan Basın Yayın Dağıtım, İstanbul 2006.
- Seyidoğlu, Halil, *Uluslararası Finans*, Kurtiş Matbaası, İstanbul 2003.
- Shapiro, Alan C., *Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon, Massachusetts, ABD, 115-118.
- Somuncu, Kartal ve Karan, Mehmet B., “The Impact of International Portfolio Investments on Istanbul Stock Exchange Market”, *Sayıştay Dergisi*, Sayı:77, Nisan-Haziran 2010, 149-169.
- Somuncu, Kartal ve Karan, Mehmet Baha, “Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Etkileri”, *9. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, Kapadokya, 2005.
- Stager, Manfred, *Küreselleşme*, (Çev. Abdullah Ersoy), Dost Kitabevi, Ankara 2006.
- Stiglitz, Joseph E., *Kürsellesme Büyük Hayal Kırıklığı*, (çev)Arzu Taşçıoğlu ve Deniz Vural, Plan B Yayınları, İstanbul 2006.
- Suzuki, Kenji ve Tanimoto, Kanji, “Does Foreign Investment Matter? Effects Of Foreign Investment On The Institutionalisation Of Corporate Social Responsibility By Japanese Firms”, *Asian Business & Management*, Cilt:9, Sayı:3, 2010, 379-400.
- Şahinöz, Ahmet, Dünya Ticaret Örgütü’nün Dönüşümü, Erişim Tarihi: 12.06.2010, <http://kisi.deu.edu.tr/utku.utkulu/WTO%20d%C3%B6n%C3%BC%C5%9F%C3%BCm%C3%BC%20-%20Ahmet%20%C5%9Eahin%C3%B6z.pdf>, 1-13.
- Şıklar, Emel, *Regresyon Analizine Giriş*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1255, Eskişehir 2000.
- Şiriner, İsmail, *Finansal Küreselleşme Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm*, Eti Yayınevi, İstanbul 2008.

- Taner, Berna ve Akaya, Cenk, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, Birleşik Matbaacılık, İzmir 2004.
- Tarı, Recep, *Ekonometri*, Alfa Basım, Yayım Dağıtım, İstanbul 1999.
- TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ankara 2002.
- TCMB, *Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması*, T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü.
- Toksoy, Ercan Serdar, “Küreselleşme ve Bölgeselleşme İlişkisi”, Erişim Tarihi: 12.07.2010, <http://www.serkantoksoy.com/makaleler/KuresellesmeVeBolgelesmeIliskisi.doc>, 1-4.
- Toprak, Metin, *Küreselleşme ve Kriz Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2001.
- Tutar, Filiz ve Yetişen, Handan, “Türkiye’de ki Özelleştirmelerde Yabancı Sermayenin Yeri”, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye: Fırsatlar ve Sorunlar Sempozyumu*, 12-14 Kasım 2008.
- Uluç, Güliz, *Küreselleşen Medya, İktidar ve Mücadele Alanı*, Anahtar Yayınları, İstanbul 2003.
- UNCTAD, United Nations Conference On Trade And Development, “Comprehensive Study Of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfölio Investment (FPI)”, 23.06.1999.
- UNCTAD, World Investment Report 2010.
- Utuş, Derya, “Küreselleşmenin Etkileri”, Erişim Tarihi: 12.08.2010, <http://www.ismailgunes.com/?p=872>.
- Uzgören, Nevin, Uzgören, Ergin, “Zaman Serilerinde Sahte Regresyon Sorunu ve Reel Kamu Harcamalarına yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması”, *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli sosyal Bilimler E-Dergisi*, Sayı:5, Ocak 2005, 1-14.
- Vernon, Raymond, “International Investment and International Trade in The Product Cycle”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 2, May 1966, 190-207.
- Waters, Malcom, *Globalization*, Routledge, London 2004.

Weiss, Andrew ve Nikitin, Georgiy A., “Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence From The Czech Republic”, *The Berkeley Electronic Press*, Cilt:4, No:1, 2004, 1-51.

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.imf.org](http://www.imf.org), Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data - Geographic Breakdown Tables (2005-2009)

[www.mb.gov.tr](http://www.mb.gov.tr)

[www.prsgroup.com/ICRG.aspx](http://www.prsgroup.com/ICRG.aspx)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)

[www.yased.org.tr](http://www.yased.org.tr)

Yapraklı, Sevda, “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama, *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik-Dergisi*, Sayı:5, 2007, 67-89.

YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu.

YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2007 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu.

YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2008 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu.

YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2009 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu.

YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2010 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu.

Yavan, Nuri, *Türkiye’de Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi Üzerine Uygulamalı Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2006.

Yavuz, Cavit ve Sivrikaya, Deniz, “Küreselleşmenin Aktörlerinden Çok uluslu İşletmeler ve Yönetişim”, Uluslararası Davraz Konferansı, 24-27 Eylül 2009, 1, Erişim Tarihi: 20.08.2010 <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/yonetim/yonetim6.pdf>

Yılmaz, Kamil, *Türkiye İçin Doğrudan Yabancı Yatırım Stratejisi’ne Doğru*, Koç Üniversitesi, Erişim Tarihi: 15.08.2010, <http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/DYYStrateji-TR.pdf> Ocak 2007, 1-62.

- Yörük, Nevin, *Finansal Varlık Fiyatlama modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul 2000.
- Yüce, Ayşe, “Türkiye’de Libarilizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *İMKB Dergisi*, Cilt:1, No:4, 1997, 1-13.
- Yüksel, Mehmet, *Küreselleşme Ulusal Hukuk ve Türkiye*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2001.
- Zengingönül, Oğul, “Nedir Bu Küreselleşme? Kaçabilirmiyiz? Kullanabilirmiyiz?”, *Esiad Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1, 86-108.
- Zengingönül, Oğul, *Küreselleşme Yoksulluk Gelişmişlik ve İşgücü Piyasaları Ekseninde*, Adres Yayınları, Ankara 2004.

## ÖZGEÇMİŞ

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>Kişisel Bilgiler</b> |  |
| Adı Soyadı              | Abdulkadir KAYA  |
| Doğum Yeri ve Tarihi    | Erzurum – 16.10.1975   |
| <b>Eğitim Durumu</b>    |  |
| Lisans Öğrenimi         | Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü   |
| Y.Lisans Öğrenimi       | Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman A.B.D.              |
| Bildiği Yabancı Diller  | İngilizce  |
| Bilimsel Faaliyetleri   |  |
| <b>İş Deneyimi</b>      |  |
| Stajlar                 | 1991-1992 Turgut AKTAŞ, SMMM.  |
| Çalıştığı Kurumlar      | 2000-2009 Atatürk Üniversitesi, Refahiye MYO.<br>2009- Atatürk Üniversitesi, Pasinler MYO. |
| <b>İletişim</b>         |  |
| E-Posta Adresi          | akadirkaya@atauni.edu.tr   |
| Tarih                   |  |