

**T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

SERKAN ÇINAR

**Danışman
PROF. DR. İBRAHİM EROL**

MANİSA

2008

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

SERKAN ÇINAR

Danışman
PROF. DR. İBRAHİM EROL

MANİSA
2008

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan yurtiçi tasarruf oranları istenilen büyüme oranlarına ulaşılmasının önünde bir engel teşkil etmektedir. Bu engeli aşmak için bu ülkeler yabancı yatırımları ülkelere çekmek istemektedirler. Türkiye’de benzer bir yol izleyerek yabancı sermaye yatırımlarının yetersiz yurtiçi tasarruflara eklenerek yatırımları ve buna bağlı olarak da büyüme oranlarını hızlandıracağı umulmaktadır. Bu amaçla Türkiye, yabancı sermayeyi ülkemize çekmek için yabancı yatırımlar üzerindeki engelleri kaldırmakta ve teşvikler vermektedir. Fakat bugüne kadar olan tecrübeler, bu sürecin istenildiği ölçüde istikrarlı bir büyüme yaratmadığını göstermektedir.

Çalışmamızın birinci bölümünde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portfolyo yatırımları açıklanacaktır. Çalışmamızın ikinci bölümünde de, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye açısından uluslararası sermaye akımları değerlendirilecektir.

Çalışmamızın son bölümünde ise, ülkemize gelen yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki etkileri incelenecek ve yabancı sermayenin ülkemize giriş ve çıkışlarında ekonomi üzerinde yarattığı etkiler değerlendirilmeye çalışılacaktır. Bu bölümün sonunda ise, yabancı sermayeyi ülkemize çekmek istememizin altında yatan tasarruf-yatırım-büyüme ilişkisinin beklenen ölçüde büyüme oranları üzerinde etkisi olup olmadığı ekonometrik analiz yöntemiyle araştırılacaktır.

ABSTRACT

Inadequate domestic saves in developing countries have suppressed for robust growth rates. For reason, developing countries have been willing to receive capital flows. Turkey on which following like the way, for additional inadequate domestic saves of capital flows have hope for that is grow up investment and growth rates. For these purpose, Turkey have given concessional and hold up curbs on capital flows. But, so far been experience have been indicated that this process is not appear a sustain growth.

In first chapter of our workfile will be explain direct foreign investment and portfolio investment. In second chapter, capital flows will evaluate in terms of developing countries and Turkey.

In our wokfile will evaluate to effects on Turkey economy of capital inflows to our country and effects on economy to appear capital inflows and out flows to our country will evaluate. In addiation, in this chapter will use econometric model for investment-saving-growth.

İÇİNDEKİLER:

| | |
|------------------------------------|-----|
| TABLolar LİSTESİ..... | v |
| ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ..... | vii |

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

| | |
|--|----|
| I- ULUSLARARASI SERMAYE..... | 1 |
| A- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI..... | 3 |
| 1- ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLİŞKİSİ..... | 7 |
| a. Çok Uluslu Şirketler..... | 9 |
| b. Çok Uluslu Şirketlerin Başka Ülke Pazarlarına Giriş Yolları..... | 11 |
| 2- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TÜRLERİ..... | 13 |
| a. Ortak Girişim (Joint Venture)..... | 13 |
| b. Şirket Evlilikleri (Şirket Birleşmeleri)..... | 14 |
| c. Stratejik Birleşmeler..... | 15 |
| 3- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI TEORİLERİ..... | 16 |
| a. Klasik ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Dış Ticaret Teorisi..... | 16 |
| b. Modern Dış Ticaret Teorisi..... | 17 |
| c. Yeni Dış Ticaret Teorileri..... | 18 |
| d. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi..... | 19 |
| e. Oligopolistik Tepki Teorisi..... | 20 |
| f. Endüstriyel Organizasyon Teorisi (S. Hymer – C.P. Kindleberger Teorisi)..... | 20 |
| g. İçselleştirme Teorisi..... | 21 |
| h. Dunning'in Eklektik Paradigması (OLI Paradigması)..... | 22 |

| | |
|---|----|
| 4- PORTFÖY TEORİLERİ..... | 23 |
| a. Modern Portföy Teorisi..... | 23 |
| b. Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli..... | 24 |
| c. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi..... | 25 |
| 5- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARIN NEDENLERİ..... | 26 |
| a. Dış Ticareti Kısıtlayıcı Önlemlerden Kaçınmak..... | 27 |
| b. Üretim Faaliyetlerinin Bütünleşmesi..... | 27 |
| c. Ham Maddelere ve Pazara Yakınlık..... | 27 |
| d. Aktarılmak İstenmeyen Bilgilerin Varlığı..... | 28 |
| e. Şirket Kalite Düzeyinin Korunması..... | 28 |
| f. Şirket Markasından Yararlanmak..... | 28 |
| g. Ucuz yabancı Faktör Kullanımı..... | 28 |
| h. Riski Azaltma İsteği..... | 29 |
| ı. Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi..... | 29 |
| i. Yerel Piyasadaki Kısıtlamalardan Kurtulmak..... | 29 |
| j. Yabancı Teknolojileri Öğrenme..... | 29 |
| k. Müşteri İzleme..... | 30 |
| l. Yatırım Çekmek İsteyen Ülke Açısından Paket Teorisi..... | 30 |
| B- PORTFÖY YATIRIMLARI..... | 31 |
| C- SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK GÖRÜŞLER..... | 33 |
| 1- SERMAYE AKIMLARINA İLİŞKİN NEO-KLASİK GÖRÜŞ..... | 34 |
| 2- SERMAYE AKIMLARA YÖNELİK NEO-LİBERAL GÖRÜŞÜN REDDİ..... | 37 |
| 3- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARI ARASINDAKİ FARKLAR..... | 42 |

| | |
|--|----|
| II- DEĞİŞEN DÜNYA KOŞULLARI VE ULUSLARARASI SERMAYE..... | 44 |
| A- SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ..... | 47 |
| 1- FİNANSAL PİYASALARIN SERBESTLEŞMESİ..... | 49 |
| 2- SERMAYENİN SERBESTLEŞMESİNİ HIZLANDIRAN UNSURLAR..... | 52 |
| 3- SERMAYE AKIMLARININ SERBESTLEŞME ŞEKİLLERİ..... | 53 |
| a. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Yoluyla..... | 55 |
| b. Kısa Vadeli Sermaye Akımları Yoluyla..... | 56 |
| c. Yeni Finansal Araçlar Yoluyla..... | 57 |

BÖLÜM 2

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ VE TÜRKİYE

EKONOMİSİNE ETKİLERİ

| | |
|--|-----|
| I- ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ..... | 59 |
| A- GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE SERMAYE AKIMLARI..... | 60 |
| B- GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ..... | 62 |
| C- TÜRKİYE'YE YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI..... | 76 |
| II- SERMAYE AKIMLARININ MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 106 |
| A- MİLLİ GELİR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 109 |
| B- ÖDEMELER DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 112 |
| C- İSTİHDAM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 113 |
| D- TEKNOLOJİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 115 |
| E- TASARRUF VE YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 116 |
| III- SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 117 |

| | |
|---|-----|
| A- YERLİ PARANIN DEĞERLENMESİ..... | 121 |
| B- FAİZ ORANLARININ YÜKSELMESİ..... | 122 |
| C- İÇ TALEBİN ARTMASI..... | 123 |
| D- DIŞ DENGİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 124 |
| E- KAMU DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 125 |
| F- PARA PİYASASI DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ..... | 126 |

BÖLÜM 3

TÜRKİYE'DE TASARRUF – YATIRIM İLİŞKİSİNİN YÖNÜNÜN NEDENSELLİK ANALİZİYLE İNCELENMESİ

| | |
|--|-----|
| I- SERİLERİN DURAĞANLIK TESTLERİ..... | 128 |
| II- TÜRKİYE'DE TASARRUF – YATIRIM İLİŞKİSİNİN YÖNÜNÜN NEDENSELLİK ANALİZİYLE İNCELENMESİ..... | 131 |
| A- YASARRUF-YATIRIM İLİŞKİSİ..... | 133 |
| B- NEDENSELLİK ANALİZİ..... | 134 |
| C- VERİLERİN YORUMLANMASI..... | 134 |
| D- SONUÇ..... | 136 |
| KAYNAKÇA..... | 140 |

TABLolar LİSTESİ

| | |
|--|-----|
| Tablo 1.1: Çok Uluslu Şirketler Ülke Ekonomilerine Olumlu ve Olumsuz Etkileri..... | 8 |
| Tablo 2.1: Birinci Dünya Savaşı'na Kadar Olan Yabancı Yatırımlar..... | 62 |
| Tablo 2.2: 1914-1938 Yılları Arasındaki Net Sermaye İhracı..... | 63 |
| Tablo 2.3: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının % Payı ve GSYİH'ya Oranla Bireysel Tasarruf Oranları..... | 72 |
| Tablo 2.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları..... | 78 |
| Tablo 2.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri..... | 81 |
| Tablo 2.6: 2006'daki En Büyük Özelleştirme, Birleşme ve Şirket Devralmaları..... | 83 |
| Tablo 2.7: Uluslararası İşçi Dövizi Akımları..... | 85 |
| Tablo 2.8: Türkiye'ye gelen Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1954-1979)..... | 88 |
| Tablo 2.9: Türkiye'deki Sermaye Akımları..... | 93 |
| Tablo 2.10: Cari İşlemler Dengesi..... | 101 |
| Tablo 2.11: Dış Açığın Finansman Kaynakları..... | 102 |
| Tablo 2.12: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri..... | 104 |
| Tablo 2.13: Türkiye'nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Paylar..... | 105 |
| Tablo 2.14: Türkiye'de Başlıca Uluslararası Birleşme Ve Satın Almalar (2007)..... | 106 |
| Tablo 2.15: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin Sektörlere Dağılımı..... | 108 |
| Tablo 2.16: Portföy Yatırımları..... | 110 |
| Tablo 2.17: Merkez Bankası Gecelik Faiz Oranları (2007)..... | 112 |
| Tablo 2.18: Bazı Ülkelerin Reel Faiz Oranları (%) (2007)..... | 113 |
| Tablo 2.19: Yurtdışına Doğrudan Yatırımlar..... | 114 |
| Tablo 2.20: Uluslararası sermayeli Firmaların Sayısının Ükelere Göre Dağılımı..... | 115 |
| Tablo 3.1: GSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları..... | 139 |

| | |
|--|-----|
| Tablo 3.2: TGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları..... | 139 |
| Tablo 3.3: SSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları..... | 140 |
| Tablo 3.4: KSSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları..... | 140 |
| Tablo 3.5: OSSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları..... | 141 |
| Tablo 3.6: Granger Nedensellik Analizi Sonuçları..... | 146 |

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ:

| | |
|--|-----|
| Grafik 1.1: Genel Uluslararası Sermaye Akımları Teorileri..... | 22 |
| Şekil 2.1: Dünya Geneli ve Ülke Grupları Olarak DYY Girişleri..... | 70 |
| Şekil 2.2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akımları..... | 76 |
| Şekil 2.3: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları 1990-2006..... | 77 |
| Şekil 2.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Hisse Senedi Akımları (1998-2006)..... | 79 |
| Şekil 2.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri..... | 81 |
| Grafik 2.1: Türkiye'nin Cari İşlemler Açıkları..... | 100 |
| Grafik 2.2: Yabancı Sermayeli Şirketlerin Kar Transferleri..... | 109 |
| Grafik 2.3: Portföy Yatırımları (Net), Hisse Senetleri ve Borç Senetleri Girişleri..... | 111 |
| Grafik 2.4: Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri..... | 130 |

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

Dünyada son yıllarda gerçekleşen teknolojik gelişmeler sonucunda uluslararası sermaye akımlarının boyutlarında ve yapısında önemli değişiklikler görülmektedir. Buna ek olarak, dünya finans piyasalarının artan bütünleşme ve serbestleşme uygulamaları, ülke piyasaları arasındaki uluslararası sermaye akımlarını dikkat çekici ölçüde arttırmıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra dünya ekonomisi çok hızlı ve çeşitli oluşumlara sahne olmuştur. Günümüzde dünya ekonomisi tek bir bütün haline gelen, toplumsal, politik ve kültürel alanları da içine alarak ulusal sınırları aşan bir oluşum içindedir. Genel olarak küreselleşme olarak nitelendirilen bu oluşum, dünya ölçeğinde ekonomik, sosyal ve kültürel alanlarda önemli değişimlere yol açmıştır. Küreselleşmeyle birlikte sermaye hareketleri, üretim ve teknoloji uluslararası şirketler aracılığıyla küresel boyutlara ulaşmakta ve dünya ekonomisinde genel olarak bu şirketlerin daha çok söz sahibi olmasına yönelik bir değişim yaşanmaktadır.

I- ULUSLARARASI SERMAYE

Uluslararası sermaye, bir ülkenin sermaye stokuna, o ülkenin ulusal sınırları dışındaki başka bir ülkenin kurum veya vatandaşlarının sahipliği olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bir ülkede yerleşik bulunanların kendi ülkelerinin sınırları dışında servet edinmelerine uluslararası yatırım veya uluslararası sermaye yatırımı denir. Uluslararası sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak için gerekli olan sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan sağlanabilmesidir. Hükümetler, halka kısa zamanda refah sağlamak için uluslararası sermayeyi gerek yatırım gerekse borçlanma şeklinde davet etmektedirler.¹ Ülke vatandaşları ise uluslararası sermayeyi kendi yatırım amaçlarının gerçekleşmesi

¹ Kenan BULUTOĞLU, 100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye, 100 Soruda Dizisi, Gerçek Yayınevi, İstanbul – 1970, s. 6

için talep etmektedirler. Böylelikle kendi tasarruflarından daha fazlasını yatırıma dönüştürme imkanı bulacaklardır. Uluslararası sermaye hareketi ise yatırım amacıyla bir ülkedeki yerleşik kişi veya kurumlara fon aktarılması veya gönderilmesi olarak açıklanmaktadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için ekonomik kalkınmanın önündeki en büyük engellerden biri kaynak yetersizliğidir. Çünkü, ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma (gelişme) sağlanamaz, üretim artmaz. Bu sebeple yatırımlar ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü bol olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilecektir. Az gelişmiş ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadırlar.

Başka bir tanımlamaya göre, uluslararası (yabancı) sermaye, bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere, başka ülkelere kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ve/veya teknolojik kaynaklardır. Bu kaynaklar, bir ülkeden başka bir ülkeye borç olarak gider ve karşılığı ana para ve faiz ödemesi şeklinde olur. Ayrıca, yatırıma veya yatırım ve üretime katılma şeklinde de gerçekleşebilir, bu durumda bir ülkenin diğer ülkede mülkiyet hakkı doğar, karşılığı rant veya kar şeklinde olur.¹

Uluslararası yatırım veya yabancı sermayenin bir diğer tanımı da, bir ülkede yerleşik kişi veya kuruluşların ülke sınırlarının dışında servet edinmeleri olarak tanımlanabilir. Yabancı ülkelere edinilen servetler ise, ya mali ya da reel (fiziki) bir nitelik taşıyabilir. Yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin satın alınması birinci gruba örnek gösterilebilir. Bu tür yatırımlara uluslararası portfolyo yatırımı da

¹ Güngör URAS, Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları, İktisadi Yayınlar Dizisi, İstanbul – 1979, s. 27

denmektedir. Yabancı ülkelerde bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerler elde edilmesi de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının kapsamını oluşturmaktadır.¹

Uluslararası sermayenin yukarıdaki tanımları ışığında, temelde yabancı ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı (PY), bina, fabrika, arazi ve tesis gibi reel nitelikli fiziki değerlerin elde edilmesi de doğrudan yabancı yatırım (DYY) olarak sınıflandırılmaktadır. Bununla birlikte doğrudan üretime yansıyan teknoloji, işletme bilgisi ve deneyimleri biçimindeki yatırımları da uluslararası sermaye yatırımı olarak kabul edebiliriz.

A- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

“Doğrudan yabancı sermaye yatırımları” ve “doğrudan yabancı yatırımlar” kavramları sıklıkla birbirleri yerine kullanılmaktadır. Bununla birlikte, aralarında çok fazla anlam farkı olmamasına rağmen, “direkt yatırım”, “direkt yabancı sermaye yatırımı”, “özel yabancı sermaye yatırımı” ve “uluslararası sermaye yatırımları” gibi çeşitli kavramlar da doğrudan yabancı sermaye yatırımları yerine kullanılmaktadır.

Uluslararası ekonomi literatüründe, “doğrudan yabancı sermaye yatırımı” veya “özel yabancı sermaye yatırımı” olarak kullanılan terimler arasında önemli derecede bir anlam farkı yoktur. Buradaki “doğrudan veya direkt” kelimeleri, sermaye ile birlikte değişen ölçüde teknoloji, know-how ve işletmecilik bilgisinin de ülkeye geldiğini açıklamaktadır.² Yukarıda geçen “yabancı” kelimesi, herhangi bir ülkenin sınırları dışında olmak anlamında kullanılmaktadır. “Yabancı sermaye” ise, bir ülkedeki mevcut sermaye stokuna, başka bir ülkenin sahipliğini ifade etmektedir. Özel kelimesi, ülkeye gelen yabancı sermayenin o ülkenin devletine değil vatandaşlarına ait olduğunu göstermektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kısaca, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımlardır. Burada

¹ Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s.577

² Rıdvan KARLUK(a), Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika, Beta Basım-Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul – 2003, s. 485

yatırımcının, kuruluşun sermayesinde % 10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması gerekir.¹

05.06.2003 tarihinde kabul edilen, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu'nda doğrudan yabancı yatırımların amacı ve kapsamı şu şekilde verilmiştir:

“Bu Kanunun amacı, doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesine, yabancı yatırımcıların haklarının korunması ile yatırım ve yatırımcı tanımlarında uluslararası standartlara uyulmasına, doğrudan yabancı yatırımların gerçekleştirilmesinde izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülmesine ve tespit edilen politikalar yoluyla doğrudan yabancı yatırımların artırılmasına ilişkin esasları düzenlemektir. Bu Kanun, doğrudan yabancı yatırımlara uygulanacak muameleyi kapsar.”²

Aynı kanunun ikinci maddesinde ise, kanunda geçen tanımlar açıklanmıştır. Bu Kanunda geçen;

- “Yabancı yatırımcı: Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım yapan,

Yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarını,

Yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları,

- Doğrudan yabancı yatırım: Yabancı yatırımcı tarafından,

Yurt dışından getirilen; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınaî ve fikrî mülkiyet hakları,

Yurt içinden sağlanan; yeniden yatırımda kullanılan kar, hasılat, para alacağı veya malî değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar ve doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadî kıymetler aracılığıyla;

Yeni şirket kurmayı veya şube açmayı ve menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az % 10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı,

- Müsteşarlık: Hazine Müsteşarlığını” ifade etmektedir.

¹ T.C. Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleriyle Türkiye Uygulaması – 2007, s. 7

² Resmi Gazete, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Uygulama Yönetmeliği, 20 Ağustos 2003

Ayrıca Kanun'un diğer dikkat çeken maddeleri de kısaca şunlardır:

- Kanun ile yabancı sermayeli olarak kurulacak şirketlerin şirket kuruluşu için Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'nden almak zorunda oldukları ön izin kaldırılmıştır. Böylece kuruluş işlemi tamamen yerli sermayeli şirketlerde olduğu gibi gerçekleştirilecektir. Türkiye'de kurulan yabancı sermayeli şirketler Türk Şirketi sayıldığından bu şirketlerin hak ve yükümlülükleri de Türk Ticaret Kanunu ve diğer mevzuatla Türk şirketleri için belirlenen hak ve yükümlülükler çerçevesindedir.

- 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile 1954 yılında öngörmüş bulunan milli muamele esasına bu kanunda da yer verilerek, ülkemizde yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılarla eşit hak ve yükümlülüklerle tabi olmalarının esas olduğu, bu ilke uygulamasından ancak aksine bir kanun hükmünün varlığı halinde ve söz konusu hükümde yer alan esaslar çerçevesinde terk edilebileceği hususu belirtilmiştir.

- Doğrudan yabancı yatırımlar, yürürlükteki mevzuat gereğince; kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılmaz veya devletleştirilemez.

- Kanunda yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kar, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedellerinin, lisans, yönetim ve benzeri anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağlar ile dış kredi ana para ve faiz ödemelerinin, bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebileceği hükmü açıkça ifade edilmiştir.¹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede bir firmayı satın almak, kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla kişi veya firmalar tarafından diğer ülkelerde bulunan firmalara yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır.² Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ülkeler arasındaki sermaye transferleri, bir piyasa işlemi olmadan diğer ülkeye aktarılmaktadır.³ Yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olmadan da doğrudan yabancı sermaye yatırımları gerçekleşebilmektedir. Yabancı sermaye sahiplerinin yatırımdan elde edilen karlarını yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklemesi doğrudan yatırımlar kapsamında

¹ Resmi Gazete, 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003

² Rıdvan KARLUK(a), a.g.e., s. 486

³ Rıdvan KARLUK(b), Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları, Alfa Yayınları, İstanbul – 1983, s. 14

değerlendirilir. Doğrudan yabancı sermaye ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça, ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak üzere girmektedir. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye ülkeye lisans, know-how, işletmecilik bilgisi gibi gayri maddi haklar ve hizmetler şeklinde de girebilmektedir. Aynı yatırım içerisinde ülkeye kısmen döviz, makine donanımı, kısmen de know-how, teknik bilgi ve lisans şeklinde girebilir.

Başka bir tanımlamaya göre yabancı sermaye, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya bir kaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanmaktadır.¹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çok uluslu şirketler tarafından yapılması nedeniyle; doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve çok uluslu şirketler arasında çok yakın bir ilişki vardır.² Çok uluslu şirketin ana merkezinin bulunduğu ülke dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması diğer bir yabancı sermaye tanımıdır.

Bir yatırımın doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanabilmesi için bazı özelliklere sahip olmalıdır. Bunlar;

- Yönetim kurulunda temsil edilme,
- Politika oluşturma sürecine katılma,
- Şirketler arası somut ilişkilerin varlığı,
- Yerli ve yabancı personel arası mobilitenin olması,
- Teknik bilgi tedariki,

¹ DPT, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara – 2000, s.1

² Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 718

- Uzun dönemli borçların yatırım yapılan işletmeye mevcut piyasa koşullarından daha uygun şartlarda temin edilmesi.¹

1- ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER VE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLİŞKİSİ

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile çok uluslu şirketler arasında çok yakın bir ilişki vardır. Çünkü doğrudan yatırımları yapanlar genellikle çok uluslu şirketlerdir. Çok uluslu şirketlerin amaçları dünya çapında farklı piyasalarda bulunarak karlarını maksimuma ulaştırmaktır. Son yıllarda dünya ekonomisinde büyük önem arz eden çok uluslu şirketlerin, üretimlerini ana merkezinin bulunduğu ülkenin sınırları dışındaki ülkelere kaydırması yatırım yaptıkları ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişi sağlamaktadır. Bir çok uluslu şirketin, ana merkezinin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması veya sermayesini arttırarak kendine bağlı bir şirket durumuna getirmesi bir doğrudan yabancı sermaye yatırımıdır. Çok uluslu şirketler doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmaya karar verirken başka ülkelere yapacakları yatırımları nasıl gerçekleştireceklerine de karar vermeleri gerekmektedir.

Yatırımın yaptıkları ülkelerin ekonomilerine etkileri bakımından çok uluslu şirketlerin olumlu ve olumsuz tarafları bulunmaktadır. Bu olumlu ve olumsuz görüşler aşağıdaki tabloda kısaca verilecektir.

¹ Hayrettin DEMİRCAN, Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri, T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara – 2003, s. 2

Tablo 1.1: Çok Uluslu Şirketler Ülke Ekonomilerine Olumlu ve Olumsuz Etkileri

| | Olumlu Etkiler | Olumsuz Etkiler |
|--|---|--|
| Kaynak kullanımı açısından | Az gelişmiş ülkelerdeki hammadde, maden, enerji gibi atıl kaynakların üretim sürecine katılmasını sağlarlar. | Kaynakların israf edilmesi söz konusu olabilir. |
| Sermaye birikimi açısından | Berberinde getirdikleri sermaye ile yatırım yaptıkları ülkenin tasarruf ve döviz eksikliğini gidermede yardımcı olurlar. | Bu tür sermaye ilişkilerinden yatırım yapılan ülke açısından, ekonomik yığılma ve siyasi bağımlılık yaratılması söz konusu olabilir. |
| İstihdam açısından | Yeni iş alanları açarak istihdama katkıda bulunurlar. Gittikleri ülkelerdeki işgücünün bilgi ve yeteneklerini geliştirirler. | Ucuz işgücü istismarına ve ücret dengesizliklerine yol açabilir. |
| Teknoloji transferi açısından | Yeni teknolojilerin öğrenilmesini sağlarlar. | Yeni teknolojiler yerine modası geçmiş teknolojileri gittikleri ülkelere satın aldırabilirler. |
| Ödemeler bilançosuna etkileri açısından | Döviz girdisi sağlayarak, ödemeler bilançosuna olumlu katkıda bulunurlar. | Yabancı sermayeye tanınan garantiler, transfer fiyatlaması, yerel ülkeden ihracat yapma eğilimini düşük olması dengesizliklere yol açabilir. |
| Sosyo-politik ve ekonomik etki açısından | Ekonomik birer kuruluş olduklarından yatırım yapılan ülke ile ilgili ekonomik, siyasi ve hukuki faktörleri dikkate alarak kar elde edeceği mal ve hizmetler üretir. | Faaliyetler, yatırım yapılan ülkenin sosyal refahını kalkındırmaktan çok karını ve kendi ülke çıkarlarını maksimize etmektedir. |

Kaynak: Öznur YÜKSEL, Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara – 1999, s. 113

a. Çok Uluslu Şirketler

Bir şirket, dünya çapındaki uluslararası üretimi planlar, organize eder ve kontrolünü kendi yönetim birimleriyle yapmaya başlarsa çok uluslu bir nitelik kazanır.¹ Çok uluslu şirketler, genel merkezi bir ülkede olduğu halde, işlevlerini bir veya birden fazla ülkede; ana şirket tarafından koordine edilen şubeler, yavru şirketler veya bağlı şirketler aracılığıyla ve yine; genel merkez tarafından kararlaştırılan işletme politikasına uygun olarak yürüten büyük şirketlerdir. Merkez, şubelerin yönetimini denetler ve koordine eder. Dış ülkelerdeki şubeler buna bağlı olarak, elde ettikleri kazançları (veya bir kısmını) ana merkeze transfer ederler.

Çok uluslu şirketler konusuna yeni açılımlar getirmiş olan John K. Galbraight, bu büyük işletmelerin oluşumunu ve önemini bazı kitaplarında şu şekilde açıklamıştır:

“Sanayi üretimi gelişip giderek daha çok teknoloji gerektirir oldukça işletmelerin boyutları da durmadan büyüdü. Çelik ve silah fabrikaları, petrol ve sanayi kuruluşlar, gemi tersaneleri ve denizcilik işletmeleri hep bunu yaşadılar. Büyük işletme, etkinliklerinin genişleyen alanıyla baş etmek yığın üretiminin gereklerini karşılamak zorundaydı. Ondokuzuncu yüzyılın son çeyreği büyük ortaklıklarda büyüme, özellikle ABD’de, ama aynı zamanda İngiltere, Almanya ve Fransa’da çığınca bir tutkuya dönüştü. Devleşme eğilimi o zamandan beri süregeliyor...”

Üretim, kendileri de çağdaş eğitim ve yığın iletişimiyle gelişen ve durmadan büyüyen gereksinimler ve isteklerin harekete geçirdiği bir istemi karşılayabilmelidir.”² Benzer tüketim kalıpları olan yüksek tüketim oranlarına sahip toplumlar, yığın üretimi toplumu da olmak zorundadırlar.

Çok uluslu şirketler, küçük ve orta ölçekli işletmelerle karşılaştırıldıklarında bazı avantajlara sahiptirler.

- Bu avantajların belki de en önemlisi, belli bir orana kadar fiyatları denetleme gücüdür. Örneğin, bir çelik üreticisi topluluk, demir madenlerini denetimi altına alarak kendi hammadde kaynaklarının sahibi olabilir. Küçük işletmeler

¹ Rıdvan KARLUK(a), a.g.e., s. 502

² John Kenneth GALBRAITH(a), Nicole SALİNGER, Ekonomik Yaşamın Güncel Sorunları, “Tout Savoir Ou Presque Sur l’économie”, Cem Yayınevi, Çeviren: Özer Ozankaya, İstanbul – 1991, s. 73

ise hammaddeler ve toptan eşya pazarındaki dalgalanmalara açık, kendilerine mal sağlayacak olanların saptadığı fiyatlara bağımlı olmaktadır.¹

- İşletmeler belli bir büyüklüğe ulaştınca, televizyon, radyo, internet ve afişler gibi reklam araçlarını kullanarak toplumun tüketim kalıplarını etkileyebilmektedirler. Belli markaların ürettikleri malları (saat, çanta, araba, içecek, v.b.) tüketmenin, o ürünü tüketen veya kullanan kişi için toplumda bir statü göstergesi olarak algılanmasına neden olmaktadır. Toplumların tüketim kalıpları birbirine benzer hale gelmeye (tek boyutlu insan²) başlamaktadır. Bu büyük reklam giderlerini karşılamak için de işletmenin belli bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir.
- Çok uluslu şirketler, küçük ölçekli işletmelere göre hükümetler üzerinde de daha büyük bir etkiye sahiptirler. Çiftçiler, belirli bir isteklerini gerçekleştirmek için işbirliği yapabilirler ama bunun için büyük paralar, zaman ve bir anlaşmaya gereksinimleri vardır. Oysa çok uluslu şirketlerin yetkili kişileri yatırım yaptıkları veya yapacakları ülkenin en üst düzey kamu görevlileriyle bile görüşme yapabilmekte, hatta diğer yurtiçi veya yurtdışı işletmelere uygulanmayan tavizler ve mevzuat değişiklikleri elde edebilmektedirler.
- Çok uluslu şirketlerin, yönetim kadroları ve çalışanları (ekonomistler, pazarlama müdürleri, istatistik uzmanlar, v.b.), son derece iyi yetişmiş, çok geniş ilişkiler ağı bulunan büyük kadrolardan (teknik yapı³) oluşmaktadır.
- Çok uluslu şirketler kendi çıkarları doğrultusunda bir ülke gibi dış politikalarını kendi belirleyebilmektedir. Çok uluslu büyük petrol ortaklıkları, Orta-Doğu devletlerine karşı her zaman ABD Dışişleri Bakanlığı'ninkine uymayan (bazen de benzer) bir politika izleyebilmektedirler. Lockheed ortaklığı Japonya, Hollanda, İtalya ve daha

¹ John Kenneth GALBRAITH(b), Kuşku Çağı: Ekonomik Gelişmeler Tarihi, Altın Kitaplar Yayınevi, Çeviri: Reşit Aşçıoğlu, Nilgün Himmetoğlu, İstanbul – 1989, 126

² H.Marcuse, bireylerin zevklerinin, tüketim kalıplarının, boş zamanlarını değerlendirme şeklinin, değer yargılarının giderek birbirine benzemesi olgusunu “tek boyutlu insan” kavramıyla açıklar.

³ John K. Galbraith'ın teknostrüktür kadro olarak adlandırdığı yapıdır. Teknostrüktür kadro, içinde iktisatçıların, davranış bilimcilerin, finans ve yatırım uzmanlarının bulunduğu bir kadrodur. Bu kadro şirketin yatırım ve stratejilerinden sorumludur ve şirketin hissedarı olmamakla birlikte mülkiyet kullanım haklarına sahiptir.

başka ülkelerin içişlerine karışarak buralardaki hükümetleri tehlikeye düşürebilmektedirler.¹

Yukarıda sayılan avantajlara sahip olan çok uluslu şirketler, girdikleri ülke ekonomilerinde de bazı sonuçlar doğurabilirler. Fiyatları belirli ölçüye kadar belirleyebilen çok uluslu şirketler, maliyetlerden, vergilerden, mevzuatlardan veya işçi ücretlerinden kaynaklanan bir maliyet artışını karlılığını belirli oranda tutmaya çalışarak ürün fiyatlarını

Çok uluslu işletmeler, sahip oldukları bu avantajları yatırım yaptıkları ya da yapmak istedikleri ülkeler üzerinde kullanabilmektedirler. Sadece doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından değil kısa vadeli sermaye yatırımları (portföy yatırımları, hedge fonlar, carry trade, v.b.) açısından da ülke ekonomilerini etkileyebilmektedirler.

b. Çok Uluslu Şirketlerin Başka Ülke Pazarlarına Giriş Yolları

Çok uluslu şirketler, doğrudan yabancı yatırım yapacakları ülkelerin pazarlarına farklı şekillerde giriş yapmaktadırlar. Bir şirket açısından dışa açılma diğer ülkelere ihracatla başlamaktadır. Daha sonra yeterli talep oluşur ve fizibilite çalışmalarının sonrasında ülke yatırım yapılmaya elverişliyse ihracat yerine dış piyasada üretim yapılmaya başlanır. Şirketin ihracat yaptığı ülkedeki gümrük vergileri ve malın uzak mesafelerden taşınmasının yol açtığı taşıma maliyetleri şirketin o ülkede üretim yapmasını karlı hale getirir. Ayrıca üretimini başka ülkeye kaydıran bir ülke o ülkenin sağladığı avantajlardan da yararlanır. Bunların başında, AB gibi topluluklara üye ülkelere yatırım yaparak, diğer üye ülkelere, üye ülke şirketlerinin yararlandığı avantajlardan yararlanarak ihracat yapabilir. Bunun dışında, emeğin maliyet farklılıklarından yararlanabilir, o ülkedeki teknoloji stoğu ve yetişmiş iş gücünden faydalanabilir ve yatırım yaptığı ülkenin komşularına yaptığı ihracatta taşıma maliyetlerini düşürebilir.

Çok uluslu şirketler ortaklıklar kurarakta dış ülke pazarlarına girebilmektedirler. Lisans anlaşmaları, ortak girişim, franchising, yap-işlet-devret modeli, yönetim sözleşmeleri ve anahtar teslim projeler bu kapsamda değerlendirilebilir. Lisans,

¹ John Kenneth GALBRAITH, a.g.e., s. 75

firmanın elindeki teknoloji veya üretim yönteminin yabancı bir işletmeye kiralanmasıdır. Lisans anlaşmalarında bir firma diğer bir firmaya “royalty” adı verilen bir bedel karşılığında ticari markasını ve patentini (know-how) kullanma hakkı verir. Lisans sözleşmesinin bazı avantajları vardır. İhracatta olduğu gibi taşıma giderleri yoktur ve firmanın sabit yatırımlarda bulunması da gerekmemektedir.¹ Bunun yanında ana firma açısından lisans anlaşmalarının bazı sakıncaları da vardır. Yerel firma lisans alarak ürettiği malları diğer ülkelere ihraç ettiğinde lisans veren işletmenin pazarı daralabilir. Ana firmanın lisans alan firmanın ürettiği ürünlerin kalite kontrolünü sınırlı yapabilmesi nedeniyle prestij kaybına da uğrayabilir.

Franchise belirli bir bölgede bir firmanın ürününü veya hizmetini satmak için verilmiş olan yasal izindir. Franchising, ürünlerin veya hizmetlerin üreticiden tüketiciye en etkin bir biçimde ulaşmasını sağlayan dağıtım sistemidir. Bu sistem, ana işletmenin bir diğer işletmeye belirli ayrıcalıkları, belirli bir zaman dilimi için ve belli bir alanda kullanım haklarını vermesidir. Yönetim sözleşmeleri, bir şirketin ücret karşılığında diğer bir şirkete yönetim konusunda asistanlık etmesini sağlayan bir anlaşmadır. Bu yönetim sözleşmeleri, yabancı ülkelerdeki diğer bir bağımsız şirkete, joint venture ortaklarına ya da çok uluslu şirketlerin tam mülkiyete dayalı şirketlerine sağlanabilmektedir.² Anahtar teslim projesi ise, bir şirketin kendi başına veya kendi başına bir konsorsiyum içinde, yatırım yapılan ülkenin bir özel işletmesi ya da devleti olan sahibine devretmeden önce bütün bir üretim veya hizmet tesisini faaliyete geçirmek için tasarım, donatım ve personel eğitimini taahhüt ettiği bir anlaşmadır. Bu anlaşmalara en iyi örnek, gelişmekte olan ülkelerdeki projeler için uygulanan yap-işlet-devret modelidir.

Yukarıda anlatılanların dışında, çok uluslu şirketler doğrudan yabancı yatırım yaparken dış piyasaya daha farklı giriş yöntemleriyle de girebilirler. Bu yöntemlerin sıklıkla kullanılanları, ortak girişim, şirket evlilikleri ve şirket birleşmeleridir. Yukarıda sözü edilen dış piyasaya giriş yöntemleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımın türleri başlığı altında açıklanacaktır.

¹ Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 721

² Richard E. CAVES, Jeffrey A. FRANKEL, Ronald W. JONES, World Trade and Payments, Fifth Edition, USA – 1990, s. 416

2- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TÜRLEĐİ

Doğrudan (dolaysız) yabancı sermaye yatırımları, çok farklı şekillerde yatırım yapılacak olan ülkeye girebilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı tanımından da anlaşılacağı üzere dış piyasada üretim yapmak isteyen bir çok uluslu girişim, yatırımda bulunmak için çeşitli yollar izleyebilir. Bu nedenle, çokuluslu girişimler doğrudan yabancı sermaye yatırımına karar verirken, aynı zamanda dış piyasaya giriş türünü de (biçimini) belirlemek durumundadırlar.

a. Ortak Girişim (Joint Venture)

Uluslararası rekabetin gelişmesi sonucu, bir kısım işlerin şirketlerce tek başına yapılabilir olması imkanı ortadan kalkmış, bu yöntemin kârlılığı istenen ölçüde sağlayamadığı da belirlenmiştir. Bunun sonucunda, şirketler, kendi güçlerini ve bağımsızlıklarını korumakla birlikte, sadece belirli süreli, belli işlerde ortak girişim riskine girmeyi daha uygun bulmuşlardır. Genelde bu gruplaşmalara ortak girişim (joint venture) adı verilmektedir. Örneğin, iki firmanın değişik hisse oranlarıyla, kendi ülkelerinde ya da yabancı bir ülkede kurdukları yeni bir firma joint venture kapsamına girmektedir. Sözleşme sonucunda yeni bir firmanın kurulması önemlidir çünkü joint venture yapı itibariyle iş ortaklığı ya da konsorsiyumlarla karıştırılmaktadırlar. Joint venture'ın konsorsiyum ya da iş ortaklığından en önemli farkı, tarafların bir proje için adi ortaklık gibi hareket etmemeleri, yeni bir şirket kurmalarıdır. Konsorsiyumda bir devamlılık söz konusu değildir, proje tamamlandığında taraflar ayrılırlar. Ortak girişimde, ortaklık kuran firmaların hisse payları, firmaların mali, teknolojik katkılarına ve yönetim ve pazarlama güçlerine bağlıdır.¹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunacak bir şirket, pazarına girmek istediği ülkedeki yerel bir şirketle ortak girişim kurabilir. Ortak girişim taraflarından biri, üretimin yapıldığı ülkenin firması ise buna foreign-local joint venture adı verilir. Ortak girişimde bulunacak firmaların hiçbiri, üretim yapılacak olan ülke firmalarından oluşmuyorsa, bu sözleşme foreigners joint venture olarak adlandırılır. Örneğin,

¹ Dilber ULAŞ, Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejisi Olarak Ortak Girişimler ve Türkiye Uygulamaları, Turhan Kitapevi, Ankara – 2003

Amerikan firması olan General Motors ile Japon firması Isuzu, Mısır'da otomobil üreterek foreigners joint venture için örnek oluşturur.

Ortak girişimler, ev sahibi ülke tarafından aranan koşullar arasında yer alabilmektedirler. Ev sahibi ülke hükümetleri, yerli firmaların yabancılarla ortaklığa girerek bilgi ve deneyimlerine arttırmalarını amaçlarlar.

b. Şirket Evlilikleri (Şirket Birleşmeleri)

Şirket birleşmeleri kamu oyununda genellikle şirket evlilikleri olarak adlandırılmaktadır. 1980'li yıllarla birlikte özellikle Avrupa Birliği'nde, ABD'de, İngiltere'de ve Japonya'da birçok şirket evliliklerine rastlanmıştır.¹ Bunların bir kısmı yerli şirketlerle yabancılar, bir kısmı da tamamen yabancı şirketler arasında gerçekleştirilmiştir. Birleşme, iki ya da daha fazla sayıda işletmenin kendilerini feshederek yeni bir işletme içinde bir araya gelmeleri veya bir işletmenin bir diğer işletmeyi kendi bünyesine katması şeklinde ortaya çıkabilir. Bunun yanında, hukuki anlamda bir birleşme olmasa da fiilen bağımsız işletmelerin faaliyetlerini tek bir ekonomik birim altında toplamaları da birleşme olarak kabul edilmektedir. Bu durum özellikle, iki veya daha fazla sayıdaki işletmenin kendi tüzel kişiliklerini koruyarak, ortak bir ekonomik yönetim oluşturmaları halinde ortaya çıkabilmektedir. Son yıllarda şirket evlilikleri giderek artmıştır. Şirketlerin, birleştikleri şirketlerin teknolojik ve yönetim deneyimleri ile sermaye kaynaklarından yararlanarak küresel düzeyde rekabetçi güçlerini attırmakta ve dünya piyasalarından daha büyük bir pay almaktadırlar. Türkiye'de de Türk şirketlerinin yabancılarla şirket evlilikleri özellikle, bankacılık, otomotiv ve ticaret v.b. sektörlerde giderek artmaktadır.

Türk hukuku açısından iki tür birleşme vardır.

- devralma yoluyla birleşme
- yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme.²

Günümüzün çok yoğun ve hızlı rekabet ortamında, pek çok şirketin gündeminde, satın alınma, ele geçirilme korkusu, ya da bir başka şirketi ele geçirme hedefi, sürekli

¹ Halil SEYİDOĞLU(a), a.g.e., s. 721

² www.izto.org.tr/IZTO/TC, 14.11.2007

olarak gündemde kalmaktadır. Satın alma ise, bir işletmenin ticari isminin, aktiflerinin, hisse senetlerinin tamamının veya bir kısmının merkez ofisi başka bir ülkede bulunan diğer bir firma tarafından satın alınmasıdır. Satın alma sonrasında işletmenin yönetimi, ekonomik ve yasal kontrolü satın alan işletmeye geçmektedir. Satın alma, yatay ve dikey olmak üzere ikiye ayrılır. Yatay satın alma, ürün yöntemlerinin ve pazarlarının benzer işletmeler tarafından satın alınmasıdır. Dikey satın alma ise bir işletmenin kendinden önce gelen tedarikçi bir işletmeyi veya kendinden sonra gelen bir işletmeyi satın almasıdır.

Satın alım ve birleşme sıklıkla birbirleri yerine kullanılırlar. Fakat birleşme, iki işletmenin hukuki ve iktisadi bağımsızlıklarından vazgeçerek yeni bir işletme kurmalarıdır. Satın alma ise bir işletmenin diğerleriyle konsolide edilmesi ve satın alınan şirketin tüzel kişiliğinin sona ermesidir.¹

c. Stratejik Birleşmeler

Yerel şirketler uluslararası şirketlerle stratejik birleşme yoluna giderek dünya pazarlarında rekabet edebilecek bir konuma gelmek isterler. Bu sayede şirketler uluslararası ürünlere ve sermayeye daha kolay ulaşılabilir ve daha iyi pazar olanakları ve yeni teknolojileri elde edebilirler.² Stratejik ortakların amaçları farklılık göstermekle birlikte menfaatleri beraber hareket etmeyi zorunlu kılmaktadır. Stratejik ortaklıklar genellikle bir şirketin tek başına yapamayacaklarını diğer şirketlerle yapabileceği durumlarda kurulur.

İki firmanın hisse senetlerinin belirli bir bölümünü birbirleriyle değiş tokuş ederek sınır ötesi bir stratejik birleşme kurabilirler. Bu stratejik birleşmenin amacı, hisse senetlerinin dost ve güvenilir ellere geçmesini sağlamaktır. Ama yalnızca hisse senetlerinin değişimi aslında bir dolaysız dış yatırım değil, portföy yatırımı şeklindedir.

Stratejik birleşmeler daha geniş kapsamlı ele alınırsa, taraflar hem hisse senetlerini değiştirir hem de mal ve hizmet üretmek amacıyla ortak bir girişim kurarlarsa bu doğrudan yatırım niteliği taşır. Bu tür birleşmeler otomobil, elektronik,

¹ Dilber ULAŞ, Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejisi Olarak Ortak Girişimler ve Türkiye Uygulamaları, Turhan Kitapevi, Ankara – 2003, s. 18

² Levent BOSUT, Foreign Direct Investment in Turkey – Mergers&Acquisitions and Private Equity, PDF Corporate Finance, 2004, s. 88

telekomünikasyon ve uçak sanayi gibi sektörlerde sıklıkla görülür. Araştırma ve geliştirme masraflarının yüksek olduğu ve piyasaya girişte zamanlamanın önem taşıdığı ileri teknoloji ürünleri için ortaklık kurmanın en uygun yolu stratejik birleşmelerdir.¹

Bir başka stratejik birleşme yöntemi ise, ortak pazarlama ve hizmet anlaşmalarının imzalanmasıyla bir tarafın belirli piyasalarda diğerini temsil etmesidir. Bu tür uygulamalar piyasada rekabeti sınırlandırıcı bir sonuç ortaya çıkarmaktadırlar. Bu pazarlama anlaşmaları dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına benzemektedirler.

3- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMI TEORİLERİ

Ülkeler arasındaki işbölümünün ve mübadelenin nedenleri, ilk olarak klasik dış ticaret teorileri ile açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak statik varsayımlara dayanan klasik dış ticaret teorileri, uluslararası ticaretin gelişmeye başladığı bir ortamda uluslararası yatırım ve üretim olgusunu açıklamakta yetersiz kalmıştır.

Uluslararası ticarete çok uluslu şirketlerin yaygınlık kazanmaları ile birlikte, işgücü ve sermayenin uluslararası hareketliliği artmıştır. Bu gelişmelerin ışığında dünya ticaretinde uluslararası üretim ve sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik modern dış ticaret teorileri geliştirilmiştir.²

a. Klasik ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Dış Ticaret Teorisi

Ülkelerarası işbölümü ve mübadelenin nedenleri ilk olarak klasik dış ticaret teorilerinde açıklanmaya çalışılmıştır. Yabancı üretim, Klasik ve Neo-klasik teoride ihracat için bir alternatif olarak görülmüştür. Ancak uluslararası işlemlerin yaygınlaştığı ve çeşitlendiği günümüzde, statik varsayımlara dayanan klasik dış ticaret teorileri yetersiz kalmıştır. Klasik dış ticaret teorisi, her ülkedeki üretim fonksiyonlarının ve teknolojinin veri olarak ele alındığını, faktörlerin ülke içinde hareketli ülkeler arasında hareketsiz olduğunu, taşıma maliyetlerinin olmadığını ve üretimin sabit maliyetlerle gerçekleştirildiğini varsaymaktadır. Bu varsayımlar ışığında da, uluslararası sermaye

¹ Öznur YÜKSEL, Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara – 1999, s. 57

² Afşin ŞAHİN, “Çok Uluslu Şirketlerin Davranışlarının Genel Açıklamaları ve Teorik Yaklaşımlar”, Stradigma.com Aylık Strateji ve Analiz Dergisi, www.stradigma.com, 23.11.2007

hareketi olarak doğrudan yabancı yatırımları açıklamakta yetersiz kalmıştır.¹ Merkantilizm, mutlak üstünlük teorisi, karşılaştırmalı üstünlük teorisi ve karşılıklı talep kanunu, klasik dış ticaret teorisine örnek oluşturan teorilerdir.

Klasik dış ticaret teorisine yapılan en temel eleştiri, emek değer teorisine dayanması ve emek dışındaki faktörlerin maliyetlere ve dış ticarete olan etkisini ihmal etmesidir. Neo-klasik iktisatçılar, emek maliyeti yerine, emekle birlikte diğer faktörleri de kapsayan “fırsat maliyeti” kavramını ortaya atmışlardır. Fırsat maliyeti, bir malın üretimini bir birim arttırabilmek için gerekli kaynakları serbest bıraktığımızda bir başka maldan vazgeçilen miktarı anlatmaktadır.² Fırsat maliyeti kavramıyla, üretimde kullanılan bütün faktörler dikkate alınmaktadır. Maliyeti etkileyen bir faktör olarak emeğin yanı sıra sermaye de alınmış, ancak emek değer kuramının etkisinden tam olarak çıkılamamıştır.

b. Modern Dış Ticaret Teorisi

Klasik ve Neo-klasik dış ticaret teorileri uluslararası ticaretin gerçek nedenlerini tam olarak açıklayamamaktadır. Çünkü bu teorilerde, yurtiçi emek maliyetleri farklılıklarının emek verimliliğindeki farklardan kaynaklandığını belirtirken, uluslararası emek verimliliğinde farklılık doğuran etkenler üzerinde durulmamaktadır. 1919’da Eli Heckscher, karşılaştırmalı üstünlüklerin bu eksikliğini gidermek üzere faktör donatımı teorisini ortaya atmıştır. Yayınlandığında çok ilgi çekmeyen Heckscher’in makalesi, 1933 yılında Bertil Ohlin tarafından yeniden ele alınarak, görüşlere açıklık getirilmesi ile teoriye Heckscher-Ohlin Teorisi adı verilmiştir.³ Heckscher-Ohlin teorisine göre, bir ülke hangi üretim faktörüne zengin olarak sahipse, üretimi o faktörü yoğun biçimde gerektiren mallarda karşılaştırmalı üstünlük elde eder. Dolayısıyla uzmanlaştığı bu malları ihraç ederken kıt sahip olduğu gerektiren malları ithal eder. Faktör donatımı, ülkenin sahip olduğu üretim faktörleri miktarını esas alırken emek ve sermayeyi dikkate alma geleneği sürdürmektedir. Bu çerçevede, ülkeler emek-zengini ve sermaye-zengini, mallar ise emek-yoğun ve sermaye-yoğun biçiminde ayrıştırılırken ülkelerin, faktör donatımları ve malların, faktör yoğunlukları bakımından farklılaştığı

¹ Emin ERTÜRK, Uluslararası İktisat: Teori-Politika, İktisadi Birleşme – Uluslararası Parasal İlişkiler, Ekin Kitabevi, İstanbul – 1996, s. 5

² Hüseyin KARAKAYALI(a), Ekonomi Kuramı: Mikro ve Makro Çözümleme, Emek Matbaası, Manisa – 2008, s. 13

³ Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 63

düşünülmektedir. Ayrıca, bir malın üretim fonksiyonunun, dolayısıyla üretim teknolojisinin bütün ülkelerde aynı olduğu ve teknolojik gelişmeyle mümkün olan artan verim ihtimalini dışlayacak şekilde üretimde sabit verim koşullarının geçerli bulunduğu varsayılmaktadır.¹

Yukarıda söz edilen temel varsayımların dışında, teorinin dayandığı diğer bazı temel varsayımlar şunlardır:

- Bir malın üretim fonksiyonu bütün ülkelerde aynıdır. Yani bir mal bir ülkede sermaye veya emek yoğun yöntemlerle üretiliyorsa, diğer ülkelerde de aynı yöntemlerle üretilir. Yani bir malın üretim teknolojisi bütün ülkelerde aynıdır.
- Üretimde ölçeğe göre sabit verim koşulları geçerlidir.
- Ülkelerin talep koşulları birbirinin benzeridir. Bu nedenle, talep farklılığının maliyet koşullarındaki farklılığı gidermesi söz konusu değildir.²

Faktör donatımı teorisi olarak da nitelenen Heckscher-Ohlin modelinden faktör fiyatları eşitliği, gelir dağılımı ve Rybczynski teoremleri türetilmiştir.

c. Yeni Dış Ticaret Teorileri

Faktör donatımı teorisini test etmek üzere, ABD ekonomisinin, 1947 input-output tablosu ve aynı yıla ait dış ticaret verileri ile birer milyon dolarlık ihraç ve ithal ikamesi ürünlerini içeren temsili mal sepetleri oluşturan Leontief bugün olduğu gibi, 1950'lere doğru da tartışmasız dünyanın sermaye zenginliği en fazla ülkesi ABD'nin, teorinin öngördüğünün aksine, sermaye-yoğun malları ithal, emek-yoğun malları ihraç ettiği sonucuna ulaşmıştır. Leontief Paradoksu olarak nitelenen bu durum, Leontief'in çalışmasına yönelik eleştiriler, bu sonucu yorumlama çabaları ve paradoksu aşma gayretlerini içeren geniş bir literatür yanında, emek ve sermaye dışındaki unsurların ve özellikle "bilgi"nin üretim ve dış ticaretteki rolünü vurgulayan yeni teorilerin gelişim sürecini başlatmıştır.³ Bu gelişmelerin ışığında, uluslararası üretim ve sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik, yeni dış ticaret teorileri geliştirilmiştir. Yeni geliştiren teorilerde teknoloji olgusu analizlere dahil edilmiştir. Oysa Klasik ve Neo-klasik

¹ Yusuf BAYRAKTUTAN, "Bilgi ve Uluslararası Ticaret Teorileri", C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:4, Sayı: 2, Sivas – 2003, s. 177

² Emin ERTÜRK, a.g.e., s. 21

³ Richard KOCH, A'dan Z'ye İşletme ve Finans: Araç Terim ve Teknikler için Tanımlayıcı Rehber, Globus Dünya Basımevi, Dünya Yayınları Ekonomi Dizisi:3, 1997, s. 113

teorilerde bu olgu ihmal edilmiş veya veri olarak alınmıştır. Teknolojinin temel değişken olarak kabul edildiği en önemli teori, Ürünün Hayat Devreleri'dir.

d. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi

Uluslararası ticarete teknolojik gelişmelerin etkisi Raymond Vernon¹ tarafından Ürünün Hayat Devreleri Teorisinde incelenmiştir. Ürün Hayat Devreleri Teorisi, teknoloji açığı teorisinin, Vernon'un katkılarıyla geliştirilmiş bir formu olarak, ürün geliştirme ve yenileme sürecinin durakladığı aşamaya doğru belli bir ürünün üretiminin zamanla daha basit hale geleceği düşüncesine dayanır. Özellikle bazı azgelişmiş ve yeni sanayileşen ülkelerdeki hızlı ihracat artışlarını açıklamaya çalışan modelinde Vernon, bazı ürünlerin üç aşamaya bölünebilecek yaşam dönemleri izlediğini ileri sürmüştür.

Teoriye göre , herhangi bir ürünün hayat devresinde üç aşama vardır. Bunlar; yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma aşamalarıdır. Üretimin ilk dönemi olan yenilik (buluş) aşamasında, yeni ürünü geliştiren firma, tekelci bir güce sahiptir ve daha çok yerli piyasaya yönelik üretim yapmaktadır. Üretimin olgunlaşma (büyüme) aşamasında ürüne ait teknolojiye diğer firmalar tarafından da ulaşılmış ve buna bağlı olarak piyasadaki üretici sayısı artmıştır. Üretici sayısının artmasına paralel olarak yeniliği ilk gerçekleştiren firmanın monopolistik karı azalmaya başlamıştır. Son aşama standartlaşma aşamasıdır. Ürünün ve üretim teknolojisinin standart hale geldiği aşamadır. Bu aşamada üreticiler arası fiyat rekabeti söz konusudur. Dolayısıyla daha düşük maliyetli kaynaklar önem kazanmaktadır. Ürün dönemleri teorisi çokuluslu şirketlerin ortaya çıkışını hesaba katmak bakımından fonksiyoneldir. Ürün/teknoloji, gelişmiş bir ülkede üretilip geliştirilmekte; teknoloji olgunlaşınca, en düşük maliyetli yerde kitlesel üretim gerçekleşmektedir. Bu aşamada ürün, bir başka gelişmiş ülke yerine, özellikle emek maliyetleri, toplam maliyetler içinde büyük paya sahip ve taşıma maliyetleri düşük bir gelişmekte olan ülkede üretilir ve dünyanın geri kalanına ihraç edilir. Bunun sonucunda, gelişmekte olan ülkelerdeki niteliksiz veya yarı nitelikli ucuz işgücü, gelişmiş ülkeleri bu ülkelere dolaysız yatırıma sevk etmektedir. Ürünün Hayat Devreleri teorisinde doğrudan yatırımların nedeni, yenilikçi firmanın teknolojik üstünlüğünü ve tekelci avantajını korumak istemesidir.²

¹ Raymond VERNON, "International Investment and International Trade in The Product Cycle", Quarterly Journal of Economics, s. 190

² Afşin ŞAHİN, a.g.e., 23.11.2007

e. Oligopolistik Tepki Teorisi

F. T. Knickerbocker tarafından ortaya atılan bu teori, özellikle gelişmiş ülkelerdeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının oligopolistik bir tepkinin sonucunda ortaya çıktığını iddia etmektedir. Herhangi bir ülkede pazar payını arttırmak için rakip bir firmaya yapılan yatırım, ardından pazar paylarını korumak isteyen oligopol durumundaki diğer firmaların da bu ülkede yatırım yapmasına yol açacaktır. Teoriye göre, genellikle doğrudan yabancı yatırım yapacak firmalar yatırım kararlarını rakip firma davranışlarına göre belirlemektedirler.

f. Endüstriyel Organizasyon Teorisi (S. Hymer – C.P. Kindleberger Teorisi)

Hymer-Kindleberger teorisinde (tekeli rekabet kuramı), uluslararası alanda yapılan dolaysız yatırımların nedeni, piyasalardaki oligopolistik endüstriyel yapılarla açıklanmaktadır. Teori, yatırımın yapıldığı ülke şirketlerinin daha avantajlı oldukları düşüncesine dayanır. Hymer'e göre, yerel firmalar yerel koşulları çok daha iyi bilmektedirler. Bu durumda yatırım yapacak olan firmaların doğrudan yabancı yatırım yapabilmeleri için bazı avantajlara sahip olmaları gerekmektedir. Yerel firmalara göre, dezavantajlı olunan piyasaların avantaja çevrilmesinin tek yolu ise; yatırım yapılacak olan piyasanın eksik rekabet piyasası olup olmamasına bağlıdır. Kindleberger, eksik rekabetin doğrudan yabancı yatırımlara neden olduğunu söylemektedir.¹ Eksik rekabetin çeşitleri ise; piyasa dengesizliği, hükümet müdahaleleri, piyasa yapısı ve piyasa başarısızlığı olarak özetler.

Uluslararası yatırımlara girişen şirketler, risk ve belirsizlik ile karşı karşıyadırlar. Kindleberger'e göre, yabancı piyasalarda dolaysız yatırımda bulunacak şirketlerin, bu piyasalarda başarılı olabilmeleri için, ev sahibi ülke şirketleri karşısında aşağıda özetleneceği gibi bazı üstünlüklere sahip olmaları gerekmektedir.

- Yatırım yapılan ülkenin mal piyasalarında tam rekabet şartlarını aksatan her türlü faaliyet, yatırımcı şirketlere oligopolistik güç kazandıracaktır. Bu faaliyetlere; mal ve fiyat farklılaştırması, özel pazarlama ve reklam yöntemleri örnek olarak gösterilebilir.
- Yatırımcı şirketlerin patent haklarına sahip oldukları yeni teknolojileri, kolay sermaye temin edebilme olanakları, yöneticilerin bilgi ve yetenekleri gibi

¹ Charles P. KINDLEBERGER, Uluslararası İktisat, Doğan Yayınevi, Birinci Cilt, Çeviren: Necdet Serin, Ankara – 1970, s. 99

gelişmeler ise faktör piyasalarında tam rekabetten uzaklaşılmasına neden olmaktadır.

- Firmaların yatay ve dikey bütünleşme yetenekleri yolu ile dışsal ekonomiler sağlanması.
- Yabancı piyasalara girişte hükümet müdahalelerini en aza indiren ve şirketlerin elde ettikleri gelirlerin (kar ve lisans ücreti gibi) transferini kolaylaştıran ev sahibi ülkenin politikaları.¹

Yerel firmalara göre, yukarıda sayılan avantajlara sahip olan firmalar bu üstünlüklerini, doğrudan yabancı yatırımlarla değerlendireceklerdir. Çok uluslu şirketlerin sahip oldukları oligopolistik üstünlüklerin sadece birine ağırlık veren modeller de söz konusudur. Bu modellerden biri R.E.Caves tarafından geliştirilmiştir. Caves, yatay bütünleşme yoluyla büyüyen bir çok uluslu şirketin en önemli oligopolistik üstünlüğünü, şirketin ürün farklılaştırma yeteneği ile açıklamaktadır. Farklılaştırılmış ürünlerini taklit riskinden korumak isteyen şirketler, bu piyasalarda kendilerine bağlı üretim tesisleri kuracaklardır. Ayrıca bu görüş Hymer tarafından da desteklenmiştir. Hymer'a göre; farklılaştırılmış ürüne sahip olan bir şirket, bu üründen en büyük kazancı, yabancı piyasalarda yatay bütünleşme yoluyla kurduğu üretim tesisleri ile sağlayacaktır.

g. İçselleştirme Teorisi

P.J. Buckley ve M. Cason'un ileri sürdüğü ve J.H.Dunning ve A.M. Rugman'ın da katkıda bulunduğu bu teoriye göre, yurtdışındaki piyasaların bir çok düzensizlik ve riskler içermesi firmaları bu piyasalara doğrudan yabancı yatırım yapma yoluyla içselleştirmeye yönlendirmektedir.

Asıl fonksiyonları mal ve hizmet üretmek olan şirketlerin, bu görevlerini yerine getirebilmeleri, üretim sürecinin dışındaki bazı faktörlere bağlıdır. Araştırma ve geliştirme faaliyetleri, yönetim, organizasyon, finansman, reklam ve pazarlama gibi fonksiyonlar, üretim sürecini etkileyen önemli faaliyetlerdir. Şirketler faaliyet alanları arasında koordinasyon ve işbirliğini sağlamak amacıyla, bu faaliyet alanlarını içeren piyasaları, şirket sistemi içinde toplarlar. A. M. Rugman'a göre, yatırımda bulunulmak istenilen uluslararası piyasalarda, ticaret ve yatırımların verimliliğine engel olabilecek

¹ Charles P. KINDLEBERGER, a.g.e., s. 102

aksaklıkların öngörülmesi, içselleştirmenin temelini teşkil eder. Teori, çok uluslu şirketlerin uluslararası piyasalarda birçok düzensizlikler ve gecikmelerle karşılaşabilecekleri görüşünden hareket eder. Çok uluslu şirketler yabancı piyasalarda mevcut olan ve üretim süreçlerini olumsuz etkileyen piyasalardan kurtulmak için kendi üretim faaliyetleri ile ilgili olan bu piyasaları içselleştirirler.¹

İçselleştirmenin firmalara sağladığı faydalar, gecikme, pazarlık ve müşteri belirsizliklerinden kaçınabilme, hükümetlerin yaptığı düzenlemelerinin etkisini transfer fiyatlaması yoluyla en aza indirebilme ve piyasalar arasında fiyat farklılaştırması uygulayabilme olanağı şeklinde sıralanabilir.

h. Dunning'in Eklektik Paradigması (OLI Paradigması)

John H. Dunning (1973) tarafından geliştirilen ve genel bir doğrudan yabancı yatırım kuramı oluşturma amacına yönelik bir yaklaşımdır. Dunning'in Eklektik Paradigma tezi daha önce ileri sürülen teorilerin bir birleşimi niteliğindedir ve uluslararası piyasalara ve çok uluslu şirket teorilerine daha az dayanır. Eklektik paradigma uyarınca, bir firmanın yurt dışında faaliyet göstermesi üç unsurun bir arada varlığı halinde mümkün bulunmaktadır. Bu unsurlar; firmaya özgü mülkiyet avantajları (Ownership Advantage), konumsal avantajlar (Location Advantage) ve içselleştirme (Internalization Advantage) avantajlarıdır.² Eklektik Paradigma, bu üç faktörün baş harfleri birleştirilerek kısaltılan OLI Paradigması olarak da bilinmektedir.

Piyasa aksaklığına dayanan bu koşulların birincisi, firma ev sahibi ülkelerdeki diğer firmalar üzerinde patentli teknoloji ve ticari marka, yönetsel ve pazarlamayla ilgili know-how, piyasaya girişin kontrolü gibi bazı özel avantajlara sahip olmalıdır. Ayrıca, bu avantajlar bu firmanın faaliyette bulunduğu yabancı çevreden kaynaklanan olumsuzluklardan daha ağır gelmelidir. Bu koşullardan ikincisi, doğrudan yabancı yatırımlar aracılığıyla yukarıda adı geçen avantajların içselleştirilmesinin faydasının, lisans anlaşması ve patentin satışı gibi diğer alternatiflerden sağlayacağı faydalardan daha büyük olduğunun firma tarafından görülmüş olması gerekir. Üçüncüsü, ev sahibi ülke firmanın bulunduğu ülkeye göre düşük ücret maliyetleri, daha ucuz enerji, daha

¹ Lütfü ÖZTÜRK, "Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış" Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:3, Sayı:7, Antalya – 2004, s. 119

² Evrim APAN, Türkiye'nin Yurt Dışına Doğrudan Yatırımları ve Türk Firmalarının Doğrudan Dış Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara – 2006, s. 16

ucuz hammadde ve yatırım teşvikleri gibi bazı konumsal (coğrafi) avantajlara sahip olması gerekir.¹

Bunun yanında Dunning, firmaları yurt dışında yatırım yapmaya yönlendiren saikleri dört grup altında toplamaktadır. Bunlar, doğal kaynak arayışı, pazar arayışı, etkinlik arayışı ve stratejik varlık arayışı güdüleridir. Doğal kaynak arayışı içerisinde olan doğrudan dış yatırımlar, ev sahibi ülkelerde bulunan madenler veya tarımsal ürünler gibi doğal kaynaklara erişim amacıyla yapılan, dolayısıyla yerleşim yerine özgü koşulların sağladığı avantajları kullanmayı hedefleyen tarzdaki yatırımlardır. Pazar arayan doğrudan yatırımlar veya piyasaya yönelik doğrudan yatırımlarda ise temel amaç, bir ülkede yatırım yaparak o ülkenin veya o ülkenin komşularının iç piyasasına erişme isteğidir. Piyasaya yönelik yatırımlar, pazar payını korumak için yapılabileceği gibi yeni pazarlara girmek için de yapılabilir. Etkinlik arayan yabancı doğrudan yatırımların iki türü bulunmaktadır. Birincisi ve en sık karşılaşılanı, firmanın üretimini kısmen veya tamamen düşük işçi ücretlerinin geçerli olduğu bölgelere kaydırılması yoluyla üretim maliyeti bakımından etkinliğin yükseltilmeye çalışılmasıdır. Dış yatırım gerçekleştirilmesinde dördüncü saik olarak gösterilen stratejik varlık arayışı güdüsü, firmaların uzun dönemli stratejik hedefleri sonucunda, maddi veya gayri maddi varlıkları ele geçirmeyi istemelerinden kaynaklanmaktadır.

4- PORTFÖY TEORİLERİ

Portföy teorileri, çeşitli risk ve getiri yaklaşımları altında portföy oluşumlarını incelemektedirler. Portföy oluşumu ve yönetime ilişkin, risk-getiri yaklaşımı altında portföyde yer alacak kıymetlerin seçim sürecinin nasıl ve hangi kriterlere göre yapılacağına ilişkin karar sürecini değerlendirmektedirler. Portföy teorileri, portföy yatırımlarını daha iyi açıklayabilmek için aşağıda kısaca açıklanacaktır.

a. Modern Portföy Teorisi

1950'li yıllarda Harry Markowitz o güne kadar geliştirilen değere yönelik temel analiz yaklaşımının hep geleceğe dönük tahminler içermesine rağmen risk kavramına hiç değinmediğini tespit etti. Getiri ve risk hayatta her zaman yan yana olan iki kavram olmasına rağmen o güne değin yatırım kararlarına nasıl dahil edilebileceği

¹ Lütfü ÖZTÜRK, a.g.e., s. 119

çözülemedi. Markowitz riski ölçme konusunda adım attı ve optimal portföy oluşturma tekniklerini formüle etti. Portföyü farklı yatırım araçlarına dağıtarak riski azaltmak üzerine geliştirdiği teori Modern Portföy Teorisi olarak anılmaktadır.

Getirileri arasında tam pozitif korelasyon olmayan varlıkların bir araya getirilmesi ile riskin azaltılması ilkesi Modern Portföy Teorisinin (MPT) dayandığı temel düşüncedir. MPT, getirileri arasında yüksek korelasyon olmayan varlıkların bileşimi yoluyla, her olası beklenen portföy getirisi için en az riski içeren varlık bileşiminin belirlenebileceğini anlatmaktadır.¹

b. Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli

Modern Portföy Teorisi'nde veri risk düzeyinde olası en büyük getiri sağlayan yatırım cüzdanının (portföyünün) sınırı belirlenmekteydi. Bu yaklaşım, hesaplama tekniği açısından karmaşık olduğu gibi zaman sorununu da ortaya koymaktaydı. Daha sonra Markowitz'in öğrencisi olan William Sharpe (1964), söz konusu tekniği basitleştirerek "tek-endex modeli" olarak bilinen yeni bir yorum getirdi. Basitleştirilmiş bu yorum, çok sayıda menkul kıymetten oluşan bir portföyün yönetimine uygulanabilmekteydi. Sharpe ve Linmer'in çalışmalarının sonucunda "Finansal Varlık Fiyatlama Modeli" ortaya çıkmıştır. Modelde, portföyün getirisi ve riski göz önünde tutularak varlıkların nasıl fiyatlandırılacağı ortaya koyulmuştur. Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli'nin (FVFM) bütün riskli varlıkların fiyatlandırılmasında kullanılması olanaklıdır. Bu model, riskli varlıklardan beklenen gelirin saptanmasında kullanılmaktadır.

Portföy teorisinin oluşturulmasında aşağıda kısaca açıklanan varsayımlardan hareket edilmiştir:

- Borsalarda işlem gören menkul kıymetlerin arzında herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Buna göre yatırımcı bir firmanın pay senetlerini dilediği tutarda satın alabileceği gibi; borsada işlem gören tüm firmaların pay senetlerinden de dilediği tutarda satın alabilmektedir.
- Yatırımcılar almak istedikleri menkul kıymetin ait olduğu firma ve pazar hakkında herhangi bir maliyete katlanmadan bilgi alabilmektedirler.

¹ Hatice DOĞUKANLI, a.g.e., s. 221

Şirketlerle ilgili haberler anında borsaya yansımakta ve tüm yatırımcılar bu bilgilerden yararlanarak pay senetlerini satın alma kararını verirler.

- Menkul kıymet satın alabilmek için yatırımcılar sabit bir faiz oranı üzerinden borçlanabilmekte ve borçlanma düzeyinde herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Borçlanmada yatırımcı için, asgari bir öz sermaye öngörülmediği gibi, yatırımcı birden fazla kaynaktan da kredi kullanabilmektedir.
- Pay senedi alım-satım işlemlerinde komisyon ödenmemektedir. Aracı kuruluşlara herhangi bir ödeme gerekmediği gibi, pay senetlerinin muhafazası ve yönetimi de herhangi bir gidere yol açmamaktadır.
- Menkul kıymet gelirleri üzerinden herhangi bir vergi ödemesi söz konusu değildir. Menkul kıymetlerin satın alınmasında, satılmasında ya da menkul kıymet gelirlerinin (kâr payı, faiz kuponu) tahsil edilmesinde sermaye kazancı vergisi ödenmemektedir.
- Tüm yatırımcılar, menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonuna ilişkin aynı beklentiye sahiptirler.
- Bütün yatırımcılar, riski belirli olan menkul kıymetler arasından getirisi en yüksek olanını tercih ederler.¹

İşletmeler, finansal yatırımlarda Markowitz tarafından geliştirilen risk dağıtım ilkesine uyarlar. Finansal yatırımlarda, amaç getirilerin maksimum kılınması ve çeşitlendirme yoluyla riskin, minimum kılınmasıdır. Burada hedef, belirli menkul kıymetlere yönelerek, sadece getirinin maksimum kılınması değil, öncelikle riski çeşitlendirilmiş bir portföyden maksimum getirinin sağlanmasıdır.

c. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi

Uluslararası portföy yatırımlarının temelinde portföy çeşitlendirmesinin yararları ve geniş yatırım fırsatlarının varlığıdır. Uluslararası menkul kıymetlere yatırım yaparak yatırımların oynaklığını azaltmak mümkündür. Portföy yatırımlarının yatırımcılar açısından en cazip yanı, bu tür yatırımların çeşitlendirme yoluyla yatırımcılara yatırımlarının oynaklığını azaltma imkanı vermesidir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar,

¹ Y. KAYA, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Devlet Planlama Teşkilatı Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487, Ankara – 1998, s. 58

uluslararası finansal varlıklara da yatırım yaparak, sadece yurtiçinde yapılan yatırımlara kıyasla daha iyi bir getiri-risk profili elde edebilmektedirler.¹

Portföydeki varlık sayısı arttıkça, her bir çift arasındaki korelasyonun göz önünde tutulması gerekmekte ve hesaplamalar karmaşıklaşmaktadır. Portföye, daha önce portföyde olan varlıkların getirileri ile tam pozitif ilişkiye sahip olmayan varlıklar eklendikçe portföy riski düşmektedir. Varlık sayısı arttıkça düşen risk sistematik olmayan risktir. Sistematik risk ise değişmemektedir. Sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Sistematik risk kaynakları, faiz oranı riski, enflasyon riski ve piyasa riskidir. Sistematik olmayan risk ise, firmanın veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstriye ait özelliklerin oluşturduğu risktir. Sistematik olmayan risk, finansal risk, faaliyet riski ve yönetim risklerinden oluşmaktadır. Markowitz çeşitlendirmesindeki portföyün toplam riskinin azaltılması için, getirileri arasında düşük bir korelasyon olan yatırım araçlarına yatırım yapılması gerekmektedir. Çeşitlendirme yolu ile sistematik risk ortadan kaldırılamaz; sadece sistematik olmayan riskin yok edilmesi mümkündür.²

Tek bir ülke içindeki çeşitli sektörler, genellikle o ülkedeki ekonomik değişmelerle aynı yönde bir değişim gösterir. Bu nedenle, sadece bir ülkeden yapılan çeşitlendirme olanaklarını ve çeşitlendirmeden sağlanacak faydayı sınırlar. Ülkeden ülkeye sektörel yapılar farklılık göstermektedir ve sektörler için döngüler tamamen birbirini izlememektedir. Bu sadece bir ülkede yapılan yatırımların beklenen getirisi ile farklı ülkelerde yapılan yatırımların beklenen getirileri arasındaki korelasyonun düşük olmasını sağlamaktadır.³

5- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARIN NEDENLERİ

Firmaların ihracat, lisans sözleşmeleri, ortak girişimler veya yönetim sözleşmeleri yerine neden yabancı ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlarda bulduklarının veya ülkelerin yabancı sermayeye neden gereksinim duyduklarının pek çok nedeni vardır. Bunlara aşağıda kısaca değinilecektir.

¹ Hakan SARITAŞ, “Türkiye’nin Avrupa Birliği ile Entegrasyonunun Uluslararası Portföy Yatırımları Üzerine Etkisi”, www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/TURKIYENINAVRUPA.pdf, 10.12.2007

² Hatice DOĞUKANLI, a.g.e., s. 227

³ a.g.e., s. 227

a. Dış Ticareti Kısıtlayıcı Önlemlerden Kaçınmak

İhracatçı firma ithalatçı ülkenin kendisine koyduğu tarife ve kotalar karşısında o piyasayı kaybetme tehlikesiyle karşılaşır. Tarife ve kotaların yarattığı bu olumsuz etkiden kurtulmanın ve o piyasada kalabilmenin en etkili yolu, o piyasa da üretime başlamaktır. Buna örnek olarak, Avrupa Ekonomik Topluluğunun üye olmayan ülkelere gümrük tarifesi uygulamaya başlamasıyla, üye olmayan ülkelerin bu kısıtlamalardan kurtulmak için üretimlerini üye ülkelerde yapmaya başlamaları verilebilir.

b. Üretim Faaliyetlerinin Bütünleşmesi

Üretimin ilk aşamasından nihai ürüne kadar olan tüm faaliyetlerin (dikey bütünleşme) veya aynı aşamadaki üretim faaliyetlerinin tek bir yönetim altında toplanmasının maliyet avantajı sağladığı durumlarda (yatay bütünleşme) üretim faaliyetlerinde bütünleşmeye gidilir. Bu sayede üretimde maliyet avantajı sağlanmaya çalışılır.

c. Ham Maddelere ve Pazara Yakınlık

Ham maddelerin işletilmesine yönelik yatırımların, madenlerde olduğu gibi bu kaynakların buldukları yerlerde kurulması zorunluluğu vardır. Çünkü hammaddenin işlenmesine yönelik yatırımlar, taşıma masraflarından veya yerli ülke firmalarının bu ham maddeyi işleyebilecek sermayeye, ileri teknolojiye ya da eğitilmiş insan gücüne sahip olmaması nedeniyle bu kaynaklar yabancı sermaye şirketleri tarafından işletilmektedir. Bu türdeki yabancı sermaye “yatay doğrudan yabancı yatırım” olarak tanımlanır. Bu tür yatırımların ana amacı, ürün tedarikindeki harcamaları azaltmak ve firmanın yabancı piyasalardaki pazar payını genişletmektir.¹

¹ İlkay ÇAPRAZ, İpek DEMİRCİOĞLU, Türkiye’den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2003-14, İstanbul – 2003, s. 43

d. Aktarılmak İstenmeyen Bilgilerin Varlığı

Firmalar üretim yöntemine yönelik geliştirdikleri teknik bilgileri, patentleri veya lisans sözleşmelerini satabilirler. Fakat firmalar bu geliştirdikleri yöntemleri kendi elinde tutmak isteyebilirler ya da bu yöntemlerin şirkette kalmasını zorunlu kılan nedenler olabilir. Örneğin, uzun yıllara ve yüklü maliyetlere mal olmuş bilgilerin satılması uygun değildir.¹ Dolayısıyla piyasasına girilmek istenen ülkede doğrudan üretim kaçınılmaz olur.

e. Şirket Kalite Düzeyinin Korunması

Dünya çapında tanınmış firmaların müşterilerine reklamlarla vaat ettikleri bir ürün kalite düzeyi vardır. Böylelikle firma müşterileri gözünde bir marka değerine sahip olur. Bununla birlikte firma lisans anlaşmalarıyla ürünü imal hakkını verdiği yerel firmanın müşterilerine vaat ettikleri kalite düzeyinde üretim yapabileceklerine güvenmezler ve tüketicilere aynı kalitede mal arz edemeyerek markalarına zarar gelmemesi için mallarını yabancı ülkelerde kendileri üretirler.

f. Şirket Markasından Yararlanmak

Uzun yıllar belirli bir kalitede mal üreten veya hizmet sunan; bunun yanında reklamlarla marka bilinirliğini ve ününü kullanmak için firma piyasasına girmek istediği ülkede üretimini kendi gerçekleştirir. Böylelikle yarattığı markasından yararlanabilir.

g. Ucuz yabancı Faktör Kullanımı

Faktör fiyatları ülkeler arasından büyük değişimler göstermektedir. Bunun sonucu olarak emeği yoğun olarak kullanan ve doğal kaynak gereksinimi olan malların bu faktörlerin yoğun olduğu ülkelerde üretilmesi ciddi bir maliyet avantajı yaratabilir. Dolayısıyla firmalar ucuz emeğin veya sermayenin bulunduğu ülkelerde doğrudan üretim yapmak istemektedir.

¹ Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 724

h. Riski Azaltma İsteği

Firmalar bölgesel veya ülke çapındaki ekonomik olumsuzluklardan etkilenmeyi en aza indirebilmek için yeni pazarlara girmek istemektedir.¹ Üretim tek bir pazarda toplanırsa şirketin nakit akımları ülkedeki istikrarsızlıklardan etkilenebilir. Bunu engellemek için firma üretimini uluslararası çapta çeşitlendirebilir. Böylelikle bir ülkedeki istikrarsızlıklardan kaynaklanan riskler belli bir ölçüde azaltılabilir.

i. Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi

Ürün yaşam dönemleri hipotezine göre, piyasaya yeni sürülen bir ürün gelişmesini tamamladıktan ve iç piyasa sınırına ulaştıktan sonra bu piyasada daha fazla kar olanakları kalmaz. Karlı üretime devam edilebilmesi için daha az girilmiş olan ve hatta rekabetin daha az olduğu ülkelerde üretim yapmak gerekir.

i. Yerel Piyasadaki Kısıtlamalardan Kurtulmak

Sanayileşmiş ülkelerde bankacılık ve bazı imalat sanayindeki yasaların getirmiş olduğu düzenlemeler nedeniyle firmalar bunlardan kurtulmak için firmalar yurt dışında şube açarlar veya üretimlerini yurt dışına kaydırırlar.

Ülkelerdeki üretim maliyetlerini yükselten çevre koruma standartlarından (baca filtreleri, emisyon oranları düşük otomobil üretimi) kurtulmak içinde firmalar, üretimlerini sürdürmek için daha düşük çevre standartlarına sahip ülkelere yatırım yaparlar.

j. Yabancı Teknolojileri Öğrenme

Firmalar yurt dışında üretim tesisleri kurarak veya mevcut tesisleri satın alarak yabancı ülkede uygulanan teknolojileri öğrenebilirler. Daha sonra öğrenilen bu bilgileri üretim süreçlerinde kullanarak teknolojilerini geliştirirler.

¹ İlkay ÇAPRAZ, İpek DEMİRCİOĞLU, a.g.e., s. 44

k. Müşteri İzleme

Bazı sektörlerdeki firmaların müşterilerini izlemeleri gereklidir. Müşterileri yurt dışına yatırım yapınca onlar da o yörelerde şube ya da ofis açarlar. Bankalar, danışmanlık ve menkul kıymet aracı şirketleri bu niteliktedirler.¹

l. Yatırım Çekmek İsteyen Ülke Açısından Paket Teorisi

Yatırım çekmek isteyen ülkeler dış yatırımları, sahip oldukları sermaye stoğuna katkı yapmak, yeni teknolojileri öğrenmek, ihracat kapasitelerini arttırmak gibi nedenlerle isterler. Buna bağlı olarak da yabancı sermaye bir paket olarak değerlendirilebilir. Bu paket şu dört unsurdan oluşur.

- Sermaye,
- Teknoloji öğrenme,
- Yönetim becerisi,
- İhracat kapasitesini artırma olanağı.²

Her yabancı sermaye, yukarıdaki paketin tüm unsurlarını içermeyebilir. Yabancı sermayeyi getirecek yatırımcı veya yatırım yapılacak olan ülke paketi parçalamak isteyebilir.

Bu paketin hem yatırım yapan firma hem de yatırım alan ülke açısından ekonomik bedeli olacaktır. Yatırım kabul eden ülke açısından ekonomik bedelin yanı sıra sosyal etkiler de söz konusudur. Yabancı sermaye sadece sosyal yardım için ülkeye girmez, aynı zamanda da normal olarak, karını maksimize etmeye çalışacaktır. Yatırım kabul eden ülke ise, her şeyden önce yukarıda belirtilen pakete dahil dört unsurun tümünün veya bir kısmının peşindedir. Buna karşılık yabancı sermayenin götüreceklerini (kar, lisans, ücret, vb.) sınırlı ölçüde tutmaya çalışacaklardır.

¹ Öznur YÜKSEL, a.g.e, s. 65

² Güngör T. URAS, a.g.e., s. 42

B. PORTFÖY YATIRIMLARI

Uluslararası sermaye hareketleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımlardan sonra ikinci en önemli uluslararası yatırım türü portföy yatırımlarıdır. Özellikle gelişmiş ülke (Amerika Birleşik Devletleri ve Japonya gibi) kaynaklı olan bu fonlar gerek ulusal kalkınmaya gerekse yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmakla birlikte ülkelerin ekonomik dengeleri açısından bazı riskler de meydana getirebilmektedir.¹ Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet veya özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.²

Portföy yatırımları, yatırımcının yerleşik olmadığı bir ülkede özel sektörün piyasaya sürdüğü hisse senetlerini, tahvilleri, türevleri ve diğer finansal araçları satın almasıdır. Tahvilleri devlet de piyasa sürmüş olabilir ve bunları özel yatırımcılar da satın almış olabilir.³ Portföy yatırımlarının başka bir tanımlaması ise, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski ve bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek gelir (sermaye kazancı, faiz, temettü geliri, vb.) elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırım portföy yatırımlarını oluşturmaktadır. Portföy yatırımları da kendi içinde uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları olarak ikiye ayrılabilir. Bir ülkenin ihraç ettiği tahvillerin ve hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında alınıp satılması uluslararası portföy yatırımı olarak adlandırılmaktadır. Aynı işlemin ülke dışında bir merkezde gerçekleşmesi ise, piyasalar arası portföy yatırımı olarak nitelendirilmektedir.⁴

Portföy yatırımında bulunacak yatırımcılar, yatırımlarını gerçekleştirmeden önce bazı faktörleri incelemektedirler. Bunlar aşağıda sıralanmıştır:

- yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı,
- döviz kurlarında istikrar,
- genel makro ekonomik istikrar,

¹ G. A. CALVO, L. LEIDERMAN, C. M. REINHART, "Inflows Of Capital To Developing Countries in The 1990's", The Journal Of Economic Perspectives, Vol.10, No:1, 1996, s. 123-129

² Merkez Bankası, a.g.e., s. 7

³ Ha-Joon CHANG, Ilene GRABEL, Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı, İmge Kitabevi Yayınları, Çeviren: Emre Özçelik, Ankara – 2005, s. 142

⁴ Hatice DOĞUKANLI, Uluslararası Finans, Nobel Kitabevi, Adana – 2001, s. 219

- yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması,
- yabancı bankacılık sisteminin genel durum, tahvil ve hisse senedinin likiditesi,
- faiz oranları.

Portföy yatırımları, yerleşik olmayan yatırımcıların ilgili ülkenin hisse senedi ve tahvillerini (menkul değerler) satın almasıyla gerçekleşen mali işlemler niteliğindedir. Bunun sonucunda, yatırımcılar öncelikle hisse senedi ve tahvili çıkaran kuruluşa (özel veya kamu), dolaylı olarak da ülkeye mali kaynak sağlamış olurlar. Yabancıların bir ülkenin sermaye piyasasında menkul değerler satın almalarının çeşitli nedenleri vardır. Bunlar portföy teorisinin konusudur. Genel olarak değerlendirirsek, yatırımcıların bir ülkeye ait menkul değerleri tercih etmesinin nedenleri, bir tasarrufçunun kendi ülkesinde kimi menkul kıymetleri tercih etmesinin nedenlerinden farklı değildir. Bir yatırımcı bir ülkede menkul değerler satın alıyorsa; daha fazla sermaye kazancı, daha fazla faiz ve kar payı (dividant) elde etmek istemektedir.¹

Portföy yatırımı kararlarını etkileyen temel faktör yatırımlardan beklenen getiri oranıdır. Bir menkul değer getirisini, onun sağlayacağı faiz ya da temettü gelirleri ile sermaye kazanç ve kayıplarından oluşmaktadır. Yatırımcı için önemli olan ise, riski karşılayacak oranda bir gelir elde etmektir. Bu noktada, yatırım kararlarını etkileyen diğer bir faktör ise risk olmaktadır. Ticari ve politik risk ile kur riskini önceden kesin olarak bilebilmek mümkün olmadığından, risk düzeyi yatırımcının tahminlerine bağlı bulunmaktadır. Bu nedenle getiri ve risk durumlarına göre yatırım yapılacak menkul değerleri fon sahibinin kişisel tercihleri belirlemektedir.²

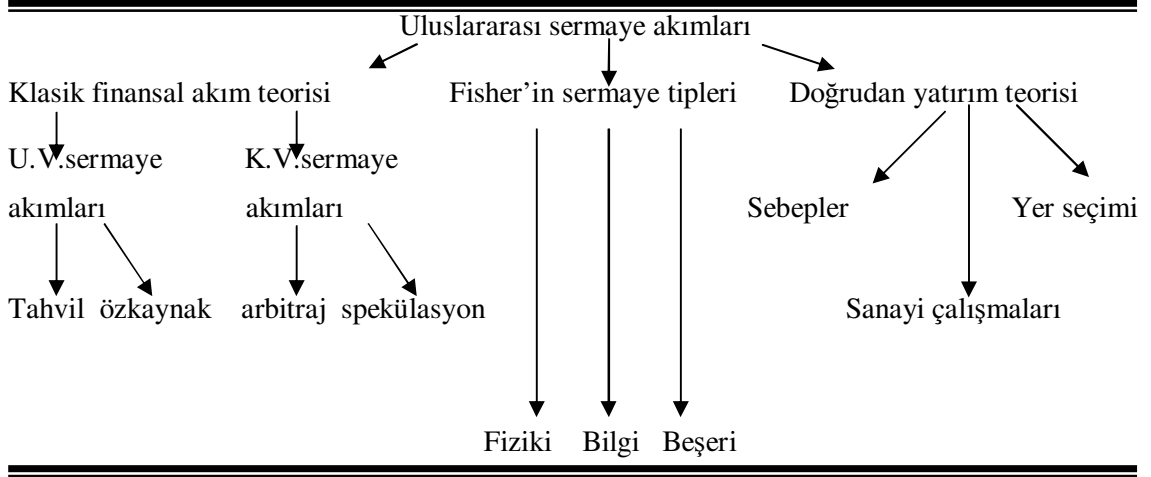
¹ Hüseyin ŞAHİN, Türkiye Ekonomisi, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa – 1998, s. 32

² Nurdan ASLAN, a.g.e., s. 57

C- SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Sermaye akımlarını açıklamaya yönelik çok sayıda teori vardır. Bu farklı sermaye akımları teorilerini temel bir sınıflandırmayla göstermek olanaklıdır. Sermaye akımları için temel sınıflandırma aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir.

Grafik 1.1: Genel Uluslararası Sermaye Akımları Teorileri



Kaynak: Nurdan ASLAN, a.g.e., s.47

Keynes ve Ohlin'in yaptığı araştırmalar klasik sermaye transferi teorisinin temellerini oluşturmaktadır. Bu teoriye göre, uluslararası sermaye transferleri tipik bir borç verme işlemidir ve hem sabit hem de değişken kur sisteminde gerçekleşebilmektedir. Örneğin, bir ülkenin sermaye transfer ettiğini düşünelim. Sermaye ihraç eden ülkede faiz oranları artacak, para arzının azalacak ve fiyatların düşmesiyle birlikte cari işlemler fazlası oluşacaktır. Sermaye ithal eden ülkede ise faizler düşerken, fiyatlar artacak ve cari işlemler açığı meydana gelecektir. Ticaret dengesindeki bu değişimler sonucunda sermaye transferleri tersine dönecektir. Bu teorisin gerçekleşmesi için bazı basitleştirici varsayımlar yapılmaktadır; bu varsayımlar şunlardır.

- Sermaye ihraç eden ülkelerde bir ticaret fazlası, sermaye ithal eden ülkelere bir ticaret açığı olmalıdır.
- Sermaye ihraç eden ülkede gelir azalması, sermaye ithal eden ülkede ise gelir artışı sonucunda dış denge değişmelidir.

- Net ticaret hadleri sermaye transfer eden ülkenin aleyhine, transferi alan ülkenin lehine değişmelidir.¹

1- SERMAYE AKIMLARINA İLİŞKİN NEO-KLASİK GÖRÜŞ

Neo-klasik teori, yurtiçi tasarrufların kıt olduğu durumlarda yabancı sermayenin yurtiçi yatırımları ve bu yolla büyümeyi hareketlendireceğini kabul etmektedir. Yabancı sermayenin ülkeye girebilmesi için de dış finansal serbestliği savunurlar. Sermayenin hareket yeteneği hane halkının, firmaların veya ülkelerin yurtdışından borçlanmak suretiyle tüketimlerini kesintisiz devam ettirebilmeleri anlamına geldiği gibi yurtdışından borçlanabilmek, yurtiçi üretim ve gelir düşük olsa bile, halkın ve firmaların satın alma ve yatırım yapma imkanlarının devam etmesini sağlayarak konjonktürel yapıyı kırabilmektedir.² Sermaye hareketlerin serbestleşmesi, tasarrufların sermaye kıtlığı çeken ülkelere akmasını sağlayacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu durumlarda; bu ülkelerdeki faiz oranları yükselecek ve tasarruf fazlası olan ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye transferi gerçekleşecektir.³ Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının uluslararası faiz oranları seviyesine ininceye kadar devam edecektir. Küresel tasarruflar faiz oranlarına karşı ne kadar duyarlı iseler bu süreç o kadar hızlı gerçekleşecektir. Bu süreç sonucunda, sermaye girişlerindeki artışın ülkenin sermaye stoğunu, üretkenliğini ve gelirini arttırarak, verimli bir döngüyü başlatacağını iddia etmektedirler.⁴ Bu teorinin gerçekleşmesini sağlayan varsayım, uluslararası finansal piyasalarda işlem yapanların, tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerini doğru bir şekilde değerlendirebileceğini, en yüksek beklenen getiriyi sağlayacak yatırımları bulup onlara yatırım yapacağı, mali varlıkları, riskleri ve getirilerine göre doğru bir şekilde fiyatlandıracağı ve belirsizlikleri azaltacak bilgiyi elde edecekleridir. Bunun yanında, uluslararası sermaye piyasalarının küresel tasarruflar, her zaman en üretken şekilde değerlendireceğini söylemektedirler. Yurtiçi sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler,

¹ Nurdan ASLAN, a.g.e., s. 49

² Nadir EROĞLU, a.g.e., s. 16

³ Nurhan YENTÜRK, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul – 2003, s. 131

⁴ Ha-Joon CHANG, Ilene GRABEL, a.g.e., s. 146

yurtiçi tasarruflarını artırmak yerine, yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak bularak istenilen yatırımları ve büyümeyi sağlayabileceklerini söylemektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde, vergi tahsilinde yaşanan sorunlar ve devlet bütçesindeki sayısız talepler yüzünden kamu harcamaları sınırlıdır. Devlet özelleştirme yaparak ve çıkardığı tahvilleri yabancı yatırımcılara satarak ek kaynak yaratabilir. Serbest sermaye piyasaları, gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün ve özel sektörün yurtiçinde üretilmemiş sermayeden (teknoloji vb.) ve diğer kaynaklardan yararlanabilmesini sağlar. Yurda giren ek sermaye sayesinde büyümeye kaynak ayrılabilir. Yabancı sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerde verimliliği ve politika etkinliğini olumlu yönde etkileyebilir. Özel sermaye akımlarını ülkeye çekme isteği ve sermayenin kaçışı tehdidi; politika tasarımı, makroekonomik performans ve şirket yönetişimi alanlarında uluslararası standartların sağlanması için devleti ve şirketleri güdüler. Özel sermaye akımlarını çekmek isteyen ülkeler, aynı zamanda enflasyonla ve yolsuzlukla mücadele etmeleri gerekecektir. Çünkü yatırımcılar fiyat istikrarına, şeffaflığa ve hukukun üstünlüğüne büyük önem vermektedirler.

Bu görüşleri savunanlar, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelerde bazı sorunların ortaya çıkmaması için önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiğini söylemektedirler. Sermaye hareketlerinin belirli türlerini serbestleştirmeye, ancak ekonominin diğer sektörleri başarıyla serbestleştirildikten ve asgari düzeyde bir finansal gelişme, kurumsal ve düzenleyici mekanizmalar yeterince geliştirildikten sonra geçilmelidir. Bu teze sıraya koyma tezi denilmektedir. Serbestleşme politikalarındaki sıralama ve hız konusunda yapılan hatalar, genel toplumsal şartlara karşı duyarlı olmamaktan kaynaklanmaktadır. Daha sosyal ağları konulmadan, uygun bir yasal çatı oluşturulmamışken ülkeler modern kapitalizmin bir parçası olan piyasa fikrindeki ani değişikliklere direnemiyorken, liberalleşme uygulaması için baskı yapılabilmektedir. Yeni iş sahaları yaratmak için gerekli koşullar hazırlanmadan iş sahalarını yok edecek politikaların uygulanması için dayatmak, uygun rekabet ve yasal çerçeve hazır olmadan ülkeleri özelleştirme yapmaya zorlamak Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) serbestleşme için önerdiği ve sıklıkla eleştirilen politikalarıdır. Bu hataların temelinde piyasa fundamentalizminin politikaları yatmaktadır. Örneğin, özel mülkiyet hakları oluşturulduktan sonra gerisinin

kendiliğinden geleceğini iddia etmektedirler, piyasa ekonomisinin işlemlerini sağlayacak kurumlar ve yasal yapılanma da buna dâhildir. Sermaye piyasasını serbestleştirme ve özelleştirme konusunda yapılan hatalar büyük oranda sıralama ve hız hatalarıdır.¹

Doğrudan yabancı yatırımlara (DYY) ilişkin neo-liberal görüş şu şekildedir. Neo-liberallere göre doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerin lehine gelişen bir süreçtir. DYY, gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan sermaye, ileri teknoloji, yönetim becerisi gibi kaynakların elde edilmesini sağlar. Üstün yönetim teknikleri ve şirket uygulamalarını beraberinde getirir, dış piyasalarla bağlantı kurmayı ve bu piyasalara erişimi mümkün kılar. Doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası şirket faaliyetleri (teknoloji lisansları, yatırımsız yönetim sözleşmeleri vb.) gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomiyle bütünleşmesini kolaylaştırır. Doğrudan yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülkeler açısından bir “kazan-kazan” girişimidir. Çok uluslu şirketleri yararına olan her şey, bu yatırımları yapıldığı ülke ekonomilerine de yarar sağlar.

Neo-liberal görüşlere göre portföy yatırımları, şirketlerin ve devletlerin uluslararası sermaye piyasalarında bulunan büyük orandaki sermaye birikiminden yararlanılmasını sağlar. Sermayeye erişim kolaylığı, daha fazla yatırım ve ekonomik büyümenin birbirini beslediği bir ortam yaratır. Portföy yatırımları, uluslararası sermaye piyasalarındaki çok sayıdaki farklı yatırımcılar tarafından rekabetçi koşullarda fiyatlanmakta ve etkin biçimde tahsis edilmektedir. Bu koşullar sayesinde, devletin yürüttüğü sermaye tahsisinde ve bazı banka kredilerinde ortaya çıkan yolsuzluklar, uluslararası sermaye piyasalarında yolsuzluğa meydan vermeyen, kişisel olmayan süreçlerle tahsis edilmektedir. Bu koşullarda tahsis edilen portföy yatırımlarından yararlanmak, bu yatırımları ülkelere çekebilen ekonomilerin genel etkinliğini ve performansını artırır. Bununla birlikte uluslararası finans piyasalarında fiyatların dengeye gelmesi çok hızlı gerçekleşir. Portföy yatırımlarının geldiği ülkeden çok hızlı geri çekilebilecek olması devletleri ve şirketleri disipline sokar ve etkinliğini artırır. Çünkü devletlerin ve şirketlerin portföy yatırımlarından yararlanabilmesi için,

¹ Joseph E. STİGLİTZ, Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı, (Globalization And It's Discontent), Çeviren: Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, İstanbul – 2002

yatırımcıların uygulanan ekonomik programlara, politikalara ve işletme yönetimlerine güvenmeleri gerekir.¹

Son olarak neo-liberallerin özel banka kredileri hakkındaki görüşleri şu şekildedir. Yabancı banka kredileri, yurtiçinde kredi veren kuruluşların ve tasarruf sahiplerinin sağladığı yurtiçi sermaye birikimine katkıda bulunur. Bu sayede, yabancı banka kredileriyle, ekonominin bu kredilerinden yararlanmadan önce gerçekleştirdiği yatırım ve büyüme düzeylerinin üzerinde bir seviyeye ulaşılabilir. Yabancı bankalardan borçlanmanın kalkınma açısından yararları da vardır. Yabancı bankalar, yerli bankalara göre genellikle daha ucuz kredi verir. Görece düşük sermaye maliyetleri, daha yüksek yatırım ve büyüme düzeylerini sağlayabilir. Yerli bankaların yabancı bankalarla rekabet etmesi, yerli bankaların daha ucuz kredi vermesini ve yabancı rakiplerinin etkinlik ve hizmet standartlarını yakalamaya zorlayabilir. Bu sayede, yerli tüketiciler ve firmalar, bu rekabetten yarar sağlamış olur.²

Bu başlık altında açıklanan neo-liberal yaklaşımın, günümüzde gittikçe daha çok tartışılan eleştirileri bulunmaktadır. Neo-klasik yaklaşımı eleştirenlerin görüşleri ise alt başlıkta verilecektir.

2- SERMAYE AKIMLARA YÖNELİK NEO-LİBERAL GÖRÜŞÜN REDDİ

Yukarıda özet olarak ifade edilen neo-liberal teori, uygulama açısından değerlendirildiğinde beklenen sonuçları verdiği söylenemez. Örneğin, yabancı sermaye yatırımlarının kısa dönemde bir ülkenin GSMH'nda olumlu etkiler yaratmasına rağmen uzun dönemde karların yatırımı yapan ülkeye geri dönmesi nedeniyle ulusal ekonominin bütünü üzerinde beklenmedik olumsuz etkiler yaratmakta ve yapısal bozulmalara neden olmaktadır. Bu olumsuz etkiler aşağıda kısaca özetlenmiştir.

- Döviz kurunun aşırı değerlenmesi, kısa vadeli olarak ülkeye akan dövizler, giriş anında ülke parasının diğer dövizler karşısında aşırı değerlenmesini sağlarken, karların yurtdışına çıkmasıyla süreç tersine işlemekte diğer paralar ülke parasına göre aşırı değerlenmektedir.

¹ Ha-Joon CHANG, Ilene GRABEL, a.g.e., s. 154

² a.g.e., s. 155

- Uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara ülke ekonomisi daha duyarlı hale gelmektedir.
- Ulusal ekonomi politikalarının etkinliği azalmaktadır.
- Mali piyasalarda ani ve aşırı fiyat dalgalanmaları yaşanmaktadır.
- Genel fiyat düzeyinde yükselmeler görülmektedir.
- Ulusal şirketler yabancı şirketlere karşı cephe alıcı faaliyetlere girmektedir.¹

Neo-liberal yaklaşımı eleştirenlere göre, bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi finansal piyasaların etkin çalıştığı kabulüdür. İkincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını ülkeler arasında eşitleyeceği kabulüdür. Fakat, finansal piyasaların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha geçerlidir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkelerin düzeyine inmemekte, ülkeler arasındaki yatırımların getirisi bir yakınlaşma eğilimine girmemektedir.²

Uluslararası sermaye akımları, döviz kurlarının piyasada belirlendiği kur sisteminde, büyük ve ani sermaye girişleri yerli paranın değer kazanmasına neden olabilmektedir. Yerli paranın fazla değerlenmesi (ithal mallarını yerli tüketici açısından ucuzlattığı için) ithalatı attırır ve (ihraç malları yabancı tüketici açısından daha pahalı hale getireceği için) ihracatı azaltır; bunun sonucunda ödemeler dengesinde sorunlara neden olur. Özel sermaye girişleri, yerli ve yabancı yatırımcıların yurtiçi politikaların uygulanmasına karışması olasılığını da arttırır (sermaye akımları, yatırımcıların ekonomik ve siyasi ortamın elverişli olmasına ilişkin yargılarına bağlıdır). Sermaye girişleri aynı zamanda, yurtiçi kaynakların yabancı denetimi altına girmesi sorununu da gündeme getirmektedir.

Sermaye girişlerinin bir diğer yönü ise sermaye çıkışlardır. Ülkeden sermaye çıkışları, yabancı yatırımları kar payı ödemek, kredi açan yabancılara faiz ödemek, hisse senedi portföylerini satılıp paraya çevrilmesi gibi yollarla gerçekleşir. Ani, büyük

¹ Nadir EROĞLU, a.g.e., s. 17

² Nurhan YENTÜRK, a.g.e., s. 32

sermaye çıkışları, yerli paranın değer kaybetmesine neden olabilir. Sermaye kaçıışı genellikle bir kısır döngüye yol açar: Yerli paranın değer kaybetmesi, borç ödemede zorluklar, hisse senedi (ve diğer varlıkların) değerlerinin düşmesi ve yeni sermaye kaçışları birbirini izler. Bunun nedeni, yerli paranın ve varlıkların değer kaybetmeye devam edeceğini öngörüp paniğe kapılan yatırımcıların yeni sermaye kayıplarını önlemek amacıyla varlıklarını toptan satma eğilimine girmesidir. Böylece sermaye kaçışı, makroekonomik dirençsizliğe ve finansal istikrarsızlığa yol açar; bu sorunların daha da ağırlaşmasına neden olur. Tüm bunlar, finansal bir krizle sonuçlanabilir. Finansal kriz, ekonomik performansı ve özellikle düşük gelirli kesimlerin yaşam standartlarını ciddi biçimde tehlikeye atar ve iç meselelerde karar alma sürecine yabancıların karışmasına neden olur.

Doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin neo-liberal görüşü eleştirenler, çok uluslu şirketlerin faaliyetlerini ciddi şekilde eleştirmektedir. Bu görüşe göre, çok uluslu şirketler, eskimiş ve elverişsiz teknolojileri, genellikle şişirilmiş fiyatlardan transfer ettiğini öne sürmektedir. İkinci olarak, çok uluslu şirketler, yatırım yaptıkları ülkelerde siyasi ve ekonomik alanda çok büyük bir tekel gücüne sahiptir. Üçüncüsü, çok uluslu şirketler iştirakleri arasında transfer fiyatlaması¹ denilen bir uygulamayla vergi kaçırmaktadır. Dördüncüsü, yerli şirketler yabancı şirketlerle rekabet edemediği için çok uluslu şirketler yerli yatırımları engellemektedir. Bazı ülkelerde çok uluslu şirketler, kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeyen hükümetlerin istikrarını bozmaya yönelik kampanyaları karıştırdıkları içinde eleştirilmektedirler. Bunun en bilinen örneği, Şili'deki bakır sanayisindeki çok uluslu şirketlerin General Pinochet'in Cumhurbaşkanı Allende'ye karşı yaptığı askeri darbeye verdiği destektir. Allende cumhurbaşkanı seçildikten sonra bakır madenlerini kamulaştırmıştı.

Liberal politikalar uyarınca çok uluslu şirketlere kapılarını açan bazı gelişmekte olan ülkeler, son 10-15 yılda umulandan daha az yarar görmüşlerdir. Bunun nedeni, bu ülkelerin çok uluslu şirketlere belli bir ulusal kalkınma stratejisi doğrultusunda yaklaşmamış olmalarıdır. Vizyondan yoksun bir serbestleşme politikasının sonucu, genellikle yanlış doğrudan yabancı yatırımların yapılmasıdır. Yapılan doğrudan yabancı

¹ Transfer fiyatlaması, bir şirketin iştiraklerinin iç fiyatlarıyla istediği gibi oynadığı bir vergi stratejisidir. Bu stratejiye göre, yabancı şirketlerden düşük vergi alan ülkelerde iştirakler kar gösterirken, yüksek vergi alan ülkelerde zarar gösterir.

yatırımların çoğu, gayrimenkule yapılan yabancı yatırım ve mevcut şirketlerin yabancılara devri (boz alan yatırımı) oluşturur ve bu yatırımlar nadiren teknoloji transferi sağlar. Dikkatle tasarlanmış bir sanayileşme stratejisi uygulamak yerine, kamu iktisadi teşebbüslerinin popülist gerekçelerle özelleştirilmesine yönelik çok sayıda verimsiz doğrudan yabancı yatırım yapılmıştır. Bu verimsiz politikalar sonucunda birçok ülke, yabancı şirketlere gereğinden fazla sübvansiyonlar vermiş, vergi muafiyetleri sağlamış, yabancı şirketlere uygulanan mülkiyet kısıtlamalarına son vermiş, karların yurtdışına aktarılması üzerindeki kısıtlamaları azaltmış, yerli girdi zorunluluğunu kaldırmış ve ulusal düzenlemelerde gereksiz ayrıcalıklar tanımıştır.¹

Çok uluslu şirketler, ülke içinde kazanılan karların ülke dışına çıkarılması üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla yatırım yaptıkları ülkeden büyük miktarlarda sermaye çıkmasına neden olmaktadır. Ayrıca, transfer fiyatlamasının uygulanması, çok uluslu şirketlerin yatırım yaptıkları ülkede kazandıklarından daha fazla miktarda sermayeyi yurtdışına çıkarabilmelerini mümkün kılmıştır.

Neo-liberal görüşün öne sürdüğü üzere, portföy yatırımlarının her durumda kalkınma açısından en önemli projeleri finanse edeceğini kanıtlamak kolay değildir. Devletin aracılık ettiği finansal akımların aksine, portföy yatırımları küresel sermaye piyasalarındaki getiri oranına göre tahsis edilmektedir. Bu uygulamada, spekülasyon yüksek getirili projelerin, sosyal veya kalkınmaya yönelik getirisi daha düşük projelere tercih edilmesi sonucunu doğurur. Bu spekülasyon projeleri genellikle küçük bir grup yerli ve/veya yabancı yatırımcı için karlıdır ve yatırımları ve büyümeyi kısa ve orta vadede arttırabilir. Fakat portföy yatırımları spekülasyonları, daha gerekli ve istenilen bir hedef olan ekonomik kalkınmaya çok az katkıda bulunmakta ve genellikle eşitsizliği arttırmaktadır.

Portföy yatırımlarının kısa vadede ani ve büyük miktarlarda giriş çıkışlara neden olabilmesi makroekonomik istikrarsızlığı arttırabilir. Gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda, finansal krizleri ortaya çıkmasında spekülasyon sermaye akımlarının büyük payı vardır (örneğin, Meksika 1994-94, Malezya ve Tayland 1997, Türkiye 2000-01 vb.).

¹ Ahmet ÇİMENÖĞLU, B. ÜLENGİN, Nurhan YENTÜRK, “Türkiye’de Tasarruf –Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Working Paper, 2005

Portföy yatırımları sonucunda, varlık fiyatlarının sürekli dalgalanması şirketler açısından belirsizliği artırır, sistematik istikrarsızlığa neden olur ve böylece finansal krizlere karşı korunaksız kalmasına yol açar. Portföy yatırımları çok akışkandır ve bu yüzden kolayca ülke dışına çıkabilir. Yerli ve yabancı yatırımcılara ait portföy yatırımlarında önemli miktarlarda ani çıkış olması kaçışların devam ederek yerli paranın değer kaybetmesine ve bu, borç ödemelerinde güçlüklerin ve finansal varlık fiyatlarında düşüşlerin birbirini izlediği bir kısır döngüye neden olabilmektedir. Bu tür finansal krizlerin maliyetleri, büyük ölçüde düşük gelirli kesimlerin omzuna binmektedir. Herhangi bir sermaye türünün kaçışı finansal krizlere yol açabilir, ama portföy yatırımlarının yüksek akışkanlığı böyle bir kaçış eğilimini pekiştirmektedir.¹

Büyük ve ani portföy yatırımı çıkışlarının yanında girişleri de bir sorun kaynağıdır. Büyük ve ani portföy girişleri, döviz kurlarının piyasada belirlendiği yerli paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturduğu ölçüde başka sorunlara yol açar. Bu durumda, ülkenin kısa bir zaman içinde büyük miktarlarda portföy yatırımı çekmeye başlaması, ihracat performansını tehdit edebilir. Bu sorun, çok kısa bir süre içinde büyük doğrudan yabancı yatırım girişleri olduğunda da ortaya çıkar. Döviz kuru sabit veya belirli bir aralık içinde tutuluyor olsa bile , büyük miktarda portföy veya belirli türde doğrudan yabancı yatırım girişleri , kuru belirli bir aralıkta tutmaya çalışan merkez bankasının para politikası uygulama imkanlarını kısıtlayabilir.²

Neo-liberal görüşü eleştirenlere göre, gelişmekte olan ülkelerde yabancı banka kredilerinin özel şirketlerce verimsiz veya israfa yol açan her türlü faaliyette kullandıklarını ileri sürmüşlerdir. Genelde finansal serbestleşmenin başlattığı spekülasyon balonları oluştuğunda, yabancı banka kredilerinin büyük bir kısmı, spekülasyon gayrimenkul ve hisse senedi ticaretini finanse etmeye başlar. Pek çok Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkesinde finansal serbestleşme sonucunda bu olaylar gerçekleşti. Spekülasyon balonları şişirmenin yanı sıra, kapasite fazlasının bulunduğu yatırımları da genellikle yabancı banka kredileri finanse etmiştir. Aşırı yatırımın sonucu olan kapasite fazlası, fiyatları ve ihracat kazançlarını düşüren bir baskı oluşturmaktadır. Devlet, kredi fonlarının tahsisini denetlemezse yabancı krediler, kalkınmaya veya sosyal amaçlara en

¹ UNCTAD, Development and Globalization: Facts and Figures, 2008

² Joseph E. Stiglitz, 90'ların Yükselişi Dünyanın en Parlak 10 Yılı'nın Hikayesi, Güncel Kitaplar Dizisi, Çeviri: Barış Güven, Aytül Özer, İstanbul – 2003

uygun öncelikli yatırım projelerinin finansmanında kullanılmayabilir. Yabancı krediler kalkınmaya katkı yapmayan verimsiz amaçlarla kullanıldığı sürece, bu kredilerin kısıtlı yerli kredileri takviye etmesinin bir önemi yoktur. Yabancı kredilerin yerli kredilerden genellikle daha ucuz olduğunu söyleyen neo-liberaller haklıdır. Ama yabancı kredilerin ucuzluğu, bu kaynakların verimsiz amaçlar için harcanmasını daha cazip kılıyorsa, ki genellikle öyle olmaktadır. Ucuz kredilerin kalkınmaya katkı sağladığı şüphelidir.¹

Ve son olarak, yabancı kredilerin ülkeden kaçma eğilimi yerli kredilere göre daha yüksektir. Yabancılar, sezdikleri risklerden korunmak ve başka yerlerde daha uygun fırsatlar aramak için belirli bir ülkede verdikleri kredileri kolayca kısıabilir. Gelişmekte olan ülkelerde devlet, talimatlarıyla veya manevi baskıyla yerli bankaları yönlendirebilir, fakat yabancı yatırımcıların kararlarını aynı biçimde etkileyemez.

C- DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARI ARASINDAKİ FARKLAR

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları ülke ekonomilerini üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedirler. Fakat bu yatırımların gerçekleştiği ülke ekonomilerinde kısa ve uzun dönemdeki etkilerinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Yabancı portföy hisse yatırımları, yatırımcıya sağladığı risk üzerindeki yönetim özgürlüğü sebebiyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılmaktadır. Yabancı bir yatırımcı tarafından gerçekleştirilen herhangi bir yatırım, yatırım yapılan ülkedeki bağlı alt işletmenin en az %10'u veya bağımsız bir işletmenin eşit oranda hissesine eşit olduğu takdirde doğrudan yabancı sermaye yatırımı olmaktadır. IMF Ödemeler Dengesi Kılavuzu doğrudan yabancı sermaye yatırımı tanımlarken, bu yatırımın, bir ekonomide mevcut durumdaki bir kuruluşun bir başka ekonomideki bir kuruluştan kalıcı fayda elde etmesini hedefleyerek gerçekleştirilmesini esas almaktadır. Kılavuzda bu çerçevede, bir kalıcı fayda için iki kuruluş arasında uzun vadeli bir ilişki gerektiği ve yatırımcıların yatırım gerçekleştirilen ülkedeki kuruluşun yönetiminde etkili olması durumu üzerinde durulmaktadır. IMF, söz konusu kalıcı fayda olgusunu bir zaman

¹ Ha-Joon CHANG, Ilene GRABEL, a.g.e., s. 155

çerçevesinde değerlendirmemiş ve yatırımı konu olan kuruluşun ne kadarına sahip bulunduğu üzerinde durmaktadır.¹

Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları ve portföy yatırımcıları birbirlerine göre farklılıklar gösterirler. Portföy yatırımcıları genellikle yönetiminde pay almaksızın şirket hisselerine sahip olarak finansal sermaye birikimi sağlamaktadırlar. Yine portföy yatırımcıları, genellikle finansal kurumlardan, kurumsal yatırımcılardan veya yatırımlarının kendilerine finansal getirisini dikkate alan bireylerden meydana gelmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları ise, genellikle ürünlerin ve hizmetlerin üretimi ile ilgili firmalarından oluşmaktadır.

Portföy yatırımcıları, yatırım amacıyla satın aldıkları hisse senedi, tahvil, vb. yatırımlardan elde ettikleri kar oranları düştüğünde veya zarar etmeye başladıklarında; yatırımlarını ikincil piyasalarda satarak likiditeye çevirebilirler. Oysa doğrudan yabancı yatırımlarda, yatırımı gerçekleştiren çok uluslu şirketler yatırımlarına daha uzun bir süre sahiptirler ve yatırım yapmadan önce daha uzun dönemli planlar yapmak zorundadırlar.

Doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak, portföy yatırımları çok daha kısa süreli bir sermaye hareketi olarak makroekonomik yapıya sağladığı faydaların yanında, ani sermaye çıkışlarına da neden olması sebebiyle finansal derinliği olmayan piyasalarda istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Portföy yatırımları bu özelliklerinden dolayı gelişmekte olan ülkelerde kısmen veya tamamen kısıtlanabilmektedir.²

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla portföy yatırımları arasındaki farkları aşağıdaki gibi kısaca sıralayabiliriz.

- Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırım yapılan ülkeye sermaye transferinin dışında, know-how, yeni üretim teknolojileri, yönetim bilgisi gibi değerlerde aktarılmaktadır. Portföy yatırımlarında ise, sadece sermaye transferi gerçekleşmektedir.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapan firma, yurtdışında kurulan firmanın yönetim kadrolarını ana firmadan gönderdiği kişilerle oluşturur. Kurulan firma, ana firmanın denetimi altındadır. Portföy yatırımlarında yatırım yapılan ülkedeki firmanın yönetimine katılım hakkı yoktur.

¹ IMF, "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues," Economic Issues, No: 17, 1999

² İlkay ÇAPRAZ, İpek DEMİRCİOĞLU, a.g.e., s.44

- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha çok uzun perspektifte değerlendirilmesi gereken yatırımlardır. Portföy yatırımlarında ise çok kısa vadelerde giriş ve çıkışlar olabilmektedir.
- Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Portföy yatırımları ise, finansal kurumlar, kurumsal yatırımcılar ve gerçek bireyler tarafından gerçekleştirilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında, yapılan yatırım kar getirmemeye başladığında veya gelecek tahminleri olumsuz döndüğünde; yatırım yapılan ülkeden çıkmak portföy yatırımlarına göre çok daha maliyetli ve uzun süre gerektiren bir işlemdir.¹

II- DEĞİŞEN DÜNYA KOŞULLARI VE ULUSLARARASI SERMAYE

Değişen dünya koşulları sonucunda iktisadi alanların tümünü etkileyen bu süreç; özellikle 1970'li ve 1980'li yıllarda finans sektöründe köklü değişimleri beraberinde getirmiştir.² Bu süreç, finans açısından şimdiye kadar görülmemiş bir bütünleşme ve genişlemeye bağlı olarak, uluslararası sermaye akımlarında aşağıda değinilecek değişimlere neden olmuştur. Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, bu serbestleşmeye paralel olarak uluslararası sermayeye de ekonomik gelişme içinde büyük önem kazandırmıştır.³ Söz konusu uluslararası sermaye akımlarındaki gelişmeleri değerlendirmeden önce, bu sürecin altında yatan en önemli etken olan küreselleşmeyi açıklamak gerekir.

Küreselleşme, devletle büyük işletmeler arasındaki değişen ilişkileri tanımlamak amacıyla kullanılan bir sözcüktür. Fakat bugünkü durum çok daha geniş ve çok daha derin bir olgudur. Yalnızca devlet, iş dünyası ve insanların nasıl iletişim kurduklarını tanımlamakla kalmaz, yepyeni toplumsal ve politik iş yapma modellerinin bir bileşimini yansıtır.

Küreselleşme, sosyal, kültürel, siyasi ve ekonomik yönleri olan çok boyutlu bir süreçtir. Bazılarına göre küreselleşme, dünya ülkelerine birbirine yakınlaştırmış ve

¹ Rıdvan KARLUK, a.g.e., s. 645

² Nadir EROĞLU, Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar, Om Yayınevi, Derleyen: Aklan Soyak, İstanbul – 2002, s.15

³ Muhammet AKDİŞ(b), Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Basım-Yayım Dağıtım, İstanbul – 2000, s. 28

dünyayı “büyük bir köy” konumuna getirmiştir; bazılarına göre ise Amerikan kültürünün dünyaya daha hızlı bir biçimde yayılmasından ve Amerikan ekonomisinin dünya üzerindeki egemenliğinin pekiştirilmesinden başka amaca hizmet etmemiştir. Küreselleşme bir fenomen değil, gelip geçici bir yöntem de değildir. Bugün küreselleşme hemen hemen her ülkenin iç siyasetini ve dış ilişkilerini biçimlendiren kapsayıcı ve uluslararası boyutta bir sistemdir. Onu bu şekilde anlamamız gerekir.

1990’lı yılların başından itibaren dünyada hızlı bir küreselleşme yaşanmaya başlanmıştır. Literatürde küreselleşme sürecinin temelinde yatan gerçekler arasında iletişim ve bilişim teknolojisi alanında ortaya çıkan gelişmeler öne çıkmaktadır.¹ Böylesine hızlı şekilde değişen dünya koşulları, dünya ekonomisini ve ülke ekonomilerini de çok hızlı bir biçimde dönüşüme zorlamaktadır. Bu dönüşümü hazırlayan süreç ise aşağıda açıklanacaktır.

1990’lı yıllar ele alındığında yaşanan en keskin olgunun küreselleşme olduğunu söyleyebiliriz. Küreselleşme sosyal, kültürel, siyasal ve ekonomik yönleri olan çok boyutlu bir süreçtir. Ekonomik açıdan küreselleşmenin şu üç boyutu özellikle dikkat çekicidir: Bunlar uluslararası ticaret, uluslararası üretim ve uluslararası mali akımlarla ilgili gelişmelerdir.² Küreselleşmenin ekonomi alanındaki etkileri olarak ülkelerarası mal ticaretine oranla finansal akımların kazandığı yoğunluk konumuz açısından önemlidir. Özellikle uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarını ve Türkiye ekonomisini etkilemesi açısından ele aldığımızda, farklı ülkelerde yaşayan insanlar arasındaki ekonomik ilişkilerin, döviz işlemlerinin ve sermaye hareketlerinin artıyor olması dikkat çekicidir.³

Ekonomik anlamda küreselleşmenin şu üç boyutu dikkat çekicidir: ticari küreselleşme, üretimin küreselleşmesi ve mali küreselleşme. Ticari küreselleşme veya küresel ticaret, diğerlerinden daha eski bir gelişmedir. Bu gelişme, 1947’de kurulan GATT çerçevesinde gümrük tarifeleri ve kotaların kaldırılarak uluslararası ticaretin evrensel boyutlarda serbestleşmesi çalışmalarıyla başlatılmıştır. Bugün GATT’ın yerine Dünya Ticaret Örgütü-DTÖ (World Trade Organization-WTO) geçmiş bulunmaktadır.

¹ Thomas L. FRIEDMAN, World Is Flat: A Brief History of Twenty-First Century, New York - 2005, s.25

² Halil SEYİDOĞLU(a), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul – 2007, s. 187

³ Thomas L. FRIEDMAN, a.g.e., s.28

DTÖ'nün görevleri ve kapsamı GATT'tan daha geniş ve yaptırım gücü daha yüksek bir kurum konumundadır.

Küresel ticaretin gelişmesinde, GATT çerçevesindeki uluslararası düzenlemelerle iletişim ve haberleşme başta olmak üzere teknolojik gelişmelerin önemli etkileri vardır. Bu sayede taşıma maliyetleri düşmüş ve uluslararası pazarlardaki gelişmeler daha kolay izlenir bir duruma gelmiştir.

Üretimin küreselleşmesi, sınır ötesi üretimin yaygınlaşmasını ifade eder. Başka bir deyişle, günümüzde dünya üretiminin çok önemli bir payı çok uluslu işletmeler tarafından ana ülke sınırları dışında gerçekleştirilmektedir. Aslında bu anlamda küreselleşme de çok yeni olmayıp, II. Dünya Savaşı döneme kadar inmektedir.

Ekonomik küreselleşmenin üçüncü boyutu mali küreselleşmedir. Mali küreselleşme, ülkelerin kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarıyla ilgili olarak uygulamakta oldukları engel ve kısıtlamaları kaldırıp, yurtiçi piyasaların dünya piyasalarıyla bütünleşmelerinin bir sonucudur. Bu gelişmeler dolayısıyla, sermayenin uluslararası alanda dolaşımında büyük artışlar olmuş ve dünya tek bir mali piyasa durumuna dönüşmüştür. Mali küreselleşme olayı, 1980 sonrası döneme aittir ve küreselleşme kavramı da özellikle mali liberalleşme ile birlikte yaygınlık kazanmıştır.

Finans piyasalarının serbestleşmesi, uluslararası sermaye akımlarının boyutlarını ve akışkanlığını arttırmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin artan akışkanlığı küreselleşmenin belirleyici bir özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde uluslararası finansal sermayenin akışkanlığını düzenleyen finansal araçların çeşitliliği küreselleşme evrelerinin niteliksel farklarını da ortaya çıkarmaktadır.¹

19. ve 20. yüzyıl küreselleşme evrelerinin sermaye hareketleri açısından en önemli farkı, birincisinin reel bir mal ile (altın standardı) düzenlenirken, günümüzdeki ikinci evrenin fiyat kağıt paraların nominal değişim hareketlerine bağlı olduğudur. Ulusal paraların değişim hadlerindeki bu belirsizlik, finansal sistemin işleyişi bakımından bir yandan büyük riskler taşırken bir yandan da spekülasyon nitelikli

¹ John Kenneth GALBRAITH(c), Ekonomi Kimden Yana, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul – 1990, s. 82

kazançları özendirmekte ve finansal sermayenin akışkanlığını reel üretim dünyasından kopartarak uyarmaktadır.¹

A- SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, fon arz ve talebinin ve mali piyasa katılımcılarının coğrafi sınırlamalara maruz kalmadan daha uygun mekanlarda işlem yapmasıdır. Mali entegrasyon ise, değişik ülke mali piyasalarındaki getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkın ortadan kalkmasıdır.² Birbirine bağlı bu iki gelişmenin İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan yeni dünya düzeni çerçevesinde, teknolojik gelişmeleri de arkasına alarak hız kazandığı söylenebilir.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında reel sektörün uluslararasılaşması doğrultusunda, özellikle 1970'li yılların ortalarından itibaren finans kesimi de uluslararasılaşmıştır. 1974 yılında durgunluğun iyice hissedildiği merkez ülkelerin, petro-dolarları uluslararası bankalar aracılığıyla çevre ülkelere aktarması ve bu yolla çevre ülkelerin sermaye ve ithalat talebini arttırarak kar oranlarının tekrar arttırılması yolunu seçtiği bilinmektedir. Ancak 1980'li yılların başından itibaren çevre ülkelerde baş gösteren dış borç bunalımı karşısında merkez ülkelerin, mali piyasaların ve sermaye hareketlerinin denetimden tümüyle arındırılması şeklindeki serbestleşme hareketlerini uygulamaya başladığı görülmektedir. Bu oluşumda öncelikle bankalar uluslararası fonksiyonlar üstlenmiş, hemen arkasından bankacılık faaliyetlerinde uluslararası işlemler önem kazanmıştır. Bu iki eğilim, GOÜ'lerin hızlı bir borçlanma sürecine girmeleri ve bu süreci destekleyen bir likidite fazlasının oluşmasına bağlanabilir. 1950'li yıllardan itibaren bankaların ulusal paralar yanında euro-döviz cinsinden işlemlerinin artması ve esas olarak birinci petrol şoku sonrası euro-dolar piyasasının gelişmesi sistemdeki likidite sıkıntısını ortadan kaldırmış, 1971'de doların altına konvertibilitesinin kaldırılmasıyla dünya ekonomisinin ABD cari dengesine bağımlılığının sona ermesi likidite bolluğunu getirmiştir. Likidite bolluğu uluslararası sermaye hareketlerini de arttırmış, artan uluslararası işlem hacmi ile alt piyasalar arasındaki ayırım (bankacılık, menkul kıymetler, sigortacılık gibi) ortadan kalkmıştır. Tahvil ve hisse senedi

¹ Erinç YELDAN, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları, İstanbul – 2003, s.19

² Nadir EROĞLU, a.g.e., s. 18

arasındaki ulusal mali piyasalar arasında varolan ayırım önemini yitirmiş, piyasalar türev menkul kıymetler (financial derivatives) ve yeni finansal ürünlerle (financial innovations) tanışmıştır. Ayrıca farklı ülkelerin mali kurumları değişik finansal merkezlerde konuşlanmıştır. ABD firmaları Londra ve Tokyo olmak üzere uluslararası merkezlerde şubeler açarak genişlemekte, diğer ülkelerin mali kurumları da ABD piyasalarına hücum etmektedir. Bu gelişmeler, finansın uluslararasılaşmasını hızlandıran etkenlerle temellenmiştir.¹

Son on yılda sermaye hareketlerinin serbestleşmesini üç değişik boyutuyla irdelemek gerekir. Birincisi, finans kapital, yani akışkan fonlar halinde mali piyasalar arasında hareket eden kısa vadeli parasal sermaye; ikincisi, gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan istihdamı ve üretim kapasitesini genişleten dolaysız yabancı sermaye. Bunlara, ikisinin melezi olarak bakılabilecek bir üçüncüsü eklenmelidir: özelleştirilen KİT'leri satın almak ya da borsada özel/tüzel şirketlerin en az %51 hissesini ele geçirmek yoluyla, getirdiği parasal fonları üretime yönlendireceği varsayılan dolaysız yatırımlardır. Ancak bunların bazen rekabeti tasfiye amacıyla yerel şirketleri ele geçirdikleri ve tesisleri kapattıkları da görülmektedir.²

Küreselleşme tartışmalarında sermaye hareketleri merkezi bir rol oynamaktadır. Aşamalarına bakıldığında liberalleşmenin ilk olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları alanında ortaya çıktığı görülür.

Çoğu ülkeler sürdürülebilir büyüme gibi amaçlarla öncelikle dolaysız yabancı sermaye girişlerini özendirici mali politikalar izlemişlerdir. Bu gelişmeyi, uluslararası piyasalardaki tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlere yapılan portfolyo sermayesi yatırımlarının liberalleştirilmesi izlemiştir. Bu sürece son olarak "sıcak para fonları" da denilen kısa süreli sermaye akımları katılmıştır.³

Mali küreselleşme sürecinin tamamlandığı 1990'lardan sonra yeni gelişmekte olan ülkelerde ve Rusya gibi dönüşüm ekonomilerinde çok sayıda krizler yaşanmıştır. Bunlara örnek olarak verilebilecek örnekler şunlardır: 1994 Meksika Krizi, 1997 Güney Doğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1998 Brezilya Krizi ve 2002 Arjantin Krizi.

¹ Nadir EROĞLU, a.g.e., s.19

² Gülten KAZGAN, Küreselleşme ve Ulus-Devlet: Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul – 2002, s.161

³ Halil SEYİDOĞLU(a), a.g.e., s.141

1990'lardan sonraki dönemde Türkiye'de de 4 Nisan 1994 Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 gibi ciddi krizler ortaya çıkmıştır.

Bugünkü uluslararası ekonomik düzende, krize giren ülkelerin dış finansman desteği sağlamak üzere IMF (ve kısmen de Dünya Bankası) dışında başvurabilecekleri önemli bir kaynak bulunduğu söylenemez. Ancak son deneyimler, IMF'nin kriz yönetimi politikalarının başarısı duyulan kuşkuvarın bir kez daha artmasına neden olmuştur. Hatta bugünkü deneyimler, kriz içindeki ülkelere IMF'nin şart koştuğu politikaların aslında mevcut krizin daha da derinleşmesine olabildiği izlenimi vermektedir. Başka bir deyişle, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların gelenekselleşmiş politikalarına karşın mali krizler, işsizlikteki artışlar, üretim düşüşleri, iflas eden şirketler, ağırlaşan dış borçlar kısacası yaygınlaşan sefaletle birlikte el ele gitmektedir.¹

Hızla genişleyen ve yabancı sermaye girişlerine sahne olan bir ülkede bu sürecin birdenbire duraklaması, tersine dönerek bir kriz ortamına dönüşmesi oldukça ilginç bir gelişmedir. Hızlanan sermaye girişinin yarattığı “aşırı ısınma” ortamında ülkedeki ufak bir ekonomik, siyasal veya doğal bir olay ya da gelişme, geleceğe yönelik beklentileri aniden olumsuzla dönüştürebilmekte ve yabancı sermayenin kitleler halinde ana ülkelerine geri dönmesi için ilk kıvılcımı oluşturabilmektedir. Yakın geçmişteki krizlerin çoğunda olayların gelişmesi buna benzer bir gelişme süreci izlemiştir.

1- FİNANSAL PİYASALARIN SERBESTLEŞMESİ

Son on yıl içinde dünya ekonomisinde, önemli finansal yeniliklerin olduğu dikkat çekmektedir. Yeni teknolojiler bir yandan işlem kayıt hızlarını arttırırken, bir yandan da yeni finansal araçlar ve kurumlar yaratmaktadır. Kompleks ve gelişmiş sermaye piyasalarının varlığı, gelişmiş bir ekonominin belirtisi olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler de, bir yandan güçlü bir finansal sistem kurmaya çalışırken, bir yandan da gerekli finansal kurumları oluşturmaya çalışmaktadırlar.

¹ Halil SEYİDOĞLU(b), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı: 4, İstanbul – 2003

Diğer piyasalardan pek çok açıdan ayrılan finansal piyasalarda, piyasa başarısızlıklarının daha yaygın olduğu dikkati çekmektedir. Bu nedenle finansal piyasalara yönelik müdahaleler sadece bu piyasaların daha iyi çalışmasını sağlamakla kalmamakta, ayrıca tüm ekonominin performansını da arttırabilmektedir.

Bu alanda, bir başka gözlem, finansal çöküntülerin bir çok ülkede yaşanmasıdır. Son yıllarda, finansal kurum krizleri; Çin'i, Hong Kong'u; Malezya'yı ve bir çok ekonomiyi etkilemiş, yüksek maliyetlere yol açmıştır. Bilindiği gibi, finansal kurumların temel işlevi, finansal kaynakları en verimli faaliyetlere yönlendirmektir. Ancak kriz yaşayan ekonomilerde, bu durum başarısız olduğu gibi, kaynak verimi de negatif olmuştur. Sorunun kaynağında yanlış verilen teşviklerin ve hükümet müdahalelerinin rolü büyüktür.¹

Öte yandan, özellikle gelişmekte olan ülkelerde sanayileşme için tasarrufların akışkanlığını sağlamada finansal piyasaların rolü önemli olmaktadır. Finansal piyasalar, sadece tasarrufların akışkanlığını arttırmakla kalmamakta, ekonominin büyüme hızını da etkileyebilmektedir. Finansal piyasaların temel rolü, sermayeyi tasarruf sahiplerinden, ödünç alanlara transfer etmek, sermaye toplamak, projeleri seçmek, riskleri paylaşmak ve genel olarak bir kambiyo ortamı sağlamaktır. Bu nedenle, sermaye piyasaları, sadece geçici ticaretle değil, risk ve enformasyon ile de ilişkilidir.

Bir ekonominin temel makro ekonomik özelliklerinde biri, bu ekonominin dış dünya ile finansal entegrasyon derecesidir. Ancak, birçok gelişmekte olan ülke açısından, bu özellik ile ilgili bilgiler çok yetersizdir. Sınırlı verilerle yapılan çalışmalara göre, bir çok gelişmekte olan ülkede finansal piyasalarla entegrasyon derecesinin yüksek olduğu, bunların birer açık piyasa oldukları dikkat çekmektedir.

Bir ülkenin finansal olarak dışa açık olmasının en belirgin özelliği, ülke yerleşiklerinin ellerindeki finansal aktifleri, diğer ülke yerleşikleri ile serbestçe değiştirebilmeleridir. Ancak yine de, finansal açıklık derecesi ölçülmesi güç olan karmaşık bir kavramdır. Yurtiçi ve dünya finansal piyasaları arasındaki ilişki, bir ekonominin anahtar özelliğidir. Bu anahtar özellik, bir çok temel makro ekonomik özelliklerin temel belirleyicisidir.

¹ Nurdan ASLAN, , Uluslararası Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, İstanbul – 1997, s.20

Ticaret konusu olan aktiflerin, yabacıların özel portföyleri ile yakın bir ikamesi varsa, ya da finansal aktiflerin büyük bir kısmı ticaret konusu olduğunda bunlarla ticaret yapılmayan aktifler arasında yakın bir ikame bulunmaktaysa, o ülkede finansal entegrasyon derecesinin yüksek olduğu söylenebilmektedir. Bu durumda, yurtiçi aktiflerin fiyatları, dünya aktifleri ile yakın ilişki içinde bulunmaktadır. Küçük bir ülke için bunun sağlayacağı avantaj, aşırı talep ve arz değişimleri karşısında finansal aktif fiyatlarının etkilenmemesidir.¹

Ülke ekonomisi açısından, güçlü finansal bütünleşmenin belli başlı makro ekonomik etkilerini, genel olarak beş noktada açıklayabiliriz:

- Görece küçük bir ekonomide, aşırı arz ve talep değişmelerinin, aktiflerin dünya fiyatlarını etkilememesidir. Özellikle, arz ve talebi önemli ölçüde etkileyen tasarruf ve yatırım eğilimindeki değişmeler, aktiflerin getiri oranlarını değiştirmeyecektir.
- Gelişmekte olan ülkelerde güçlü finansal bütünleşme sonucunda, maliye ve para politikaları borçlanma koşullarını etkileyememektedir.
- Üçüncü olarak, ekonominin dış piyasalar ile entegrasyon derecesi, ekonominin enflasyon oranını etkileyebilmektedir. Hükümetler, daha küçük baz para stoku ve daha yüksek enflasyon oranı esnekliği aracılığı ile enflasyon vergisini arttırabilmektedirler. Finansal bütünleşme ile, ekonomik birimler enflasyon vergisinden kurtulmak için bir çok araca sahiptirler.
- Yüksek sermaye hareketliliği nedeniyle sermayenin vergilendirilmesinde sorunlarla karşılaşmaktadır. Bunun sonucunda, fonların ülke dışına çıkarılarak ve çok çeşitli finansal araçlar kullanılarak vergilerden kaçınılabilmektedir.
- Son olarak da, dışa açık bir ekonomide, pozitif reel faiz uygulaması, sermaye akımları ile önlenebilmektedir.²
-

¹ Ünal BOZKURT, Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi, YASED Yayınları, No: 20, İstanbul – 1985

² Nurdan ASLAN, a.g.e., s. 31

2- SERMAYENİN SERBESTLEŞMESİNİ HIZLANDIRAN UNSURLAR

İstikrar ve yapısal uyum politikaları, uluslararası sermayenin serbestleşmesi ve finans sistemindeki katılımcıların coğrafi sınırlamalardan etkilenmemelerini sağlayan unsurların başında gelmektedirler. 1970’li yıllarda ABD, İngiltere ve Japonya’da finans piyasalarını sınırlayan uygulamaları kaldırmak için ortaya çıkmış olan istikrar ve yapısal uyum politikaları, daha sonra Latin Amerika ve gelişmekte olan ülkelerce yoğun biçimde uygulanmaya başlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları da istikrar politikalarına bağlanmıştır. 1980-1990 döneminde finans piyasalarındaki sınırlamaların kaldırılması ve sermaye giriş-çıkışlarının, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi ve faiz oranlarının serbest bırakılması küreselleşmeyi hızlandıran yapısal uyum politikaları ve istikrar politikaları ışığında değerlendirilmesi gereken değişimlerdir.¹ Bu bağlamda, istikrar politikalarıyla biçimlenen özelleştirme ve deregülasyon üzerine kurulu minimal devlet, 1980’li yıllara damgasını vuran bir söylem haline gelmiştir. İngiltere’de Thatcherizm, ABD’de Reaganizm, bunun siyasal alandaki yorumları olmuştur. Bu ülkelerde işçi sendikalarının güçlerinin kırılması, vergi indirimleri, özelleştirme, devletin ekonomide küçülmesi gibi serbest piyasa ekonomisinin hakimiyetinin artırılması şeklindeki ekonomik uygulamalar, arz yanlı iktisat olarak isimlendirilen iktisat okulunun uygulamaları olarak biçimlenmiştir.

Ayarlanabilir sabit kurlu Bretton-Woods sisteminin sona ermesiyle, 1970’lerde başlayıp hala devam eden hızlanma süreci başlamıştır. Bunun sonucunda döviz kurları dalgalanmaya bırakılmış, böyle bir durumda sıkı sermaye düzenlemelerine gitmenin ekonomik istikrarsızlığı arttırdığı düşünülerek uluslararası fon transferlerine getirilen kontroller gevşetilmeye başlanmış ve serbestleşme hareketleri hızlanmıştır. 1974’te ABD ile başlayan bu süreç, 1979 İngiltere, 1980 Japonya ve 1981 yılında da Almanya’nın liberalizasyona yönelik adımlarıyla devam etmiştir.²

Uluslararası sermaye hareketlerinin giderek artmasına katkıda bulunan bir diğer faktör, bilişim sektörü ve iletişim teknolojilerindeki çok hızlı artışlardır. Teknoloji kaynaklı bu gelişmeler, piyasaları enine ve derinliğine genişletmiştir. Uluslararası finans piyasaları, hiç şüphesiz, bugün eskisinden çok daha etkilidir. Teknolojik gelişmelerin

¹ Korkut BORATAV, Yeni Dünya Düzeni: Nereye?, İmge Kitabevi, Ankara – 2000, s. 54

² Sinan SÖNMEZ, Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye, İmge Kitabevi, İstanbul – 1998, s. 196

temeli 19. yüzyılda atılmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısında telgraf ve demiryollarını yaygınlaşmasıyla şube bankacılığı gelişmiş, 1860'lı yıllarda İngiliz Kanalı ve Atlantik Okyanusu'na telgraf kablolarının döşenmesiyle finansal işlemler denizaşırılaşmış, günümüzde ise telefon, faks, bilgisayar ve bunların iletişim ağlarıyla bütün dünyaya yayılmıştır. Böylelikle yatırımcılar internette finansal araçların yönetim esaslarını, uzun vadeli performanslarını, ratinglerini öğrenebilmekte, birbirleriyle karşılaştırabilmektedir. Finansal kurumlar ise, fonların pazarlanmasının internet web sayfaları yardımıyla müşterilerine ulaştırmaktadırlar. Bilgi iletişimi ve işlem maliyetlerindeki son 25 yıl içinde ortaya çıkan çok büyük miktarlardaki azalmalar uluslararası mali piyasalardaki işlem hacmini inanılmaz boyutlara ulaştırmıştır. Takas işlemleri de (Clearing System), bu gelişmeler ışığında büyük bir gelişme göstermiş ve uluslararası transferlerin elektronik olarak teyidini yapan takas kurumları ortaya çıkmıştır.¹

Krediler, mevduatlar, kredi kartları, nakit yönetim hesapları, sigorta ve komisyonculuk hizmetleri her finansal kurum tarafından sunulabilecek hale gelmiştir. Hatta bireysel müşteri, bankacılık, menkul kıymet, sigortacılık ve fon transferi gerektiren işlemleri herhangi bir mali kuruma uğramadan internet bağlantısı bulunan bir bilgisayardan veya ATM'lerden yapabilmektedir. Bunun sonucunda, finansal veya finansal olmayan kurumlar "finansal süper market" haline dönüşmüştür.

Finansal kurumlar, uluslararası müşterilere de hizmet verebilmekte, aynı zamanda büyük tutardaki işlemleri bilgisayar teknolojisi sayesinde aynı finansal merkezde yapıyormuş gibi ve anında gerçekleştirmektedir. Bu durum, finansal kurumlar arasındaki rekabeti arttırmakta ve işgücünün uzmanlaşmasına ve uluslararasılaşmasına neden olmaktadır. Örneğin, Hindistan'daki sistem analistleri, dünyanın her yerindeki mali kurumlara bilgi satmaktadır.

3- SERMAYE AKIMLARININ SERBESTLEŞME ŞEKİLLERİ

1980 sonrasında ülkeler arasındaki sınırların ortadan kalktığı bir dünya düzenine doğru ilerlediğimiz günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi ve ülke ekonomileri üzerindeki etkileri gün geçtikçe artmaktadır. Buna bağlı olarak da, sermaye

¹Nadir EROĞLU, a.g.e., s. 20

akımları büyük bir hızla serbestleşmeye başlamıştır. Serbestleşme, sermayenin dünyanın neresinde en karlı yatırım olanakları bulursa oraya hiçbir sınırlamayla karşılaşmadan rahatça gidebilmesini ifade etmektedir. Aynı dönemde teknolojiye, özellikle de iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmelerle birlikte, üretim ve ticaretin küresel boyutlara ulaşan dev faaliyetlere dönüşmesini kolaylaştırmış ve finansal piyasaların hızla bütünleşmesine yol açmıştır.¹

Ülkeler, ödemeler bilançosunun sermaye hesabıyla ilgili olarak, dış kaynaklı politik baskılara uymak, büyüyen mali açıklarını kapatmak veya döviz kuruna dayalı fiyat istikrarı programlarında, ticari malların fiyatlarını alt düzeyde tutmak için gereken ithalatın finansmanını sağlayacak dövizin ülkeye çekmek gibi değişik nedenlerden dolayı sermaye hesaplarını serbestleştirmektedirler. Bu ülkeler, sermaye hareketlerinin önündeki engelleri ortadan kaldırırken ülke dışından içeriye doğru çok büyük bir sermaye akışı yaşamışlardır.

Serbestleşme sürecinde ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı amaçlayan ülkeler gerekli yatırımları yapabilmek için yeterli yurtiçi tasarruf ve sermaye miktarına sahip olmayan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermayeyi ülkelerine çekebilmek için yasal düzenlemeler yapmışlardır. Aynı zamanda iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler uluslararası sermaye hareketlerini artırmış ve ayrıca yabancı sermaye kanallarının kamudan özel sektöre doğru değişim yaşamasına neden olmuştur.²

Serbestleşme hareketleri, uluslararası sermaye akımlarının ülkelerin makro ekonomik dengeleri üzerindeki etkisini arttırmış ve serbestleşme sürecine dahil olan ülkelerin kendi para, faiz ve kur politikalarını oluşturabilme olanağını ve bu politikaların etkinliğini azaltmıştır.

Sermaye akımlarının serbestleşmesi temelde birkaç biçimde olur.

¹ BHAGWATI, Jagdish N., PANAGARİYO, Arvind, SRINIVASON, T.N., Lectures on International Trade: Second Edition, The MIT Press, Cambridge, London – 1998, s. 457

² Salih BARIŞIK, Ersin AÇIKGÖZ, “Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi (1992-2005 Dönemi VAR Analizi)”, Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı:3, Ankara – 2007/I, s. 199

a. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Yoluyla

Uluslararasılaşma yoluyla şirketler, dış ülkelerde dolaysız yatırım yaparak artık dünya çapında kar olanaklarına kavuşmalarıdır. Çok uluslu şirketler (ÇUŞ), sermaye ithal eden ülkelere (çevreye) dolaysız imalat yatırımları, genellikle kendi ülkelerinde kullanımı karlı olmaktan çıkmış makine-donanım, gayri-maddi haklar, teknik bilgi biçiminde yatırım yapmaktadırlar. Bu yatırımlar, parasal sermaye biçiminde gerçekleşmemekte ve çoğu zaman işletme sermayesi için gerekli olan kredi yerli bankalar tarafından sağlanmaktadır. Dolaysız yatırım yapan ülkeler (merkez), gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) çeşitli nedenlerle yatırım yapmaktadırlar. Bu ülkeler, emek-yoğun mallar ya da bir nihai malın emek-yoğun parçaları için ücretlerin daha düşük, sosyal giderlerin daha az ve işçi haklarının daha kısıtlı fakat işçilerin beceri düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Bunun sonucunda, firma-içi ticaret yoluyla, gelişmekte olan ülkelerin 1970'li yıllardan itibaren büyük çaplı mamul ihracatçısı olmalarına neden oldu. Merkez ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmasının bir diğer nedeni, küresel çevre bilincinin artmasıyla doğayı korumak için şirketlerin yüklenmek zorunda oldukları maliyetlerdir. Doğayı aşırı kirleten sanayiler (kimya, sanayi vb.), bu konuda yasal kısıtlamaları bulunmayan veya az olan ülkelere yatırım yapmaya başladılar. Buna, Merkez'de yasal düzenlemeler yüksek maliyetlere neden olurken, Çevre ülkelerde bu düzenlemelerin az olması neden oldu. Üçüncü neden, geçmişte yüksek gümrük duvarları nedeniyle o ülke pazarlarına ulaşamayan Merkez şirketleri, üretimlerini bu pazarlara taşıyor, bunun sonucunda hem yüksek gümrük vergilerinden kurtulmuş oluyor hem de eskiyen teknolojinin getiri süresini uzatarak karlı üretime devam ediyorlardı. Dış ticarete gerçekleşen serbestleşme akımı, bu şekilde gerçekleşen dolaysız yatırımları önemli ölçüde azaltmıştır. 1990'lı yıllarda artık esnek üretim, düşük hatta sıfır stokla çalışma, yüksek vasıflı işgücüyle yüksek teknoloji üretilen daha karlı olması ve mikro-elektronik devrimle maliyetteki payı giderek düşen işgücü dolayısıyla, Çevre'ye yapılan yatırımlar, uzak mesafelere taşıma giderlerini karşılayacak ölçüde maliyet tasarrufu sağlayamamaya başladı. Böylelikle, imalat sanayinin dolaysız yatırımlardaki payı %50'nin altına indi.¹

¹ Dani RODRİK, Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleşmeli?, Sabah Kitapları, Çağdaş Bakışlar, İstanbul – 2000, s. 35

Bu gelişmeler ışığında, 1980'li yıllardan başlayarak Merkez'den Çevre'ye doğrudan yatırımlarda kar marjı daha yüksek olan bankacılık, turizm, ticaret, sigortacılık gibi hizmetler artmaya başladı.

Fakat, dolaysız yatırımların en büyük kısmı Merkez'in içinde sanayileşmiş ve bilgi çağına geçmiş ekonomilerin aralarında gerçekleşir. Buna pazarın satın alma gücü açısından büyüklüğü, teknoloji ve pazarlamada işbirliği, altyapı ve emek becerisinin yüksek gelişme düzeyi, rizikoların düşüklüğü sebep olur.¹

Çok uluslu şirketler, şirket birleşmeleri ve ele geçirmeler yoluyla piyasalardaki oligopolcü yapıyı daha da güçlendirilmekte ve bunun sonucunda, kar hadlerini arttırmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler krize girdiklerinde borsadaki fiyatların düşüşü sonucunda, çok uluslu şirketlerin krize giren ülkelerdeki şirketleri ele geçirmesi için elverişli bir ortam oluşmaktadır.

b. Kısa Vadeli Sermaye Akımları Yoluyla

Sermaye akımlarının serbestleşmesinin bir diğer şekli ise, kısa vadeli sermaye akımları yoluyla gerçekleşir. Dışsal mali serbestleşme, yurt sakinlerinin dış piyasadan serbestçe borçlanmasını ve yurt sakini olmayanların kısıtlamalarla karşılaşmadan iç mali piyasalarda plasman yapabilmesini önünü açar. Bunun sonucunda, ülkeye giren her iki kaynaktan da sermaye girişinde sınırlamaların ve denetimin kalkmasını sağlar.² Aynı zamanda yurt sakinleri dışarı serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilir, yurt içinde yerleşik olmayanlar da aynı şekilde iç mali piyasalardan borçlanabilir. Dışsal mali serbestleşmenin bir diğer sonucu da, yurt içindeki yerleşiklerin yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilmeleridir. Dışsal mali serbestleşmenin yukarıdaki ilk iki sonucu, ödemeler bilançosu sermaye hesabının serbestleşmesi gereğidir; üçüncüsü ise, ilk ikisiyle birlikte mali serbestleşmeyi oluşturur.

Sermaye akımlarının serbestleşmesi bu iki yolun dışında, faiz arbitrajından yararlanmak ve spekülatif fon akımları yoluyla da gerçekleşebilir. Dışarıdan sermaye

¹ Gülten KAZGAN, a.g.e., s.170

² Sinan SÖNMEZ, Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye, İmge Kitabevi, İstanbul – 1998, s. 182

çekmek isteyen ülkede enflasyon varsa, içerideki nominal faizin, dış reel faizi, ülkenin riziko primini ve devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde oluşması gerekir. Böylelikle, sermayeden yüksek bir kazanç elde edilebilir ve yatırımcılar yerleşik oldukları ülkelere daha yüksek getiri oranına sahip söz konusu ülkelere sermaye transferinde bulunurlar.

c. Yeni Finansal Araçlar Yoluyla

Sermayenin serbestleşmesini hızlandıran en önemli unsurlardan biri, teknolojik gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan yeni finansal araçlardır. Piyasaların işleyişindeki aksaklıklar, finansal aracılığın etkin olmaması sonucu, gerçekleşen kar fırsatlarından yararlanmak için ortaya çıkan ürün veya süreçlere finansal yenilik denilmektedir.

Günümüzde yatırım stratejileri bir dönüşüm geçirmektedir. Geçmişte yatırım alanları hisse senetleri, yatırım fonları ve sabit getirili varlıklar ile sınırlı iken, günümüzde yatırım alanları her bir mal grubu için futures, opsiyon ve diğer türev piyasaları (hedge fonlar, emeklilik fonları gibi) içine alacak şekilde genişlemiştir. Bununla birlikte, yatırım araçları çeşitlemekle sınırlı kalmamış, değişik gelir gruplarına alternatif yatırım araçları sunacak şekilde artmıştır.¹

1970'li yıllarda enflasyon oranlarının artmaya başlaması sonucu finansal piyasaların volatil bir hale gelmesi sonucunda finansal kararlar daha karmaşık ve karlı bir duruma gelmiştir. Döviz kurlarının dalgalanmaya başlaması ticari ve dövizle işlem yapan mali kurumları yüksek risklerle karşı karşıya bırakmış ve etkin finansal risk yönetim teknikleri bulmaya zorlamıştır. Finansal risk yönetimi (hedging) ise türev (derivative) araçların kullanılmasını gerektirmektedir.

Finansal yeniliklerin ortaya çıkış nedenleri, aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak değişken oranlı borç araçlarının ve finansal piyasalarda vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkması ve borç araçları üzerinden yapılan options işlemleri nedeniyle options piyasalarının oluşması,

¹ M. Faruk AYDIN, Vuslat US, "Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler", Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı: 3, Ankara -2007/I, s.175

- Yasal düzenlemeler arttıkça finans kurumlarının bu düzenlemelerden kaçınmaya çalışmaları,
- Teknolojik gelişmeler.¹

Bu gelişmeler ışığında, sermaye piyasaları gelişmiş olan ABD ve Euro piyasalarında oluşan mali liberizasyon ve rekabetle birlikte yeni mali biçimlenmelerin ortaya çıkması sağlanmış ve ortaya çıkan bu finansal araçlar hızla diğer ülkelere yayılmıştır. Bu araçlar, işlem maliyetlerinin çok düşük olması, likit olmaları, risk yönetimini kolaylaştırmaları ve ikinci el piyasalarının bulunması gibi pek çok nedenle kolay kabul görmüşlerdir. Belli başlı finansal araçlar şunlardır; swap, futures, opsiyon, factoring, leasing ve benzerleridir.

Finansal yeniliklerin ortaya çıkmasındaki ana etken, enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimlerdir. Finansal yeniliklere örnek olarak otomatik para çekme makineleri, kişisel bilgisayarlarla yapılabilen finansal işlemler ve elektronik fon transferleri gösterilebilir.

Yeni finansal araçlar, genelde finansal kurumların aktif ve pasifine dahil edilmeyerek bilanço dışı işlem görmektedirler. Böylece vergilerden kurtulabilmekte, devletin vergileme ve denetleme çabaları yetersiz kalmaktadır. Yeni finansal araçların sayısı, bu nedenlerden ötürü, sürekli artmaktadır. 1994 yılında türev araçların sayısı yaklaşık 1200 olarak belirlenmiştir. Temel ve türev dünya finansal araç stoku 1980 yılında 11 trilyon iken, 1994 yılında 41 trilyon, 2000 yılında ise 83 trilyon civarına ulaşmıştır.²

¹ Nurhan YENTÜRK, Finansal Serbestliğin Reel Sektöre Etkileri, Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) Raporu, İstanbul – 1995

² Nadir EROĞLU, a.g.e., s.23

BÖLÜM 2

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

I- ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ

Uluslararası sermaye akımları, firmaların daha ucuz işgücü istihdam etmek, yeni piyasalara girmek, o ülkedeki yetişmiş işgücünden yararlanmak ve benzeri maliyetlerini azaltıcı-karlarını arttırıcı nedenlerden dolayı firmanın ana merkezinin bulunduğu ülkelerden başka ülkelere üretimlerini kaydırmaları sonucundan artış göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin iç tasarruf ve döviz yetersizliği nedeniyle; ülkelere yabancı sermaye çekmek için çok uluslu firmalara sağladığı avantajlar bu süreci hızlandırmaktadır. Bunların yanında, Hindistan ve Çin¹ gibi hem eğitimli hem de ucuz işgücüne sahip ülkelere çok farklı sektörlerde yatırımlar gelmektedir. Örneğin, çoğu Amerika merkezli şirketin müşterilerinin soru sormak veya şikayet bildirmek için firmalarını aradıklarında şirketin Hindistan'daki merkezlerince (call center) cevap verilmektedir. Yine Amerikalıların dünyaca bilinen ünlü çizgi filmi Simpsonlar'da Hindistanlı çizerler tarafından yaratılmaktadır. Çoğu uluslararası firma da üretim üstlerini Çin'e taşımaktadırlar. Çok uluslu şirketlerin yönetimleri, şirketin mülkiyetine sahip olanlardan; CEO (Chief Executive Officer) denilen profesyonel yöneticiler, alanında uzmanlaşmış ekonomistler, pazarlamacılar gibi üst düzey yöneticilere² geçmiştir. Bunun sonucunda, firmalar tek kişinin yönetemeyeceği ekonomik büyüklüklere ulaşmasıyla daha kolay yönetilebilecek veya belirli alanda uzmanlaşmış parçalara daha kolay ayrılabilmiş ve bunların başına da teknostrüktür kadro getirilmiştir. Böylelikle başka ülkelerde üretim üstleri veya bağlı şirket kurmak kolaylaşmıştır. Yukarıdaki paragrafta kısaca değinilen ve değinilmeyen pek çok nedenin sonucunda; ve

¹ Çin'e son 10 yılda ortalama 70 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye yatırımı gelmiştir.

² John Kenneth Galbright tarafından bu profesyonel yöneticiler teknostrüktür olarak adlandırılmaktadır.

değişen dünya düzenine ayak uydurmaya çalışan firmaların tetiklemesiyle uluslararası sermaye akımlarının doğrudan yabancı sermaye akımları olarak adlandırılan biçimi dikkat çekici bir şekilde gelişme göstermiştir.

Portföy yatırımları da, bilişim ve iletişim teknolojilerindeki akıl almaz gelişim, yeni finansal araçların bulunması, türev piyasaların açılması gibi nedenlerle son yıllarda büyük bir gelişme göstermiştir. Bu sürecin altında yatan nedenlerden birisi de, uluslararası likiditenin büyüme trendidir. Uluslararası piyasalarda likit olarak önemli büyüklüklere ulaşan bu para yüksek getiri sağlamak için çok hızlı bir şekilde piyasalar arasında alım-satımlar yapabilmektedir. Bu alım-satım işlemlerini kolaylaştıran ve arttıran hedge fonlar, carry trade gibi pek çok yeni finansal araç geliştirilmiştir. Örneğin Türkiye’de yerleşik olan bir yatırımcı, yabancı bir bankanın Türkiye’deki şubesi aracılığıyla döviz hesabı açtırabilmektedir. Bu yatırımcının hesabındaki para, gelişmekte olan ve yüksek reel faiz vaat eden bir ülke piyasasına (örneğin Türkiye) yatırılabilir. Sözü edilen bu yatırımcı (bıyıklı yabancı yatırımcı), yabancı bir bankayla çalışması sonucunda; yabancı yatırımcılara sağlanan avantajlardan yararlanarak yatırımlarına yüksek kazanç sağlayabilmektedir.

A- GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE SERMAYE AKIMLARI

Gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye gereklerini açıklamadan önce az gelişmişlik olgusunu açıklamak gerekir. Az gelişmiş ekonomiler, uygulanan ekonomik sistemlerden bağımsız olarak, günümüzde belli bir yaşam standardına erişmiş ekonomilerin tarihi gelişmesine ayak uyduramamış ve onlarla karşılaştırıldığında daha fakir kalmış ekonomilerdir.¹ Az gelişmiş ülkelerde, düşük gelir, düşük tasarruflar ve sermaye yetersizliği nedeniyle sermaye ve diğer kaynakların yurtiçi üretimi yetersiz kalmaktadır. Bu az gelişmiş olgusunu kırmaya çalışan gelişmekte olan ülkeler, değişen dünya koşullarının da etkisiyle yabancı sermaye yatırımlarını ülkelerine çekmek istemektedirler.

Genel olarak az gelişmiş olarak tanımlanan ekonomilerin en önemli özelliği mevcut kaynakların verimli bir şekilde kullanılamamasıdır. Bu durumun nedenleri çok karmaşık ve pek çok nedene bağlıdır ve burada değerlendirilemeyecek kadar geniş bir

¹ Hüseyin KARAKAYALI(b), Makro İktisat, Emek Matbaası, Manisa – 2002, s. 387

içeriğe sahiptir. Ancak, özet olarak, denge teorilerinin bazı önemli varsayımlarının geçerli olduğu bir ekonomide bulmak mümkündür. Fiyat mekanizması, yüksek bir talep seviyesinde bile tam istihdamı ve doğal kaynakların tam kullanılmasını sağlayacak biçimde işletilememektedir. Bu sonuç, piyasanın yetersizliği, teknik imkanlardan yoksunluk, tamamlayıcı devlet yatırımlarında yetersizlik, emlak sahiplerinin riski göze alamaması, sanayi yatırımlarının ve girişimciliğin azlığı, düşük tasarruf seviyesi gibi çeşitli faktörlere bağlanabilir.¹

Az gelişmiş ülkelerde kıt olan döviz ve sermayenin dağılımı kalkınma programlarının özünü teşkil etmektedir. İşgücünün eksik istihdamı ve kıt döviz stoku, fiyat sistemini bozmakta ve genellikle yatırımların sağladığı sosyal ve özel menfaatlar arasında uyumsuzluğa sebep olmaktadır. Bu müdahaleler, genellikle yatırımlar üzerinde toplanmaktadır. Çünkü, üretim yapısını değiştirmek için yatırımların dağılımını değiştirmek gerekir.

Günümüzde gelişmekte olan ülkeler, dünya üzerindeki ülkelerin büyük çoğunluğunu, gelişmiş ülkeler ise, az sayıdaki bir ülke grubunu kapsamaktadır. Global tasarrufların yaklaşık %80'i yüksek gelirli ülkeler tarafından, üçte ikisi ise yedi sanayileşmiş (G-7) ülke tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu durum, iktisadi kalkınmanın finansmanı açısından gelişmekte olan ülkelerin önündeki en önemli açmazlardan birisidir.

¹ Hollis B. CHENERY, Paul G. CLARK, Endüstrilerarası İktisat, Çeviren: Cemil Çınar, Orta Doğu Teknik Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi yayımları, Yayın No: 5, Ankara – 1965, s. 289

Tablo 2.3: Ülke Gruplarına Göre Gıda Harcamalarının % Payı ve GSYİH'ya Oranla Bireysel Tasarruf Oranları

| Ülke Grupları | Gıda Harcamalarının Toplam Harcamalar İçindeki % Payı | GSYİH'nın Oranı Olarak Bireysel Tasarruf Oranları |
|-----------------------------|---|---|
| Düşük Gelirli Ülkeler | 55,6 | 11,2 |
| Düşük-Orta Gelirli Ülkeler | 32,1 | 16,7 |
| Yüksek-Orta Gelirli Ülkeler | 30,5 | 19,5 |
| Yüksek Gelirli Ülkeler | 13,0 | 20,0 |

Kaynak: Harun BAL, Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul – 2001, s. 8

Gelişmekte olan ülkeler gelir seviyelerinin yetersizliği nedeniyle toplam harcamalarını gıda, sağlık, korunma benzeri birincil ihtiyaçlar üzerinde yoğunlaşırken düşük oranlarda tasarruf yapabilme imkanına sahip olmaktadır.¹ Bu ise, söz konusu ülkelerde genel refah artışı, istihdam olanağı, servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi, konut-haberleşme, alt-yapı ve insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi için gerekli tesisler gibi kalkınma amaçları üzerinde doğrudan ve dolaylı engeller oluşturmaktadır. Bu gibi nedenlerle gelişmekte olan ülkeler dış kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar.

Neo-klasik teori, yerli tasarruflarının yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını iddia etmiştir. Aşağıdaki başlıklar altında neo-klasik teori ve bu teoriye alternatif yaklaşımlar değerlendirilecektir.

B- GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARININ GELİŞİMİ

Gelişmekte olan ülkelere 1980'lere kadar yaygın olarak Keynesyen iktisat politikalarını temel alan, düşük faiz uygulayarak yüksek yatırım düzeylerine ulaşmak ve finansal piyasalara müdahale ederek baskı altına alma politikaları uygulanmıştır. Bu

¹ Harun BAL, Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul – 2001, s.7

politikaları eleştiren Neo-liberaller, finansal piyasalar üzerindeki baskının yurtiçindeki finans sektörünü dışladığını, finansal kurumların asıl fonksiyonlarını yerine getiremediklerini, negatif reel faiz politikası nedeniyle de kredi tahsisinde rasyonel kriterlerin göz önüne alınmadığını vurgulamakta, ekonomik büyümede öncü sektörün finans piyasalarının olması gerektiğini öne sürmekteydi. Neo-klasik yaklaşım, ayrıca gelişmekte olan ülkelerde böyle bir oluşum için gerçekleştirilen finansal serbestleşmenin sorun çıkarmaması için öncelikle para piyasası ve kamunun dengesinin sağlanmış olması gerektiğini vurgulamaktaydı.

Neo-klasik finansal serbestleşme teorisi çerçevesinde birleşen Washington Konsensüsü yaklaşımı, yukarıdaki koşullar gerçekleştirilmek şartıyla, faiz oranlarının serbestleştirilmesinin, finans araçlarının artırılarak finans sisteminde derinleşme ve etkinlik yaratacağını savunmaktadır. Washington Konsensüsü, 1989 yılında ekonomilerinde reforma giden ülkeler için on maddelik politika önerilerinde bulunmuştur. Bu kurallar mali disiplin, vergi reformu, kamu harcamalarının yeniden yapılandırılması, finansal serbestleşme, tek ve rekabetçi döviz kuru uygulama, ticaretin serbestleşmesi, direkt yabancı sermaye yatırımlarına getirilen engellerin kaldırılması, özelleştirme, piyasaya girişin ve rekabetin yeniden düzenlenmesi ve mülkiyet haklarının güvence altına alınmasını içermektedir. Bu on maddelik politika önerileri uluslararası kredi kuruluşlarının politikalarını da etkilemiş ve özellikle, 1980 sonrasında IMF istikrar paketlerinin finansal serbestleşme içeren yapısının 1990'lı yıllarda da devam etmesini sağlamıştır.¹

Bu gelişmeler sonrasında özellikle 1990'lı yıllarla birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında büyük artışlar kaydedilmiştir. Bu ülkelerde 1980 sonrasında ekonomik altyapı ve mevzuatla ilgili liberalleşme çalışmaları, yatırımcıyı koruyucu önlemlerin alınması, iletişim teknolojisindeki yenilikler gibi gelişmeler bu süreci hızlandırmıştı. Bu ülkelerde dış borçların olağanüstü boyutlara ulaştığı bu dönemde reel faizin yüksek, yerli paranın aşırı değerlenmiş olduğu bir yapıyla direkt yatırımlara dayalı büyüme beklentisi hakimdi. Fakat beklenen gerçekleşmedi ve gelişen piyasalar birbirini tetikleyen mali krizlerle karşı karşıya kaldılar. Kendi piyasalarını denetleyebilen ve otoriter siyasal rejimlerin etkisiyle direkt yatırımları

¹ Nadir EROĞLU, a.g.e., s. 24

çekebilen birkaç Uzakdoğu ülkesi dışında, gelişmekte olan ülkeler bu süreçten istenilen yararı sağlayamadı; zaten Uzakdoğu ülkeleri de 1997 Asya kriziyle karşılaştılar.¹

1990'larda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında belirgin değişiklikler olmuştur. Siyasi hassasiyetler nedeniyle dış yardım akımları durgunlaşırken özel sermaye akımlarının bileşimi de değişmiştir. Yabancı ticari bankaların verdiği krediler gelişmekte olan ülkelere akan başlıca özel sermaye akımıydı; ama 1990'larda ticari bankalar bu kredileri, 1980'lerdeki borç krizi ve liberal finansal ortamda ortaya çıkan spekülasyon fırsatları nedeniyle kredi vermekten kaçındı. 1990'larda hem dış yardımların hem de dış kredilerin durması sonucunda, gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı akımlarının önemi arttı. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları dikkate değer biçimde artmıştır.

Gelişmekte olan ülkelere (tahviller dahil ve IMF kredileri hariç), uzun vadeli banka kredilerinin net akımı 1970'de 7 milyar dolardan, 1980'de 65,3 milyar dolara, 1990'da 43,1 milyar dolara çıkmış ve 2000'de 5,1 milyar dolar ve 2002'de -9 milyar dolara düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelere net doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı akımları 1990'lara kadar çok düşük seviyelerde kaldı ve bu dönemden sonra da dikkat çekici biçimde artmıştır. Gelişmekte olan ülkelere net doğrudan yabancı yatırım girişleri 1970'te 2,2 milyar dolar, 1980'de 4,4 milyar dolar, 1990'da 24,1 milyar dolar, 2000'de 160,6 milyar dolar ve 2002'de 143 milyar dolardı. Net portföy yatırımları 1970 ve 1980'de sıfır, 1990'da 3,7 milyar dolar, 2000'de 26 milyar dolar ve 2002'de 9,4 milyar dolardı. Yukarıdaki verilerden de anlaşılacağı üzere gelişmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımlarında doğrudan yatırımlara göre çok daha büyük dalgalanmalar gözlenmiştir.²

Yukarıdaki verilerin dışında uluslararası özel sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere giden kısmı da önem arz etmektedir. Uluslararası özel sermaye akımlarının çok küçük bir kısmı gelişmekte olan ülkelere gitmektedir. Gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımlarının payı 1990 sonrasında bile çok düşük kalmıştır. 1991'de toplam portföy yatırımlarının ancak %9,7'si, 1994'te %9'u, 1998'de %6,2'si ve 2000'de yüzde 5,5'i gelişmekte olan ülkelere girmiştir. Bu verileri de doğrular şekilde,

¹ Jacques ADDA, Ekonominin Küreselleşmesi, İletişim Yayınları, İstanbul – 2002, s. 93

² UNCTAD, World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development 2007, New York and Geneva – 2007

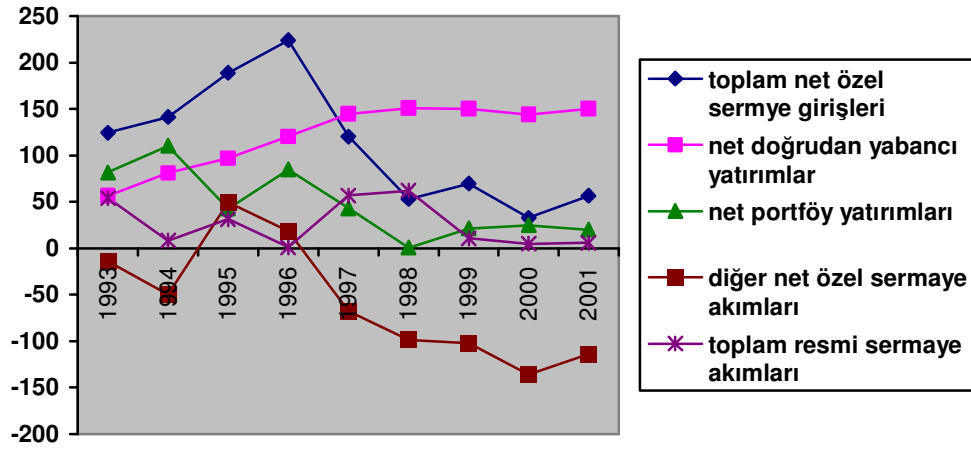
uluslararası özel sermaye hareketlerini genel olarak orta gelir grubundaki birkaç büyük ülkede yoğunlaşmaktadır. Net portföy akımlarının %84'ü gelişmekte olan en büyük sekiz ülkeye gitmiştir. Doğrudan yabancı yatırımları en fazla çeken ülke olan Çin, aynı zamanda 1989'dan bu güne gelişmekte olan ülkelere giren portföy yatırımları toplamının %22'sini almıştır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelere giren portföy yatırımlarının çok küçük bir kısmı düşük gelir grubundaki ülkelere¹ gitmiştir. Güney Asya ülkeleri (Hindistan hariç) ve Sahra güneyi Afrika ülkeleri (Güney Afrika hariç) hiç net portföy yatırımları alamamışlardır. Doğrudan yabancı yatırımlarda gözlemlenen gelişmeler biraz daha farklıdır. Gelişmekte olan ülkeler 1991'de dünyadaki toplam doğrudan yabancı yatırımların %22,3'ünü, 1994'te %35,2'sini, 1998'de %25,9'unu ve 2000'de %15,9'unu almıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar da genel olarak orta gelir grubundaki on ülkede toplanmıştır. 1992-2001 yıllarında en fazla doğrudan yabancı yatırım çeken on ülke sırasıyla şunlardır: Çin, Brezilya, Meksika, Arjantin, Polonya, Şili, Malezya, Tayland, Çek Cumhuriyeti ve Venezuela'dır. Düşük gelir grubundaki gelişmekte olan ülkelere giren net doğrudan yabancı yatırımlar 1970'te 0,3 milyar dolar, 1980'de 0,2 milyar dolar, 1990'da 0,2 milyar dolar, 2000'de 9,7 milyar dolar ve 2002'de 7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelir grubuna dahil ülkelere yapılan portföy yatırımları da şu şekildedir. 1970 ve 1980'de hiç portföy yatırımı yoktur, 1990'da 0,4 milyar dolar, 2000'de 9,7 milyar dolar ve 2001'de 2,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.²

Yukarıda bahsedildiği üzere, 2001'e kadar gelişmekte olan ülkelere akan doğrudan yabancı sermaye yatırımları istikrarlı bir artış trendi içindedir. Aynı süreçte, banka kredilerinin de içinde bulunduğu diğer net özel sermaye akımlarında bir gerileme, portföy yatırımlarında ise önemli bir dalgalanma söz konusudur. 1990-94 yılları arasında artan portföy Meksika krizinin etkisiyle 1995 yılında önemli bir düşüş göstermiş, 1996'da artmış, fakat 1997-98 arasında yaşanan ve Tayland'da başlayarak Güneydoğu Asya ve tüm dünyaya yayılan krizle yine önemli bir düşüş göstermiştir.

¹ Dünya Bankası'nın tanımlamasına göre, düşük gelir grubundaki ülkeler kişi başına ulusal geliri 745 dolar veya daha düşük olan ülkelerdir.

² Ha-Joon Chang, Ilene GRABEL, a.g.e., s. 145

Şekil 2.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

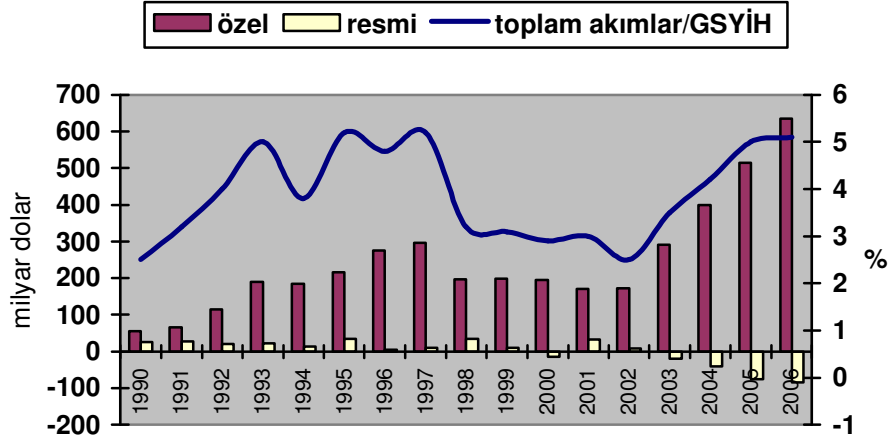


Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Washington – 2001, s. 29

Konjonktürel ve yapısal faktörlerin bir birleşimiyle desteklenen ve birbirini izleyen beş yılın hızlı büyüme rakamları sonucunda özel sermaye akımları, 2001-2002 yılındaki şiddetli GSMH yavaşlamasından kurtulabilmiştir. Küresel faktörler (düşük faizler ve bol likidite) ve gelişmekte olan ülkelerdeki borç ve hisse senedi yatırımlarındaki hızlı artış birbirlerini destekleyerek büyümeye devam etmektedir. Son birkaç sene içinde ortaya çıkan mali krizler yatırımcıların risk algılayışlarını değiştirmede ve yatırımlardaki artış kesintiye uğramadı. Krizler sonrası tahvil ve hisse senetlerinin alım satımları arasındaki fiyat farkı genişledi fakat kısa zamanda toparlandı. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları artmaya devam etti ve gelişmekte olan ülke piyasalarına olan ilgi devam etti. Yükselen piyasa ekonomilerindeki aktiflere yönelik talep artışının altında, yönetim riskleri için uygun alternatifleri ortaya koyan yeni türev ürünleri (inovasyon), hisse senedi yatırımlarındaki artış (özellikle hedge fonlar ve özel hisse senedi yatırımı yapan şirketler sayesinde) ve yeni borçlanma kaynakları talep artışlarının nedenleridir.

2002 yılında sermaye akımlarında bir artış gözlenmeye başlamıştır. Bu artış eğilimi günümüzde de devam etmektedir. 2002'den günümüze kadar, gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) sermaye akımları ekonomik büyümeyle benzer bir hızda artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelere giren özel ve resmi sermaye akımlarının toplamı, 2006'da bu ülkelerin GSYİH'larının %5,1'i seviyesine ulaşmıştır. Bu oran Asya Krizi öncesinde 1995'te ulaşılan seviyeye eşittir.

Şekil 2.3: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları 1990-2006



Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, Washington DC – 2007

Son yıllarda sermaye akımlarının dağılımında da önemli değişiklikler gözlenmektedir. Sermaye akımlarının dağılımı, resmi kredi verenlerden (IMF, Dünya Bankası, Paris Klubü vb.) özel kredi verenlere doğru değişmeye devam etmektedir. Bunun nedeni, özel kredi kaynaklarındaki artış ve resmi kredi verenlerin net sermaye çıkışları olarak gösterilebilir. Gelişmekte olan ülkelere özel borçlanma ve hisse senedi girişleri, 2002-2005 yılları arasında %50'lik bir artışın ardından 2005'te de %17 artarak 2006'da 647 milyar dolarlık bir rekor büyüklüğe ulaşmıştır. Bununla bağlantılı olarak, net resmi borçlanma, resmi borç verenlere 2005'teki 70 milyar dolarlık ve 2006'daki 75 milyar dolarlık ana para ödemeleriyle keskin bir biçimde azalmıştır. Resmi borç verenlere net sermaye çıkışları, 2003-2006 arasında 185 milyar dolar olarak gerçekleşirken, özel borç verenlere net sermaye girişleri ise 1,9 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

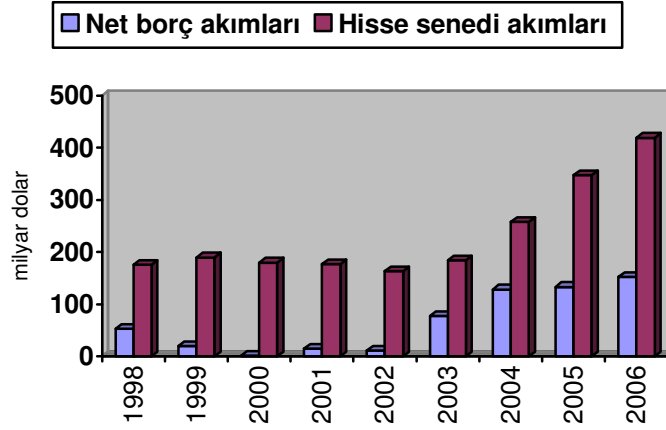
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net özel ve resmi akımlar | 228,9 | 209,6 | 181,1 | 191,1 | 174,2 | 262,0 | 385,9 | 480,7 | 571,0 |
| Net özel akımlar(borç+hisse) | 193,4 | 195,6 | 187,0 | 164,5 | 169,2 | 274,1 | 412,5 | 551,4 | 646,8 |
| Net sermaye akımları | 175,8 | 189,6 | 179,9 | 176,6 | 162,9 | 184,3 | 257,7 | 347,5 | 418,8 |
| Net DYY girişleri | 170,0 | 178,0 | 166,5 | 171,0 | 157,1 | 160,0 | 217,8 | 280,8 | 324,7 |
| Net hisse senedi girişleri | 5,8 | 11,6 | 13,4 | 5,6 | 5,8 | 24,3 | 39,9 | 66,7 | 94,1 |
| Net borç akımları | 53,1 | 20,0 | 1,2 | 14,5 | 11,3 | 77,7 | 128,2 | 133,2 | 152,2 |
| Resmi kreditorler | 35,5 | 14,0 | -5,9 | 26,6 | 5,0 | -12,1 | -26,6 | -70,7 | -75,8 |
| Dünya Bankası | 8,7 | 8,8 | 7,9 | 7,5 | -0,2 | -0,8 | 1,4 | 2,5 | -2,4 |
| IMF | 14,1 | -2,2 | -10,7 | 19,5 | 14,0 | 2,4 | -14,7 | -40,2 | -25,1 |
| Diğerleri | 12,7 | 7,4 | -3,1 | -0,4 | -8,8 | -13,7 | -13,3 | -33,0 | -48,3 |
| Özel kreditorler | 17,6 | 6,0 | 7,1 | -12,1 | 6,3 | 89,8 | 154,8 | 203,9 | 228,0 |
| Net orta ve uzun vadeli borç akımları | 82,9 | 23,3 | 13,4 | 11,6 | 5,8 | 34,8 | 86,4 | 136,2 | 156,0 |
| Net kısa v. borç akımları | -65,3 | -17,3 | -6,3 | -23,7 | 0,5 | 55,0 | 68,4 | 67,7 | 72,0 |
| Rezervlerdeki değişim (- = artış) | -17,6 | -32,4 | -45,1 | -80,8 | -174 | -294 | -404 | -391 | -633 |
| İşçi dövizleri | 72,7 | 76,6 | 83,8 | 95,3 | 116,2 | 143,8 | 163,7 | 189,5 | 199,0 |
| DYY üzerinden yurda dönen kazançlar | 28,7 | 27,8 | 34,6 | 43,8 | 43,2 | 53,4 | 73,8 | 107,0 | 125,0 |

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, Washington DC – 2007

2002 sonrası dönemde, hisse senetleri sermaye akımlarının büyük kısmını oluşturmaktadır. 2004-2006 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giren sermaye akımlarının %70'ini hisse senetleri oluşturmaktadır. Bu dönemde net özel ve resmi

borçlanma akımları 75 milyar dolar artarken, aynı dönemde yabancı doğrudan ve portfolyo hisse senedi akımları 235 milyar dolar artmıştır.

Şekil 2.4: Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Hisse Senedi Akımları (1998-2006)



Kaynak: World Bank, World Development Indicators, 2008

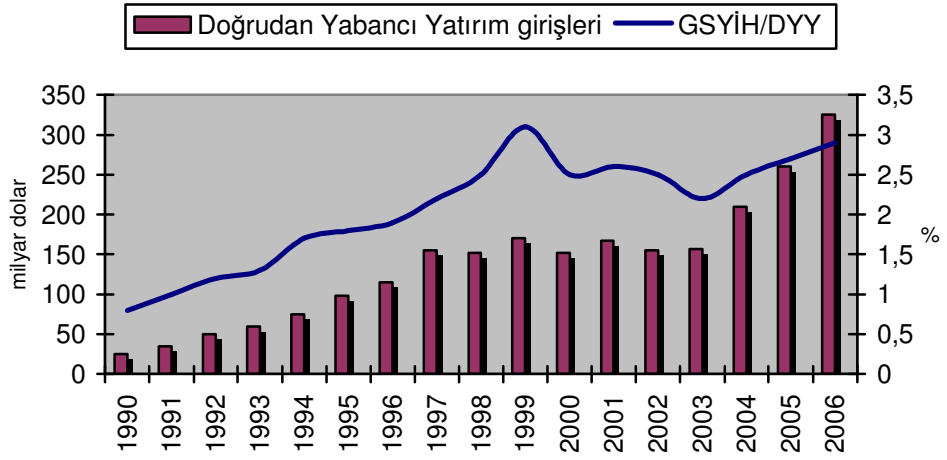
Elverişli ekonomik ve mali faktörler tarafından desteklenen sermaye akımlarının genişlemeye devam etmesinin ana nedenlerinde biri de, gelişmiş ülkelere gelen yüksek talep sonucu gelişmekte olan ülkelerin ihracatının artmaya devam etmesidir. Petrol fiyatlarındaki bir artış ve tarım ürünleri fiyatlarındaki sabit oranlı artış sürerken, metal ve maden fiyatları 2006'da rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Bunun yanında, artan enflasyonist baskılar ve kısa vadeli faiz oranlarındaki artışa rağmen, göreceli olarak düşük kalan faiz oranları ve yükselen piyasa ekonomileri değerlemelerindeki artan karların yatırımcıları cezbetmesi ve borçlanma maliyetlerinin düşük kalması sonucunda gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri artarak devam etmektedir. Bu olumlu gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler bilançosunda fazlalık vermesini sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler fazlalıkları, 2006'da GSYİH'larının %3,1'i düzeyine ulaşarak bir rekor kırdı. Bu fazlalık genel olarak, Çin (162 milyar dolar) ve Rusya'daki (63 milyar dolar) artışlarla oluşarak, 2003-2006 arasında 247 milyar dolara ulaştı. Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artış sonucunda, petrol ithal eden ülkelerin yarısı GSYİH'larının %3'ü civarında cari işlemler fazlası verirken, petrol ithal eden ülkelerin 2/3'ü 2006'da GSYİH'larının %3'ünden fazla cari işlemler açığı vermiştir.

Bu konjonktür sonucunda, gelişmekte olan ülkeler tarafından toplanan yabancı rezervler yüksek hızda artmaya devam ediyor. Yabancı döviz rezervlerinde 2001'de 80 milyar dolarlık bir artış görülürken, 2006'da 633 milyar dolarlık bir artış görülmüştür. Bu rezerv artışının %70'i, BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler ışığında, gelişmekte olan ülkeler yabancı döviz rezervlerini artırarak dış borç yüklerini azaltma yoluna giderken, Türkiye'de dış borçların GSYİH'ya oranı 2005'te %48'den , 2006'da %57'ye çıkmıştır. Bu özel gelişme ilerleyen başlıklar altında daha ayrıntılı bir şekilde değerlendirilecektir.

Portfolyo hisse senedi akımları, 2006 yılında 400 milyar doların üzerine çıkarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Uluslararası hisse senedi akımlarının rekor hacmi, kurumsal yatırımcıların payındaki büyüyen taleple (özellikle hedge fonlar yardımıyla) desteklenmiştir. Çoğu gelişmekte olan piyasa ekonomilerindeki temel ekonomik gelişmeler düşük mevcut riskin algılanışı, yüksek kazanç ve portfolyo çeşitliliğini sağlayacak fırsatlar sayesinde bu dikkat çekici büyüme gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülke hisse senetleri, ciddi dalgalanmalara (Mayıs-Haziran 2006, Şubat-Mart 2007) karşın iyi performansını sürdürmekte ve gelişmiş piyasa ekonomisi hisse senetlerine nazaran daha yüksek bir getiri fırsatı sunmaya devam etmektedir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı yatırımlarda da hızlı bir büyüme trendi gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım girişleri 2006'da zirve yapmış ve 325 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Bu yatırımların büyük kısmı, Doğu Avrupa ve Merkez Asya ülkelerine gitmiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişleri 2006'da gelişmekte olan ülkelerin GSYİH'larının %2,9'una ulaştı, fakat bu seviye 1999 ulaşılan %3,1 seviyenin altında kalmıştır.

Şekil 2.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri



Kaynak: World Bank, World Development Indicators, 2008

Bu doğrudan yatırımların yarısı hizmetler sektörüne yapıldı. Ve özellikle bankacılık, telekomünikasyon sektörlerine ve gayrimenkullere yatırımlar gerçekleşti. Bu artış trendi, doğrudan yabancı yatırımlar çekmek için hükümetlerce uygulanan politikalarca (özellikle, ülkelerin yabancı sahipliğindeki ve taahhüt edilen büyük özelleştirmelerdeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla) desteklendi. 2006 yılında, 18 milyar değerindeki 10 en büyük özelleştirme, birleşme ve şirket devralmalarının çoğu bankacılık (7,3 milyar dolar) ve telekomünikasyon (5,6 milyar dolar) sektörlerinde oluştu.

Tablo 2.5: Gelişmekte Olan Ükelere Net Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri

| Milyar dolar | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Avrupa ve Merkez Asya | 25,2 | 25,4 | 26,4 | 34,2 | 62,7 | 73,2 | 116,4 |
| Bulgaristan | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 2,1 | 2,0 | 2,6 | 5,0 |
| Hırvatistan | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 2,1 | 1,2 | 1,6 | 2,9 |
| Macaristan | 2,8 | 3,9 | 3,0 | 2,2 | 4,6 | 6,4 | 9,0 |
| Kazakistan | 1,3 | 2,8 | 2,6 | 2,1 | 4,1 | 1,7 | 5,0 |
| Polonya | 9,3 | 5,7 | 4,1 | 4,6 | 12,9 | 9,6 | 12,6 |
| Rusya | 2,7 | 2,7 | 3,5 | 8,0 | 15,4 | 15,2 | 28,0 |
| Romanya | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 1,8 | 5,4 | 6,6 | 7,0 |

| | | | | | | | |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Slovakya | 1,9 | 1,6 | 4,1 | 0,6 | 1,3 | 1,9 | 3,0 |
| Ukrayna | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 1,4 | 1,7 | 7,8 | 4,0 |
| Türkiye | 1,0 | 3,3 | 1,1 | 1,8 | 2,7 | 9,7 | 19,0 |
| Doğu Asya ve Pasifik | 45,1 | 47,7 | 57,0 | 53,5 | 65,8 | 96,4 | 88,3 |
| Çin | 38,4 | 44,2 | 49,3 | 53,5 | 54,9 | 79,1 | 76,0 |
| Endonezya | -4,6 | -3,0 | 0,1 | -0,6 | 1,0 | 5,2 | 2,0 |
| Malezya | 3,8 | 0,6 | 3,2 | 2,5 | 4,6 | 4,0 | 4,0 |
| Filipinler | 1,3 | 1,0 | 1,8 | 0,3 | 0,5 | 1,1 | 0,9 |
| Tayland | 3,4 | 3,9 | 1,0 | 1,9 | 1,4 | 4,0 | 5,5 |
| Vietnam | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 2,0 | 2,0 |
| Latin Amerika ve Karayipler | 79,8 | 70,6 | 51,0 | 43,0 | 62,5 | 70,0 | 69,4 |
| Arjantin | 10,4 | 2,2 | 2,1 | 1,7 | 4,1 | 4,7 | 4,0 |
| Brezilya | 32,8 | 22,5 | 16,6 | 10,1 | 18,2 | 15,2 | 188,8 |
| Kolombiya | 2,4 | 2,5 | 2,1 | 1,8 | 3,1 | 10,4 | 5,0 |
| Meksika | 17,1 | 27,7 | 15,5 | 12,3 | 17,4 | 18,1 | 18,9 |
| Peru | 0,8 | 1,1 | 2,2 | 1,3 | 4,8 | 2,5 | 3,5 |
| Şili | 4,9 | 4,2 | 2,6 | 4,4 | 7,6 | 6,7 | 8,5 |
| Venezuela | 4,7 | 3,7 | 0,8 | 2,7 | 1,5 | 3,0 | -0,5 |
| Orta doğu ve Kuzey Afrika | 4,8 | 4,1 | 4,9 | 8,1 | 6,8 | 13,8 | 19,2 |
| Cezayir | 0,4 | 1,2 | 1,1 | 0,6 | 0,9 | 1,1 | 1,1 |
| Fas | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 2,3 | 0,8 | 2,9 | 2,5 |
| Mısır | 1,2 | 0,5 | 0,6 | 0,2 | 1,3 | 5,4 | 6,3 |
| Tunus | 0,8 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 2,8 |
| Güney Asya | 4,4 | 6,1 | 6,7 | 5,6 | 7,3 | 9,9 | 12,9 |
| Hindistan | 3,6 | 5,5 | 5,6 | 4,6 | 5,3 | 6,6 | 8,0 |
| Pakistan | 0,3 | 0,4 | 0,8 | 0,5 | 1,1 | 2,2 | 3,5 |
| Aşağı-Sahra Afrikası | 3,5 | 12,1 | 5,3 | 9,1 | 7,1 | 13,8 | 12,5 |
| Angola | 0,9 | 2,1 | 1,7 | 3,5 | 1,4 | 0 | 1,5 |

| | | | | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ekvator Gine | 0,1 | 0,9 | 0,3 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 2,0 |
| Nijerya | 1,1 | 1,2 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 3,4 | 4,0 |
| Güney Afrika | 1,0 | 7,3 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 6,3 | 2,5 |
| Sudan | 0,4 | 0,6 | 0,7 | 1,3 | 1,5 | 2,3 | 2,5 |
| TOPLAM | 166,5 | 171,0 | 157,1 | 160,0 | 217,8 | 280,8 | 324,7 |

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, Washington DC – 2007, s. 45

Tablo 2.6: 2006'daki En Büyük Özelleştirme, Birleşme ve Şirket Devralmaları

| Satıcı Firma | Ülke | Satın Alan | Ülke | Sektör | Değer (milyar\$) |
|----------------------------|------------|--------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Akbank | Türkiye | Citigroup | ABD | Bankacılık | 3,1 |
| Guangdong Development Bank | Çin | Citigroup-led consortium | ABD | Bankacılık | 3,0 |
| Vodacom | G.Afrika | Vodafone | İngiltere | Telekomünikasyon | 2,4 |
| Tunus Telekom | Tunus | TECOM-DIG | B.A.E. | Telekomünikasyon | 2,2 |
| Kazakh Petrol | Kazakistan | CITIC | Çin | Petrol ve Gaz | 1,9 |
| MOL Foldgazellato | Macaristan | E.ON Ruhrgas | Almanya | Petrol ve Gaz | 1,3 |
| Ukrasotsbank | Ukrayna | Intesa Bank | İtalya | Bankacılık | 1,2 |
| Petrol Ofisi | Türkiye | OMV | Avusturya | Petrol ve Gaz | 1,1 |
| Vee Networks Ltd | Nijerya | Celtel Int. BV | Hollanda | Telekomünikasyon | 1,0 |
| Omimex Colombia | Kolombiya | ONGC&Sinopec | Çin ve Hindistan | Petrol ve Gaz | 0,8 |

Kaynak: Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, World Bank, Washington DC – 2007, s. 51

Özel hisse senedi şirketleri ve Körfez ülkelerinin (özellikle Kuveyt, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri) petro-dolarları yeniden tedavüle çıkarması doğrudan yabancı yatırımları arttırmıştır. Bu artışın büyük kısmı Hindistan, Türkiye, Orta Asya ve bazı Kuzey Afrika ülkelerine gitmiştir. Tablo 2.6'da da görüldüğü üzere,

2006 yılındaki en büyük 10 özelleştirme, birleşme ve şirket devralmalarının ikisi Türkiye’de gerçekleşmiştir.

Küresel doğrudan yabancı yatırımlar 2006 yılında 1,2 trilyon dolarlık bir seviyeye ulaşarak bir rekor kırmıştır. Bu akımların yaklaşık %25’i (tarihsel ortalamalarla tutarlı olarak) gelişmekte olan ülkelerdeki satın almalarla ilgilidir. Yukarıda açıklanan, gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlardaki artış, dış ve iç faktörlerin bir kombinasyonu ile sürdürülmektedir. Uygun küresel ekonomik koşullar da yatırımcı güvenini iyileştirmiştir. Güçlü küresel ekonomik büyüme (2006 yılında %4) süresince, GSYİH’nın bir payı olarak şirket karları dünya çapında artmıştır. Bu karlılık düzeyi ABD’de son 50 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişmelerin yanında, uzun vadeli düşük faizler ve hisse senedi piyasasındaki artan kazanç fırsatları şirketlerin mali yatırımları için büyük kolaylıklar sağlamıştır.

Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar da doğrudan yabancı yatırımları arttıran etkenlerden biridir. Yüksek petrol fiyatları sonucunda petrol ve gaz sektörlerinde doğrudan yabancı yatırım devam etmektedir. Bu gelişmelerin sonucunda petrol ihraç eden ülkelerin petrol gelirlerindeki muazzam genişleme gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım profilini değiştirmiştir. Özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkelerine enerji, alt yapı sektörlerine, reel varlıklara ve turizm sektörüne doğrudan yabancı yatırım girişleri petrol ihraç eden ülkeler (İran ve Birleşik Arap Emirlikleri başta olmak üzere) tarafından yapılan girişlerde 2006’da 10 milyar dolarlık bir artış görülmüştür. Bu gelişmelerin yaşanırken, özel hisse senedi şirketleri de doğrudan yabancı yatırım artışlarında önemli roller üstlenmiştir. Bütün bu yaşananların yanında, gelişmekte olan ülkelere yabancı yatırım çıkışları da 2006 yılında 110 milyar dolarlık seviyeye ulaşmıştır.

Çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımlar yukarıda belirtildiği üzere artmaktadır; buna bağlı olarak da, çok uluslu şirketler tarafından kazanılan gelirlerde artmıştır. 2006’da gelişmekte olan ülkelerdeki çok uluslu yatırımların değeri 2,4 trilyon dolardır. Çok uluslu şirketler tarafından kazanılan doğrudan yabancı yatırım gelirleri, 1990’ların başında gelişmekte olan ülkelerdeki GSYİH’nın %0,5’inden daha azken, 2006’da yaklaşık %2’sine çıkmıştır. Fakat bu

gelirlerin tümü gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosundan çıkışları göstermez. Yurda geri dönen kazançlar 2005'te 28 milyar dolardı, 2006'da ise 125 milyar dolara çıktı. Ama bu seviyelerdeki çıkışlar gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengeleri üzerinde büyük bir etki yaratmamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler daha fazla doğrudan yatırım çekebilmek için yurda geri dönen kazançlara ilişkin vergi düzenlemeleri yaparak ve teşvikler vererek yurda geri dönen kazançların artmasına neden oldular. Ve yatırım yapan şirketin ana merkezinin bulunduğu ülke tarafından da çok uluslu şirketlerce kazanılan gelirleri ülkeye çekmek için düzenlemeler (özellikle ABD şirketlerine yönelik olarak) yapıldı. Bu uygulamaların sonucunda, ABD tarafından yurda getirilen kazançlar, son 5 yıldır süren ortalama 65 milyar dolarlık seviyelerden 2005'te 260 milyar dolara sıçradı.

Gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırımlardan sonra dış mali kaynağın en büyük ikinci giriş yolu işçi dövizleridir. 1990'lı yıllarda işçi dövizleri, diğer yabancı döviz kaynaklarında daha az dalgalanmıştır. Özel sermaye akımlarından farklı olarak bir finansal kriz, doğal afet veya politik çatışmalar sonucu ortaya çıkan ekonomik dalgalanmalara rağmen işçi dövizleri artmaya devam etmiştir. İşçi dövizleri, ekonomik konjonktürün azalış zamanlarında alıcı ekonomilere kesin bir güvenlik sağlamıştır.

Tablo 2.7: Uluslararası İşçi Döviz Akımları

| Milyar dolar | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Avrupa ve Merkez Asya | 13 | 13 | 14 | 17 | 23 | 31 | 32 |
| Aşağı-Sahra Afrika | 5 | 5 | 5 | 6 | 8 | 9 | 9 |
| Doğu Asya ve Pasifik | 17 | 20 | 29 | 35 | 39 | 45 | 47 |
| Latin Amerika ve Karayapiler | 20 | 24 | 28 | 35 | 41 | 48 | 53 |
| Orta Doğu ve Kuzey Afrika | 13 | 15 | 16 | 20 | 23 | 24 | 25 |
| Güney Asya | 17 | 19 | 24 | 31 | 31 | 36 | 41 |
| Toplam | 85 | 96 | 117 | 145 | 165 | 193 | 206 |

Kaynak: Global Development Finance, a.g.e., s. 54

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere gelişmekte olan ülkelere giren işçi döviz akımları, 2000'deki seviyelerinin iki katından fazla artarak 2006'da 206 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Ve bu büyüklük tarihsel bir rekordur.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren sermaye akımlarının seyrine ilişkin bilgiler yukarıdaki başlık altında verilmiştir. Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de benzer bir konjonktür içindedir. Bununla birlikte, Türkiye genelde, gelişmekte olan ülkelerle büyük benzerliklere sahip olmasının yanında, özelde farklılıklara da sahiptir. Bazı ekonomik değişkenlerdeki Türkiye'nin kendine özgü farklı konumu da aşağıdaki başlık altında verilecektir.

C- TÜRKİYE'YE YÖNELİK ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

Uluslararası sermaye yatırımları ülkemize Osmanlı İmparatorluğu döneminde girmeye başlamıştır. Kapitülasyonlar olarak bilinen ticaret anlaşmalarına dayanan özel imtiyazlı uluslararası sermaye şirketleri daha çok kamu hizmetlerinde ve doğal kaynakların işletilmesi alanlarında faaliyet göstermiştir.¹ Kapitülasyonlar çerçevesinde faaliyet gösteren bu şirketlere, 1838 yılında imzalanan "Serbest Ticaret Anlaşması" ile birlikte yenileri eklenmiştir. Bu anlaşma sonucunda, iç pazar öncelikle İngilizlere ve daha sonra tüm yabancılara açılmış, dış ticaretten sağlanan gelirlerde büyük miktarlarda düşüşler meydana gelmiş ve hatta bu gelirler ortadan kalkmıştır. Dış ticaret gelirlerinden yoksun kalan ve ekonomik faaliyetlerde dış ticaret giderlerini karşılamakta zorluklarla karşılaşan devlet hızla borçlanmaya başlamış, zamanla dış borçların birikmesi ve bu borçların ödenmesinde karşılaşılan güçlükler sonucunda, bu borçların ödenmesini düzenlemek amacıyla "Duyunu Umumiye-i Osmaniye" olarak anılan idare, Muharrem Kararnamesi ile 1881'de kurulmuştur.²

19. Yüzyılın sonlarından 20. yüzyıl başlarına kadar Osmanlı İmparatorluğu'nda faaliyet gösteren yabancı şirketler, çoğunlukla, demiryolu, liman işletmesi gibi ulaştırma, elektrik havagazı gibi alt yapı, banka ve sigortacılık gibi hizmet sektörlerinde yatırım yapmışlardır. Bunun yanında, önemli ölçüde üretimde bulunmamakla birlikte, ülkenin çeşitli bölgelerinde de maden imtiyazları almışlardır. Yeni Türk Devleti

¹ Faruk CÖMERT, "Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği" Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 1998, s. 11

² Rıdvan KARLUK, Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları, Taştan Matbaası, İstanbul – 1993, s. 210

kurulduktan sonra, özellikle kamu hizmeti niteliği taşıyan alanlarda faaliyet gösteren yabancı şirketlerin değerleri karşılığında millileştirilmesine gidilmiştir. Millileştirmeler 16 yıl sürmüş ve yabancı şirketlere tazminat olarak 236,5 milyon İsviçre Frangı, 204,5 milyon Fransız Frangı, 34,8 milyon İngiliz Sterlini ve 10,7 milyon Türk Lirası ödenmiştir.¹

Yeni Türk Devletinin yabancı sermaye konusundaki ilk resmi görüşleri, 1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi'nde açıklanmıştır. İzmir İktisat Kongre'sinde, Lozan'da devamı istenen kapitülasyonlar ve diğer imtiyazların kabul edilmeyeceği ifade ediliyordu. Atatürk yaptığı konuşmada *“Efendiler, iktisadiyat sahasında düşünürken ve konuşurken zannolunmasın ki, biz ecnebi sermayeye karşı bulunuyoruz. Hayır, bizim memleketimiz çok vasidir ve sermaye ihtiyacımız vardır. Binaenaleyh kanunlarımıza riayetkar olmak şartıyla ecnebi sermayelerine lazım gelen teminatı vermeye her zaman hazırız. Ve şayanı arzudur ki, ecnebi sermayesi bizim sanayimize ve servet-i sabitimize inzımanı etsin.”* Diyerek Cumhuriyetin yeni siyasi kadrosunun yabancı sermayeye karşı olmamakla beraber, ülke çıkarlarını gözetmek bakımından gayet dikkatli bir tutum içinde olduğunu belirtmiştir.

1945 yılına kadar geçen sürede yabancı sermaye ve yabancı sermayeli şirketler konusunda yasal bazı düzenlemeler getirilmiştir. Daha sonra 1947 yılında Türk Parasını Koruma Yasası'na ilişkin olarak çıkarılan 13 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yabancı sermayenin geliş şekli, amacı, transferleri hakkında ilk düzenlemeler yapılmıştır. 1950 yılında kabul edilen 5583 sayılı yasa ile Türkiye'ye gelen yabancı sermayeye transfer garantisi verildiği gibi, dışarıdan borç alan Türk girişimcilerine de bu borçları için transfer hakkı sağlanmıştır. Türkiye'de yabancı sermayenin gerçek anlamda teşviki ise 18 Ocak 1954 tarihinde kabul edilen 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası ile başlamıştır.

Türkiye'nin planlı kalkınma dönemine geçmesiyle (1963) yabancı sermaye kalkınma planlarında yer almaya başlamıştır. I. beş yıllık kalkınma planında yabancı sermayeye yalnızca ödemeler dengesi açısından yaklaşılmış, fakat yabancı sermayeyi ülkeye çekme konusuna önem verilmemiştir. II. beş yıllık kalkınma planı döneminde, yerli sanayinin gelişmesinin engellenmemesi için, yabancı sermayeden ek bir tasarruf ve

¹ Faruk CÖMERT, a.g.e., s. 17

teknoloji kaynağı olması yönünden faydalanılması öngörülmüştür. Ancak, Türkiye'nin içinde bulunduğu sosyal, politik, ekonomik ortam ve yabancı sermaye yatırımları konusunda ek teşviklere yer verilmemesi, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye yönelmemesine sebep olmuştur. III. beş yıllık kalkınma planı, dış eklemeler konusunda herhangi bir sorunun olmadığı bir döneme rastlamış olduğundan, yabancı sermaye konusuna yeterince değinilmemiştir. IV. beş yıllık kalkınma planı ise yabancı sermayeye karşı bir kadro tarafından hazırlanmış olmasına rağmen daha fazla yabancı sermayeye değinilmiştir. Bu dönemde ülkede yaşanan ekonomik, politik ve sosyal kriz yabancı firma sayısında bir düşüşe neden olmuştur.¹

1980 öncesi dönemde yabancı sermayenin girebileceği faaliyet alanları, kar ve teknoloji transferleri, yabancı sermayeli şirketlerin Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerle ortaklığı gibi konularda yabancı sermayenin önü kesilmiştir. Ve bunun yanında, bürokratik işlemler yabancı yatırımcıları caydırıcı bir özellik taşımaktadır. Aynı dönemde iç piyasanın yabancı yatırımcılara karşı korunmasında, uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejisinin rolü büyüktür. Bu stratejide, ülke sanayisini yabancı rekabetine karşı korumaya yönelik bazı araçlar geliştirilmiştir. Bu araçların bazıları, aşırı değerlenmiş döviz kuru, ithalat yasakları kotalar, yüksek gümrük vergileri, sıkı kambiyo kontrolüdür.²

Türkiye ekonomisi 1970’li yılların ikinci yarısında dış ödeme güçlükleri ve yüksek oranda fiyat artışları biçiminde görünen ağır bir bunalıma sürüklendi. Ekonomik bunalımın, toplumsal ve siyasal boyutlar kazanarak daha da ağırlaşması üzerine, 24 Ocak 1980’den başlayarak bir dizi yeni ekonomi politikası kararları alındı.

Tablo 2.8: Türkiye’ye gelen Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1954-1979)

| Yıllar | Doğrudan Yabancı Sermaye | Birikimli Doğrudan Yabancı Sermaye |
|--------|--------------------------|------------------------------------|
| 1954 | 2,2 | 5,0 |
| 1955 | 1,2 | 6,2 |
| 1956 | 3,4 | 9,6 |

¹ YASED, “Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler”, Yabancı Sermaye Koordinasyon Derneği, Yayın No: 3, İstanbul – 1993, s. 104

² Necla ADANUR AKLAN, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, Ankara – 1997, s. 27

| | | |
|------|------|-------|
| 1957 | 1,3 | 10,9 |
| 1958 | 1,1 | 12,0 |
| 1959 | 3,4 | 15,4 |
| 1960 | 1,9 | 17,3 |
| 1961 | 1,2 | 18,5 |
| 1962 | 4,2 | 22,7 |
| 1963 | 4,5 | 27,2 |
| 1964 | 11,9 | 39,1 |
| 1965 | 11,6 | 50,7 |
| 1966 | 9,7 | 60,4 |
| 1967 | 9,0 | 69,4 |
| 1968 | 13,9 | 83,3 |
| 1969 | 13,2 | 96,5 |
| 1970 | 9,0 | 105,5 |
| 1971 | 11,7 | 117,2 |
| 1972 | 12,8 | 130,0 |
| 1973 | 67,3 | 197,3 |
| 1974 | -7,7 | 189,6 |
| 1975 | 15,1 | 204,7 |
| 1976 | 8,9 | 213,6 |
| 1977 | 9,2 | 222,8 |
| 1978 | 11,7 | 234,5 |
| 1979 | -6,4 | 228,1 |

Kaynak: Faruk CÖMERT, “Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 1998, s.14

24 Ocak Programı, ekonomik büyümeyi, dış kaynak sağlanmasının bir sonucu olarak ele aldığından yabancı özel sermayeyi daha çok özendirmek amacı ile yönetsel ve yasal düzenlemelere gidildi. Yabancı sermayeyi özendirme amacı ile çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesinde yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sabit

yatırım tutarının 2-50 milyon ABD Doları olabileceği belirtilmektedir. Ayrıca bir ortaklığa yabancı sermaye katılım payının en az 1 milyon ABD Dolarına ve oransal olarak da % 10-49 olması öngörülmüştür. Üçüncü olarak kararnamede, bir kısım sektörlerde yabancı sermaye yatırımı sonucu elde edilecek üretimin belirli bir oranda dışarıya satılması koşulu getirilmiştir. Bu oran gıda sanayinde %30, dokumada %50, orman ürünlerinde %60, otobüste %40, kamyonda %24 ve madeni eşyada %30'dur. Kararda ayrıca, İslam Kalkınma Bankası ve IFC gibi uluslararası kuruluşların yatırımları ile, İran ve petrol üreten Arap ülkelerinin Ortadoğu ülkelerine ihracat potansiyeli taşıyan yatırımlarında, yatırım miktarı ve oranları ile ilgili sınırlamaların dikkate alınmayacağı hükme bağlanmıştır. Aynı istisna belirli nitelikteki turizm yatırımlarına da getirilmiştir.

24 Ocak'ta alınan bu kararlara ek olarak;

- Yabancı sermayenin çalışma alanları olabildiğince genişletilmiş, özellikle tarım madencilik ve bir dizi hizmet alt kesimlerine yabancı özel sermayenin girişi kolaylaştırılmıştır.

- Toplamı 500 milyon ABD Dolarını aşan garantisiz ticari borçların yabancı sermaye yatırımına dönüştürülmesine olanak tanınmıştır.

- Sermaye giriş çıkışlarında serbestlik getirilerek yabancı sermayeye güven verici bir ortam yaratılmıştır.

- Serbest bölgeler oluşturulmuş ve yabancı sermayenin yerli sınırlamaların dışında çalışmasına olanak yaratılmıştır.¹

Tüm bu önlemlere ek olarak siyasal anlamda sermaye yanlısı bir tutum sergilenmesi yabancı sermaye için güvenli bir ortam oluşturmuştur.

Yabancı sermayeye ilişkin olarak yapılan bu değişikliklerin yanında; kambiyo rejimine esneklik getirildi, ithalatın ve ihracatın serbestleştirilmesine yönelik adımlar atıldı ve serbest bölgeler uygulamaya konuldu. Bunlar gibi köklü değişikliklerin

¹ T.C Hazine Müsteşarlığı, Cumhuriyetin 80.Yılı Özel Sayısı, Hazine Dergisi, Ankara – 2003, s. 114

sonucunda Türkiye yabancı sermaye açısından daha cazip bir hale getirdi. Ayrıca yap-ışlet-devret modeli ve özelleştirme programları yeni bir bakış açısı getirdi.¹

Türkiye’de 1980 sonrasında yoğunlaşan dış kaynak ihtiyacı, kısa vadeli sermaye ithalini gerektirmiştir. 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanuna dayalı olarak çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile yabancı sermaye üzerindeki miktar kısıtlamaları kaldırılmış ve yabancıların Türkiye’deki menkul kıymet piyasasından alım yapabilmelerine izin verilmiştir. Ayrıca 32 Sayılı Kararname ile gayrimenkuller ve aynı haklar üzerindeki blokaj hükmü kaldırılmıştır. Böylelikle, yabancıların döviz bozdurmaksızın yurt içinde elde ettikleri gayrimenkullere ve aynı haklara ait gelirlerin, yurtiçinde kullanımı veya yurtdışına transferi serbest bırakılmıştır. Bu Kararname ile kısa vadeli sermaye girişlerini özendirmekle beraber, özel sektöre ara girdi ithalatı da teşvik edilmiştir. 32 Sayılı Kararname ve Türkiye’de reel faizlerin yükselmesinin etkisiyle yabancı sermaye girişlerinde 1980’li yıllarda önemli artışlar olmuştur.² Sözü edilen karar ile kambiyo rejiminde ve mali piyasalarda liberalleşmenin gerçekleştirilmesinden sonra Türkiye, 22.03.1990 tarihinde IMF’ye başvurarak Fon Sözleşmesi’ndeki VIII. Madde statüsüne geçtiğini bildirmiş ve böylece de TL’nin konvertibl bir para olarak tescil edilmesini istemiştir. Kısacası, Türkiye’de para ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik süreç 1989–1990 döneminde tamamlanmış oluyordu.

Türkiye’de yabancı sermayeye ilişkin son düzenleme 05.06.2003 tarihli 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu’dur. Bu kanun ile 1954 tarihli 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu kaldırılmıştır. Yeni yasa ile yabancı yatırımcılara önemli kolaylıklar sağlanmıştır. Bu yasayla gerçekleşen göze çarpan değişiklikler ise şunlardır:

- Yabancı yatırımlar, yürürlükteki mevzuat gereğince kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılmaz.

¹ YASED, “Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler”, Yabancı Sermaye Koordinasyon Derneği, Yayın No: 3, İstanbul – 1993, s. 105

² Necla ADANUR AKLAN, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, Ankara – 1997, s. 28

- Yabancı yatırımcıların Türkiye’de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketlerin, Türk vatandaşların edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı ayni hak edinmeleri serbesttir.
- Uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe; yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye’de yabancı yatırım yapılması serbesttir. Yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabidirler.
- Yabancı yatırımcıların Türkiye’deki faaliyet ve işlemlerinde doğan net kar, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri, lisans, yönetim vb. anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağlar ile dış kredi ana para faiz ödemeleri, bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebilir.
- Nakit dışındaki sermayenin değer tespiti, Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde yapılır. Yabancı ülkelerde kurulu bulunan şirketlerin menkul kıymetlerinin yatırım aracı olarak kullanılması halinde, menşe ülke mevzuatına göre değer tespitine yetkili makamların veya menşe ülke mahkemelerince tespit edilecek bilirkişilerin ya da uluslararası değerlendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri esas alınır.
- Özel hukuka tabi olan yatırım sözleşmelerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların çözümü ile yabancı yatırımcıların idare ile yaptıkları kamu hizmeti imtiyaz şartlaşma ve sözleşmelerinden kaynaklanan yatırım uyuşmazlıklarının çözümlenmesi için; görevli ve yetkili mahkemelerin yanı sıra, ilgili mevzuatta yer alan koşulların oluşması ve tarafların anlaşması kaydıyla, milli veya milletler arası tahkim ya da diğer uyuşmazlık çözüm yollarına başvurulabilir.
- Lisans, know-how, teknik yardım için sadece tescil yeterli bulunmakta ve onay aranmamaktadır.
- Dış kredi temini tamamen serbest olup onaya tabi değildir.

- Yabancı personel istihdamı tamamen serbesttir.¹

Bu kanunla Türkiye'nin yabancı yatırım çekebilmesine engel olan unsurlar ortadan kaldırılmıştır. Fakat yabancı yatırımların gelmesi için sadece yasal düzenlemeler yeterli olmamakta; ayrıca ekonomik ve siyasal istikrarda aranmaktadır. Buna bağlı olarak, ülkemizde siyasal istikrarın bozulduğu yıllarda ülkemize giren yabancı sermaye miktarı azalmıştır. Söz konusu istikrarsızlığın etkisi 1983 yılında görülmüştür. Ancak 1983 yılının seçim yılı olması nedeniyle yabancı sermayeyle ilgili gerekli düzenlemeler yapılamamıştır. Yabancı sermaye girişleri 1987'den sonra hız kazanmıştır. Yukarıda değinilen 1989 yılında döviz girişini teşvik etmek amacıyla alınan önlemler yabancı sermaye girişini olumlu yönde etkilemiştir. Ancak 1989 yılından sonra ülkemize giren yabancı sermayenin genellikle spekülatif amaçlı olması, 1989-1994 yılları arasında ekonomide dengesizliklere neden olmuştur. Ekonomide oluşan dengesizlikleri gidermek amacıyla alınan 5 Nisan 1994 kararları da yabancı yatırımcıları memnun etmemiştir. Ve 1995 yılında Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı 4.643 milyon dolardır. Fakat aynı yılda diğer gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermaye miktarlarının (Çin 37.7 milyar dolar, Malezya 5.8 milyar dolar, Singapur 5.3 milyar dolar, Polonya 2.5 milyar dolar) yanında çok cüzi bir oranda kalmıştır.

Tablo 2.9: Türkiye'deki Sermaye Akımları (Milyon Dolar)

| | Kısa Vadeli Sermaye | Portföy Yatırımları | Diğer Uzun Vadeli Ser. | Doğrudan Yatırımlar | Toplam Sermaye |
|-------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------------|
| 1989 | -584 | 1386 | -685 | 633 | 780 |
| 1990 | 3000 | 547 | -210 | 700 | 4037 |
| 1991 | -3020 | 623 | -783 | 783 | -2397 |
| 1992 | 1396 | 2411 | -938 | 779 | 3648 |
| 1993 | 3054 | 3917 | 1370 | 622 | 8963 |
| 1994 | -5127 | 1158 | -784 | 559 | -4194 |

¹ Resmi Gazete, 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003

| | | | | | |
|-------------|------|-------|------|-----|------|
| 1995 | 3713 | 237 | -79 | 772 | 4643 |
| 1996 | 5945 | 570 | 1636 | 612 | 8763 |
| 1997 | 1761 | 1634 | 4788 | 554 | 8737 |
| 1998 | 2601 | -6711 | 3985 | 573 | 448 |
| 1999 | 759 | 3429 | 345 | 138 | 4671 |

Kaynak: TCMB EVDS Verileri

1989 yılındaki 32 Sayılı Kararname ile birlikte Türkiye'ye giren yabancı sermayede önemli artışlar kaydedilmiştir. 1989 yılında ülkemize giren net sermaye akımları 780 milyon dolar iken 1993'te 8963 milyon dolara, 1996'da 8763 milyon dolara yükselmiş, 1998'de ise dünyadaki konjonktürün de etkisiyle 448 milyon dolara düşerek dalgalı bir seyir izlemiştir. Sermaye hareketlerindeki bu artışlar, gelişmekte olan ülkelerdeki hareketlerle paralel şekilde gerçekleşmiştir. 1990'lı yıllarda dünyadaki gelişmelere benzer şekilde Türkiye'de, ülkeye giren sermaye akımları içindeki kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının payında bir artış gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak da sermaye hareketlerindeki oynaklık artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye'de 1980 yılında başlayan ekonomik liberalleşme süreciyle birlikte ülkenin büyüme ve kalkınması için gerekli olan yatırımların yapılabilmesinde yurtiçi tasarrufların yanında uluslararası sermayeden de yararlanmasının önü açılmıştır. Uluslararası sermayenin ülkeye çekilebilmesi amacıyla Mc Kinnon ve Shaw'un görüşleri paralelinde uygulanmaya başlanan yüksek faiz politikası finansal liberalleşme sürecinin en önemli parçası olmuştur.¹ Türkiye'de 1989 sonrası dönemdeki sermaye girdileri kamu bütçesi ve dış ticaret bilançosu açıklarının finansmanına hizmet etmiş, bunun sürdürülmesi de faiz ve kur arasındaki farkın sürekli korunmasını gerektirmiştir. Bu durum gerçekte Türk ekonomisinin "yumuşak karnı"nı oluşturur. İç ekonomide özel kesime yönelik finansman olanaklarının önemli ölçüde kısıtlanması pahasına, bu politika uygulamaları sürdürülmüştür. Geleceğe ait beklentilerin olumsuz dönüşmesi ve bir devalüasyon

¹BARIŞIK, Salih, AÇIKGÖZ, Ersin, "Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi (1992-2005 Dönemi VAR Analizi)", Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı:3, Ankara – 2007/I, s. 200

olasılığı karşısında ise yabancı fonlar kitleler halinde ülkeyi terk etmeye başlayınca, mali panik baş göstermiş ve ekonomi bir krize girmiştir.¹ Mali alandaki krizlerin reel ekonomiye yansması ile birlikte ülkede üretim düşmüş, yatırımlar azalmış ve işsizlik artmıştır. 1990'lı yıllarda, yüksek faiz düşük kur politikalarıyla sermaye akımlarını teşvik ederek, kamu kesimi açıkları finanse edilmeye çalışılmıştır. Bu politika büyük ölçüde bankacılık sektörüne dayalı olarak yürütülmüştür. Yüksek reel faiz uygulaması, reel ekonominin zarar görmesine neden olmaktadır. Yüksek reel faiz uygulayan ülkenin, finansal anlamda istikrarsız bir süreçten geçtiğine dair beklentiler arttığında, büyük miktarlarda yabancı fon çıkışı gözlenmektedir. Bu durumda döviz kuru daha da yükselmekte ve yatırım harcamalarını azaltmaktadır. Yüksek oranlı reel faize dayalı sıcak para politikasının uygulanması ve bankacılık sisteminin giderek artan açık pozisyonları, 1994 Krizinin temellerini oluşturmuştur.² 5 Nisan 1994 Kararları ile Türkiye, bir süre için kriz ortamından uzaklaşmıştır. Ancak yapısal reformların gerçekleştirilememeleri nedeniyle Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yeni krizlerle karşı karşıya kalmıştır.

1990'lardan 2001 krizine kadar olan dönemdeki ve hatta günümüzdeki en önemli sorun kısa dönemli sermaye bolluğunun (uluslararası likidite bolluğu) neden olduğu ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Ülkeye giren yüksek miktarlardaki kısa vadeli sermaye akımı, dış ticarete konu olan sektörlerin rekabet gücünü kaybetmesine, aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralması gibi sonuçlar doğurmuştur. Bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmıştır.

Reel üretim sektörlerinde yaratılan bu çarpıklaşmanın yanında, merkez bankasının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta ve ulusal ekonominin para piyasaları dışsal öğelerin spekülasyon dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Böylelikle, ulusal borsa giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağlı olarak yapay bir şişme ve daralma seyri izlemektedir. Bu süreç sonucunda ulusal ekonomi, reel üretim sektörü ve finans kesimi

¹ Korkut BORATAV, Yeni Dünya Düzeni: Nereye?, İmge Kitabevi, Ankara – 2000, s. 57

² Nejla ADANUR AKLAN, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", Balıkesir Üniversitesi Dergisi, Sayı: 7, Balıkesir – s. 10

birbirinden giderek uzaklaşmakta, aynı zamanda da spekülâtif kazançları besleyerek gelir dağılımını bozmaktadır.¹

Türkiye, IMF ile Aralık 1999'da bir Stand By Anlaşması imzalamıştır. Türkiye'nin imzaladığı bu anlaşmanın temel amacı, ağır iç borç gereksiniminin neden olduğu yüksek oranlı reel faizler, dış borç sağlamada karşılaşılan zorluklar ve yükselen faizlerin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileriydi. 1 Ocak 2000'de yürürlüğe giren bu anlaşmanın en dikkat çekici özelliği döviz kuru politikası ile ilgiliydi. Program "para kurulu" kapsamında sabit kur uygulaması öneriyordu. Açıklamak gerekirse, Türk Lirası, 1 dolar ve 0.77 euro'dan oluşan bir para sepetine bağlanıyor ve döviz kurunun bu sepete alacağı değer, hedef alınan yıllık enflasyon oranı olan yüzde 20 ile sınırlandırılıyordu. Para kurulu düzenlemeleri Arjantin'de ve bir kısım başka Latin Amerika ülkelerinde denenmiş, başarılı sonuçlar vermemiştir. Bu sistemin Türkiye'de yeniden uygulanmak istenmesi kuşkusuz ilginç bir gelişmedir. Para kurulu düzenlemesi kapsamında Merkez Bankası para arzını yalnızca ülkeye giren döviz karşılığı olarak arttırabilirdi, yani iç kredilere dayanarak Merkez Bankası'nın emisyonunda bulunabilme olanağı kaldırılmıştır.

Sabit kur (kur çıpası) uygulaması kurlardaki artışı sınırladığından faiz oranlarındaki artışlar, kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmiştir. Para kurulu uygulamasına dayalı olarak likidite yaratmanın dış sermaye girişlerine bağlanmış olması nedeniyle, dış sermaye girişlerinin azalması likidite artış hızını da yavaşlattı. Likidite pozisyonunun sıkışması ise kısa süreli faizlerin yükselmesine neden oldu. Faiz artışları bankacılık sektöründe büyük ölçüde olumsuz etkiler doğurdu. Faiz artışları yabancı yatırımcılar açısından uygulanan programın sürdürülebilirliğine karşı endişeler doğurdu. 2000 yılı Eylül'ünün ikinci yarısında kısa süreli faizlerdeki artışlar bono ve tahvil fiyatlarında şiddetli düşüşlere yol açtı. Yabancı yatırımcıların fonlarını dışarıya çıkartmaya başlaması ile Merkez Bankası birkaç gün içinde 6 milyar dolayında satış yaptı ve döviz rezervlerinde önemli azalmalar oldu. Böylece Kasım ortalarında ekonomideki panik havası krize dönüşmüş oluyordu.

¹ Erinç YELDAN, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyimi", 95-96 Petrol İş Yıllığı, İstanbul – 1995, s.205

Krizin derinleşmesini önlemek üzere bir dizi önlem ve kararlar alındı: Yapısal reformlar adı verilen sosyal güvenlik kuruluşları açıklarının giderilmesi, kamuda hantallığın önlenmesi, KİT’lerde verimliliğin artırılması ve özelleştirmenin hızlandırılması kararı bunlardan bazılarıdır. Mevcut destekleme anlaşması kapsamında yapılan bu düzenlemeler sonucunda IMF’den 7.5 milyar dolar tutarında yeni ve ek bir destek sağlandı.

Kasım krizinden sonra alınan önlemlerin ve IMF ile varılan anlaşmanın sonucunda mali piyasalarda kısmen bir istikrar sağlandı. Merkez Bankası’nın rezervleri arttı. Faizler bir miktar düşmüş, ama yine de kriz öncesinden yüksek düzeylerde bulunuyordu. Bu da gecelik borçlanma yapmak zorunda olan bankaların mali yapılarını daha da bozmuştu. Bu arada Şubat’ta Devlet’in üst kademelerinde yaşanan bir anlaşmazlık Programa olan güveni tamamen sarstı ve yeniden TL’den aşırı bir kaçış başladı. Öyle ki 19 Şubat tarihinde yalnız bir günde dövize olan talep 7.6 milyar doları buldu. . Bu koşullar altında IMF ile varılan destekleme anlaşmasının en önemli yönünü oluşturan sabit kur uygulaması ve para kurulu düzenlemesine son verildi. Böylece Türk Lirası, 22 Şubat’ta yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakıldı.¹

Şubat ayındaki krizden sonra hükümet, 14 Nisan 2001 tarihinde güçlü Ekonomiye Geçiş Programını (GEGP) açıklayarak piyasalarda güven oluşturmaya çalışmıştır. Bu amaçla Türk Lirası 22 Şubat 2001’de dalgalanmaya bırakılmış ve uygulanacak yeni ekonomi politikasının çerçevesi “Ekonomik Politikalar Bildirgesi” ile hükümet tarafından ortaya konmuştur. Söz konusu bildirgenin “Türk Ekonomisinde Özel Sektörün ve Yabancı Yatırımın Rolünün Artırılması” başlıklı bölümünde “*önemli bir miktara ulaşılmış bulunan dış borç stokunu azaltabilmek ve ekonomiyi daha da modernize edebilmek için orta vadede doğrudan yabancı sermaye çekme zorunluluğu vardır*” ifadesine yer verilmiştir. Ayrıca diğer bir bölümde yabancı sermaye yatırımları konusunda hükümetin yaklaşımı şu şekilde özetlenmektedir. “*Önümüzdeki dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımları kritik bir rol oynayabilecektir. Türkiye’ye olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülkenin avantajlı coğrafi konumu, büyük ekonomisi ve eğitimli ve maliyet-etkin işgücü olmasına rağmen düşük seviyelerde kalmıştır. Bu yönden programın, makro ekonomik istikrara ulaşılması, özelleştirme*

¹ Halil SEYİDOĞLU(b), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı: 4, İstanbul – 2003, s. 141

programının ilerlemesi ve sürekli öngörülebilir bir politika reformu sürecinin kurulması amaçları doğrultusunda sağlanacak başarı, Türkiye'nin yabancı yatırımlar açısından cazibesini artırmalıdır. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları önünde büyük hukuki engeller olmamasına rağmen, Hükümet tüm yatırımcılar için yatırım ortamını iyileştirecek adımları atmaktadır. Bu amaçla iş çevrelerinin belli başlı teşkilatları ile yakın temasımızı koruyacağız ve hükümetin bu teşkilatlarla beraber önümüzdeki bir kaç ayda ne gibi tedbirler alabileceğini araştıracağız.” biçiminde yabancı sermaye politikasının yönü net bir biçimde belirlenmiştir. Nitekim IMF ile yürütülen stand-by anlaşması çerçevesinde IMF'ye verilen niyet mektuplarının yapısal reformlar bölümünde yabancı sermaye yatırımları yerini almıştır.¹

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın temel amacı, enflasyonu düşürmek ve ekonomik istikrarı sağlamaktır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında yeni bir program hazırlandı ve IMF ile yeniden anlaşmaya gidildi. IMF İcra Direktörleri Kurulu 15 Mayıs 2005'de Türkiye'nin üç yıllık stand-by anlaşmasını 8 milyarlık yeni bir kredi ile destekleme kararı aldı; böylece de toplam kredi 19 milyar dolara çıkarılmış oldu.

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ile ilgili olarak Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilen bankaların sermaye yapıları güçlendirildi, devlet bankalarının görev zararları piyasa faizini taşıyan devlet tahvilleriyle ödendi. Özel bankaların da sermaye yeterlilik oranları yeniden sağlanıncaya kadar temettü ödemeleri ertelendi, sermaye artırımına gitmeleri zorunluluğu getirildi. Bankalar Kanununda Avrupa Birliği standartlarına uyum sağlamak için değişiklikler yapıldı. Mali alanda da kamu borçlarının dönüşümünün sağlanmasına ağırlık verildi. Kamu açıklarının kapatılması için faiz dışı fazlanın GSMH'nin %6,5'üne çıkarılması amaçlandı. Yeni dönemde ayrıca Merkez Bankası'nın asıl görevinin enflasyonu aşağı çekmek olmasına ağırlık verildi ve Merkez Bankası'nın özerkliğini arttırıcı önlemler alındı. Ama yeni ekonomik programın en önemli özelliklerinden birisinin uygulanan kur sistemiyle ilgili olduğuna kuşku yoktur. Yeni sistem değişken kur uygulamasına dayanır. Benimsenen ana ilkeye göre de önemli bir dalgalanma olmadıkça Merkez Bankası piyasaya müdahale etmekten kaçınacaktır. Önceki mali krizin büyük ölçüde kurların para sepeti

¹ T.C Hazine Müsteşarlığı, Cumhuriyetin 80.Yılı Özel Sayısı, Hazine Dergisi, Ankara – 2003, s. 118

gibi sabit bir pariteye bağlanmış olmasından kaynaklandığı düşünülürse bu değişikliğin önemi daha iyi anlaşılır.¹

Yeni gelişen ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de mali piyasaların liberalleştirilmesi ve dış dünya ile bütünleştirilmesinden, dış tasarrufların iç tasarruflara eklenerek kalkınmayı hızlandırıcı etkiler doğurması beklenirdi. Oysa mali liberalleşme gerçekte makro dengesizlikleri arttırdı ve iktisat politikası seçeneklerini daha da sınırlandırdı. Finansal küreselleşmenin tamamlandığı 1989-1990 yıllarından itibaren giderek büyüyen kamu finansman açıkları, dış sermaye girişleri ve iç tasarrufların büyük bölümünün kullanılması ile sürdürülebildi. Kalkınma sürecinde büyük önem taşıyan bankacılık sektörü, reel kesime yeterince kaynak sağlayamazken, aldığı riskler ve kaynak sorunları nedeniyle makro istikrarı tehdit eder bir duruma geldi. Bu politikalar ise sonuçta ülkeyi 1994 Nisan, 2000 Kasım, 2001 Şubat krizlerine götürdü.

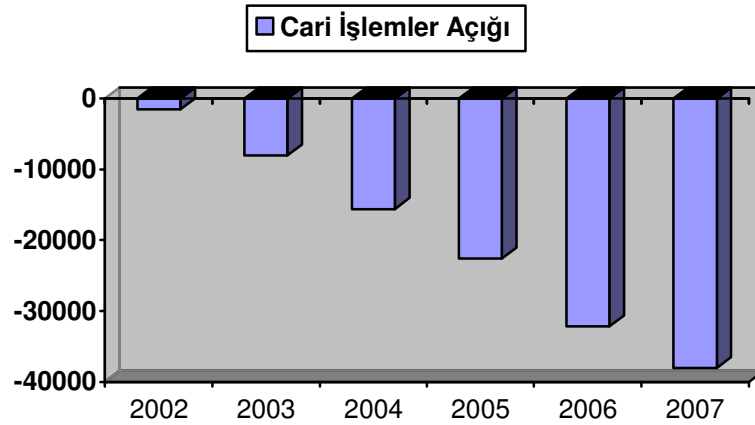
Sermaye hareketlerinde görülen 2000-2001 yılları arasındaki ani daralmadan sonra özellikle özel sermaye ve öz sermaye akımlarındaki artışlarla sermaye akımlarında hızlı bir artış eğilimi gözlenmeye başlamıştır. 2006 yılında dünya çapındaki doğrudan yatırım girişi 1,2 trilyon dolar olarak gerçekleşmiş ve bu büyüklüğün 325 milyar dolarlık kısmı da Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere akmıştır. Ve bu seviyeler tarihi bir rekora denk gelmektedir. Benzer şekilde, portfolyo hisse senedi akımları 2006 yılında 400 milyar doları geçerek rekor bir seviyeye ulaşarak zirve yapmıştır. Gelişmekte olan ülkelere özel borçlanma ve hisse senedi akımları 2001 yılında 191,1 milyar dolarlık seviyeden 571 milyar dolarlık bir seviyeye ulaşmış ve bu sınıflandırmaya dahil akımlar da zirve yapmıştır.

2001 sonrasında dünya çapındaki sermaye akımlarında bu gelişmeler yaşanması sonucunda bu konjonktür, gelişmekte olan ülkelere ve tabii ki Türkiye’ye giren sermaye akımlarında güçlü bir artışa neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının seyrini açıklamaya çalıştığımız başlık altında değinilen gelişmelere paralel olarak, Türkiye ekonomisinde de benzer gelişmeler yaşanmıştır. Bunun yanında, Türkiye’de gelişmekte olan ülkelere farklı olan bazı gelişmeler de gözlenmektedir. Bu gelişmelerin en dikkat çekici olanlarından biri, yabancı döviz rezervlerinde değişmelerle ilgilidir. 2002’den itibaren görülen elverişli konjonktüre bağlı olarak yabancı döviz rezervlerinde ciddi artışlar görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerdeki

¹ Halil SEYİDOĞLU(b), a.g.e., s. 138

yabancı döviz rezerv artışları, 2001’de 80 milyar dolar olurken, bu artış 2006’da 633 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu rezervlerdeki artışın %70’i, BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu gelişmeler ışığında, gelişmekte olan ülkeler yabancı döviz rezervlerini artırarak dış borç yüklerini azaltma yoluna giderken, Türkiye’de dış borçların GSYİH’ya oranı 2005’te %48’den , 2006’da %57’ye çıkmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki gelişmelerle ters yönde hareket etmiştir.¹ Ülkemize artan oranlarda giren sermaye akımları dış borç yükümüzü azaltmak yerine borç faiz ödemelerine ve ülkemizin döviz gelirlerini arttırmada az etkisi olan sektörler girmiştir. Bununla birlikte, dünya petrol fiyatlarındaki rekor seviyelere bağlı olarak da; 2006’da gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler fazlalıkları GSYİH’larının %3,1’i düzeyine ulaşarak tarihi bir zirve yapmıştır. Bu fazlalık genel olarak, Çin (162 milyar dolar) ve Rusya’daki (63 milyar dolar) artışlarla oluşarak, 2003-2006 arasında 247 milyar dolara ulaşmıştır. Dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artış sonucunda, petrol ihraç eden ülkelerin yarısı GSYİH’larının %3’ü civarında cari işlemler fazlası verirken, Türkiye gibi petrol ithal eden ülkelerin 3/2’si 2006’da GSYİH’larının %3’ünden fazla cari işlemler açığı vermiştir. Ve Türkiye’de cari işlemler açığının artış eğilimi sürmektedir.

Grafik 2.1: Türkiye’nin Cari İşlemler Açıkları (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008, s.21

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, cari işlemler açığı hızlı bir şekilde artmaktadır ve 2007 yılı sonu itibariyle 38 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Cari

¹ Türkiye’nin toplam dış borç stoku 2005’te 169 milyar dolarda, 2006’da 207,7 milyar dolara ve 2007’de 237,3 milyar dolara yükselerek artış eğilimi göstermektedir.

işlemler açıklarının GSYİH'ya oranı 2002 yılında %0,8 iken 2005'te %6,4'e yükselmiştir ve milli hesaplardaki güncellenmenin sonucunda bu oran 2006'da %6,1 ve 2007'de %5,8¹ olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası finansal piyasalarda 2006 yılı Mayıs ayındaki dalgalanmaya bağlı olarak cari işlemler açığında gözlenen gerileme eğilimi, söz konusu olumsuz etkilerin ve seçim belirsizliğinin ortadan kalması sonrasında ithalatın yeniden artışa geçmesi nedeniyle yeniden artma eğilimindedir. İhracatın yüksek oranlarda artış göstermesi ve turizm gelirlerinde meydana gelen toparlanma, cari işlemler açığındaki genişlemeyi telafi edememiştir. Bu gelişmeler aşağıdaki tablodan da izlenebilir.

Tablo 2.10: Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|---------|----------|----------|----------|
| Cari İşlemler Dengesi (1+2+3+4) | -15.599 | -22.604 | -32.193 | -37.996 |
| İhracat f.o.b. | 67.047 | 76.949 | 91.944 | 113.155 |
| İthalat f.o.b. | -90.925 | -110.479 | -133.268 | -160.653 |
| Mal Dengesi (1) | -23.878 | -33.530 | -41.324 | -47.498 |
| Hizmetler Dengesi: Gelir | 22.941 | 26.640 | 25.253 | 28.692 |
| Hizmetler Dengesi: Gider | -10.144 | -11.368 | -11.423 | -14.622 |
| Hizmet Dengesi (2) | 12.797 | 15.272 | 13.830 | 14.070 |
| Gelir Dengesi: Gelir | 2.651 | 3.684 | 4.473 | 6.483 |
| Gelir Dengesi: Gider | -8.286 | -9.484 | -11.080 | -13.277 |
| Gelir Dengesi (3) | -5.635 | -5.800 | -6.607 | -6.794 |
| Cari Transferler (4) | 1.117 | 1.454 | 1.908 | 2.226 |

Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008, s. 24

Türkiye ekonomisinin büyüme hızında, özellikle 2007 yılının ikinci yarısından itibaren görülen yavaşlamaya rağmen cari işlemler açığı, dış ticaret açığındaki

¹ Eski seriye göre açıkların GSYİH'ya oranları yaklaşık 2006'da %8,2, 2007'de %7,7'dir.

bozulmaya bağlı olarak artmaya devam ediyor. 2004 yılında 23.878 milyon dolar olan dış ticaret açığı, 2007 yılında 47.498 milyon dolarlık bir açık vermiştir. Cari işlemler dengesi, 2004 yılında 15.599 milyon dolar açık vermişken, 2007 yılında bu açık 37.996 milyar dolara yükselmiştir. 2007 yılında ulaşılan bu 38 milyar dolarlık açık Türkiye’de tarihinin en büyük açığıdır.

Tablo 2.11: Dış Açığın Finansman Kaynakları (Milyar Dolar)

| | 2006 | 2007 |
|--|-------|-------|
| 1. Cari İşlemler Dengesi | -32,2 | 38 |
| 2. Net Hata Noksan | -0,1 | -0,4 |
| I. Toplam Finansman İhtiyacı (=1+2) | -32,3 | -38,4 |
| II. Toplam Finansman (=1+2+3) | 32,3 | 38,4 |
| 1. Sermaye Hareketleri (Net) | 53,3 | 53,9 |
| Doğrudan Yatırımlar (Net) | 19,0 | 19,8 |
| Portföy Yatırımları (Net) | 7,4 | 0,7 |
| Genel Hükümetin Tahvil İhracı | 3,3 | 0,9 |
| Yabancıların Türkiye’de Menkul Kıymet Alımı | 8,1 | 1,9 |
| Yerleşiklerin Yurt Dışında Menkul Kıymet Alımı | -4,0 | -2,1 |
| Kredi Kullanımı (IMF Kredileri Hariç) | 25,1 | 37,0 |
| Genel Hükümet | -0,7 | 0,1 |
| Bankalar | 5,8 | 5,3 |
| Uzun Vade | 9,8 | 7,3 |
| Kısa Vade | -4,0 | 1,9 |
| Diğer Sektörler | 20,0 | 31,6 |
| Uzun Vade | 18,9 | 27,2 |
| Kısa Vade | 0,5 | 0,2 |
| Ticari Krediler | 0,7 | 4,2 |
| Mevduat | 4,6 | -2,7 |
| Merkez Bankası | -1,3 | -1,5 |

| | | |
|-------------------------------------|-------|-------|
| Bankalar | 5,9 | -1,2 |
| Diğer | -2,9 | -0,9 |
| 2. IMF Kredileri | -4,5 | -4,0 |
| Merkez Bankası | 0,0 | 0,0 |
| Genel Hükümet | -4,5 | -4,0 |
| 3. Rezerv Değişimi (- artış) | -16,4 | -11,5 |
| Bankalar Muhabir Mevcudu | -10,3 | -3,5 |
| Resmi Rezervler | -6,1 | -8,0 |

Kaynak: TCMB EVDS verileri

2007 yılında, cari işlemler ile net hata ve noksan kalemlerinin toplamından oluşan dış finansman ihtiyacı 38,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Rezerv değişimleri ve IMF kredileri hariç tutulduğunda, bu dönemdeki net sermaye girişi 53,9 milyar dolarına ulaşmıştır. Finansman yapısında doğrudan yatırımlar ve özel sektörün kullandığı uzun vadeli krediler belirleyici olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, altın dahil Merkez Bankası net rezervi 2006 yılı sonunda 63,3 milyar dolardan, 2007 yılı sonunda 76,4 milyar dolara, bankaların muhabir mevcudu ve efektif kasası ise aynı dönemde 27,5 milyar dolardan 31,8 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Finansman ihtiyacını aşan 15,5 milyar dolar ise döviz kuru üzerinde baskı oluşturarak kurun yükselmesini engellemiştir. Buna bağlı olarak, Türk Lirası'nın aşırı değerli kalması ihraç mallarının dış rekabet gücünü zayıflatmakta ve ithalatın göreceli olarak ucuzlamasına neden olmaktadır. Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, ithalattaki hızlı artış sonucunda cari işlemler açığı rekor düzeylere ulaşmıştır. Yukarıda oluşma nedenleri açıklanan 38 milyar dolarlık cari işlemler açığı, son dönemde ekonomimizin istikrarsızlıklara neden olabilecek, en riskli değişkeni olmaktadır.

Yurtiçindeki yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları doğrudan yatırımlar son yıllarda artma eğilimindedir. Yurtdışındaki yatırımlar 2004 yılında 859 milyon dolar olurken, bu rakam 2007'de 2.107 milyon dolara çıkmıştır. Buna karşılık, Türkiye yurtiçine 21 milyar dolarlık yatırım çekmiştir. Türkiye 2005-2007 yılları arasında toplam 92,8 milyar dolarlık cari işlemler açığı vermiştir. Aynı dönemde Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ise 53,1 milyar dolardır. Böylelikle Türkiye, son üç yılda

cari işlemler açığının %57,2'si kadar doğrudan yatırım çekmiştir. Doğrudan yabancı sermaye girişleri, Türkiye'nin 2006 yılında GSYİH'nın yüzde 8,2'sine, 2007 yılında da yüzde 7,7'sine kadar yükselen cari işlemler açığının sürdürebilmesini kolaylaştırdı. Ancak Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımların aynı hızda gelmeye devam edip etmeyeceği cari işlemler açığının sürdürülebilirliği açısından önemli bir belirsizlik olarak duruyor.

Tablo 2.12: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri¹ (Milyon Dolar)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Uluslararası Doğrudan Yatırım Toplamı | 982 | 3.352 | 1.133 | 1.752 | 2.885 | 10.029 | 19.918 | 21.873 |
| Uluslararası Doğrudan Sermaye Sermaye (Net) | 982 | 3.352 | 1.133 | 754 | 1.542 | 8.188 | 16.966 | 18.921 |
| Giriş | 1.707 | 3.474 | 622 | 745 | 1.291 | 8.538 | 17.645 | 19.190 |
| Çıkış | -725 | -22 | -5 | -8 | -100 | -401 | -657 | -770 |
| Diğer Sermaye ² | -- | -- | 516 | 17 | 351 | 51 | 8 | 501 |
| Gayrimenkul (Net) | -- | -- | -- | 998 | 1.343 | 1.841 | 2.922 | 2.952 |

Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008, s. 11

2005 yılında hız kazanan doğrudan yatırım girişleri 2007 yılında yüksek seyrini sürdürmüştür. 2002 yılında 982 milyon dolar olan doğrudan yatırım girişleri, 2007 yılı sonu itibarıyla 21.873 milyon dolara yükselip, zirve yapmıştır. Doğrudan yabancı yatırım girişlerinin bu seviyelere ulaşmasının altında yatan en büyük etkenlerden biri özelleştirmeler, şirket birleşmeleri ve devralmalarıdır. Örneğin, 2006 yılındaki en büyük 10 özelleştirme³, birleşme ve şirket devralmalarından ikisi (Akbank 3,1 milyar dolara ABD şirketi olan Citigroup tarafından, Petrol Ofisi ise 1,1 milyar dolara Avusturya

¹ Uluslararası doğrudan yatırım girişi, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'na göre Türkiye'de faaliyette bulunan şirketlerin yurtdışından yaptıkları, TCMB ödemeler dengesi istatistiklerinde sermaye ve diğer sermaye olarak sınıflandırılan kalemlere ilişkin transferlerin net tutarı ile yabancıların gayrimenkul edinimlerine istinaden transfer edilen tutarı içermektedir.

² Uluslararası sermayeli firmaların yabancı ortaklarından aldıkları kredi.

³ Tablo 2.6, s. 77

şirketi OMV'ye geçmiştir) ülkemizde gerçekleşmiştir. Bu dönemde gerçekleşen net sermaye girişinin (IMF kredileri ve rezerv hareketleri hariç) yüzde 36,7'si doğrudan yatırım kaynaklıdır. Borç yaratmayan sermaye kalemi olarak nitelendirilen doğrudan yatırım girişlerindeki yüksek pay, cari işlemler açığının finansmanı ve sürdürülebilirliği açısından önemini korumaktadır.

Türkiye'de sağlanan siyasi ve makroekonomik istikrar ve reform süreci ile yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik çalışmalar sayesinde, 1995-2004 döneminde ortalama 1,4 milyar dolar olan doğrudan yatırım girişleri 2005 yılında 10 milyar dolar, 2006 yılında 20 milyar dolar ve 2007 yılında 22 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır. Türkiye, en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken ülkeler arasında 2003 yılında 53. sırada iken, 2004 yılında 37. sıraya, 2005 yılında 22. sıraya ve 2006 yılında 16. sıraya yükselmiştir. 2007 yılının geçici verileri, Türkiye'nin ilk 20 içinde yer alacağını göstermektedir.¹

Doğrudan yatırım girişleri açısından, 2006 yılında ilk defa ilk 20 ülke arasında yer alan Türkiye'nin dünya çapındaki doğrudan yatırım akışlarından aldığı pay da, geçmiş dönemdeki binde 2-4 seviyesinden, yüzde 1,5'e yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelere olan doğrudan yatırım girişlerinden aldığı pay da yüzde 1'den yüzde 5'e yükselen Türkiye gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla doğrudan yatırım çeken 5. ülke olmuştur.

Tablo 2.13: Türkiye'nin Uluslararası Doğrudan Yatırımlardan Aldığı Paylar

| | Giriş (Milyar \$) | Dünya Toplamındaki Pay (%) | Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Pay (%) | Sıralama |
|----------------|-----------------------------|---|---|-----------------|
| 1970-80 | 0,1 | 0,2 | 0,9 | - |
| 1980-90 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | - |
| 1990-00 | 0,8 | 0,2 | 0,7 | - |
| 2000 | 1,0 | 0,1 | 0,4 | 53 |

¹ YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008, s. 5

| | | | | |
|-------------|------|-----|-----|----|
| 2001 | 3,4 | 0,4 | 1,6 | 38 |
| 2002 | 1,1 | 0,2 | 0,7 | 53 |
| 2003 | 1,8 | 0,3 | 1,0 | 53 |
| 2004 | 2,9 | 0,4 | 1,0 | 38 |
| 2005 | 9,8 | 1,0 | 3,1 | 23 |
| 2006 | 20,1 | 1,5 | 5,3 | 16 |

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development 2007, New York and Geneva – 2007

2007 yılında Türkiye’de gerçekleşen toplam 180 kadar birleşme ve satın alma işleminin yarısı yabancı yatırımcılarla ilgili anlaşmalarla oluşmuştur. Anlaşmaların toplam değerinin 25 milyar doları aştığı görülürken, bu tutarın üçte ikisi uluslararası yatırımcıların taraf olduğu anlaşmalardan kaynaklanmıştır. Birleşme ve satın almalarda finans sektörü yine önemli paya sahip olmuş, 2006 yılında bankacılık sektöründeki işlemler dikkat çekerken, bu yıl sigortacılık sektöründe de önemli sayıda anlaşma gerçekleşmiştir.

Tablo 2.14: Türkiye’de Başlıca Uluslararası Birleşme Ve Satın Almalar (2007)

| Hisseleri Satın Alınan Şirket | Alıcı Şirket | Alıcı Şirketin Ülkesi | İşlem Değeri (Milyon Dolar) | Hisse Oranı (%) |
|--------------------------------------|---|------------------------------|------------------------------------|------------------------|
| Antalya Havalimanı | Fraport-IC İçtaş Holding | Almanya,Türkiye | 3.500 | 100,00 |
| Oyak Bank | ING Bank N.V. | Hollanda | 2.673 | 100,00 |
| Sabiha Gökçen Airport | GMR Insfarstructure, Limak İnş. Tic. A.Ş., Malaysia Airport | Hindistan, Türkiye, Malezya | 2.600 | 100,00 |
| Pektim | Injaz Projects, Socar&Turcas | Suudi Arabistan, | 2.040 | 51,00 |

| | | | | |
|-----------------------------------|---|-----------------|--------|--------|
| | Enerji A.Ş. | Türkiye | | |
| Finansbank | National Bank Of Greece | Yunanistan | 1.800 | 34,40 |
| İzmir Limanı | Ege İhracatçılar Birliği, Global Yatırım, Hutchison Whampoa | Türkiye, Çin | 1.300 | 100,00 |
| UN Ro-Ro | Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (KKR) | ABD | 1.240 | 87,90 |
| Türkiye Finans Katılım Bankası | National Commercial Bank | Suudi Arabistan | 1.080 | 60,00 |
| Eczacıbaşı Jenerik İlaç | Zentiva | Çek. Cum. | 610,88 | 75,00 |
| Garanti Sigorta | Eureko | Hollanda | 486 | 80,00 |

Kaynak: YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008, s. 15

Doğrudan yatırımlarda en büyük pay bankacılık sektörünün etkisiyle hizmetler sektörünün olmuştur. Hizmetler sektörü 2007 yılındaki toplam doğrudan yatırımların yüzde 63,8'ini oluşturmuştur. Diğer taraftan, kimya, gıda-tütün ve ana metal ve metalik olmayan diğer minerallere yapılan doğrudan yatırımlar sayesinde, imalat sanayine yapılan yatırımların artış eğiliminde olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim, 2006 yılında imalat sanayi yatırımları, gayrimenkul ve diğer sermaye dahil doğrudan yatırımların yüzde 9,1'ini oluştururken, bu oran 2007 yılında yüzde 19'a yükselmiştir. Yabancıların yurt içinde gayrimenkul alımları da doğrudan yatırımlarda önemli yer tutmaktadır. 2007 yılında, gayrimenkul alımları kanalıyla 3 milyar dolar tutarında doğrudan sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Tablo 2.15: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin Sektörlere Dağılımı (Milyon Dolar)

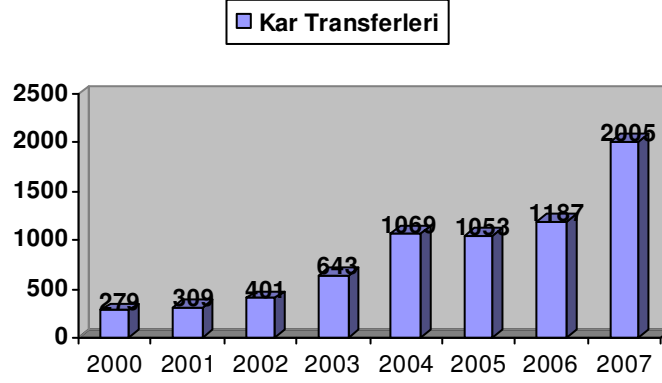
| | 2005 | 2006 | 2007 | Toplam | Pay(%) |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Tarım Sektörü | 7 | 6 | 5 | 18 | 0,0 |
| Sınai Sektörü | 832 | 2.102 | 5.095 | 8.029 | 17,7 |
| Madencilik Ve Taşocakçılığı | 40 | 122 | 341 | 503 | 1,1 |
| İmalat Sanayi | 788 | 1.868 | 4.199 | 6.855 | 15,1 |
| Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları | 4 | 112 | 555 | 671 | 1,5 |
| Hizmetler Sektörü | 7.699 | 15.537 | 14.090 | 37.326 | 82,3 |
| İnşaat | 80 | 222 | 260 | 562 | 1,2 |
| Toptan ve Perakende Ticaret | 68 | 1.167 | 181 | 1.416 | 3,1 |
| Otel ve Restoranlar (Turizm) | 42 | 23 | 26 | 91 | 0,2 |
| Haberleşme | 3.285 | 6.700 | 1.119 | 11.104 | 24,5 |
| Finansal Aracılık | 4.018 | 6.956 | 11.409 | 22.383 | 49,3 |
| Emlak Kom., Kiralama ve İşletme | 29 | 99 | 905 | 1.033 | 2,3 |
| Eğitim | 17 | 0 | 0 | 17 | 0,0 |
| Sağlık ve Sosyal Hizmetler | 74 | 265 | 178 | 517 | 1,1 |
| Diğer Top. Sosyal ve Kişisel Hiz. | 86 | 105 | 12 | 203 | 0,4 |
| Gayrimenkul | 1.841 | 2.922 | 2.952 | 7.715 | 14,5 |
| TOPLAM | 10.379 | 20.567 | 22.142 | 53.088 | 100,0 |

Kaynak: Ankara Ticaret Odası, Aylık Ekonomik Görünüm: Şubat 2008, Hazırlayan: Önder Doğan, Ankara – 2008, s. 17

Doğrudan yabancı sermayenin kompozisyonuna bakıldığında 2005-2007 yıllarını kapsayan üç yıllık dönemde gelen 53,1 milyar dolarlık sermayenin yüzde 82,3'ünü hizmetler sektörüne, yüzde 14,5'ini gayrimenkul alımına yönelik yatırımların oluşturduğu dikkat çekiyor. Madencilik, imalat sanayi ve enerjiyle tarım gibi üretken sektörler gelen yabancı sermayenin payı ise yüzde 17,7 düzeyinde kalıyor. Yabancı sermaye alt sektörler itibariyle ise ağırlıklı olarak telekomünikasyon ve finansal aracılık faaliyetlerine yönelmiş gözüküyor.

Bankacılık, sigortacılık, sermaye piyasası aracılığı, telekomünikasyon ve toptan ve perakende ticaret gibi üretken olmayan sektörlerde faaliyet göstermeyen yabancı sermayenin gelecek yıllarda gerçekleştireceği kar transferleriyle Türkiye'nin cari işlemler açığının da büyümesine yol açacağı iddia ediliyor.

Grafik 2.2: Yabancı Sermayeli Şirketlerin Kar Transferleri (Milyon Dolar)



Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008

2000'li yılların başında 300-400 milyon dolar arasında seyreden kar transferlerinin 2004 yılıyla birlikte belirgin bir şekilde arttığı gözleniyor. 2002 yılında ülkemizden yapılan kar transferleri, 401 milyon dolar düzeyindeyken, 2007 yılında 2 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Bu hem Türkiye'deki şirketlerin kriz sonrası karlılıklarının artmayı başlaması hem de daha fazla yabancı sermayeli kuruluşun kar transfer etmesine bağlanabilir. Kar transferlerinde görülen bu artış trendinin önümüzdeki yıllarda da sürmesi beklenmektedir. Buna bağlı olarak da, kar transferlerinin cari işlemler açıklarının artmasında bir etken olacağı söylenebilir.

Son yıllarda iç ve dış konjoktüre bağlı olarak çok hızlı hareket edebilen portföy yatırımlarında dalgalanmalar görülmektedir. 2005 yılında net 13.437 milyon dolarlık bir portföy yatırımı girişi olmuşken, dış konjoktürdeki gelişmeler sonucunda, 2006'da 7.373 milyon dolara ve 2007 yılında da portföy girişleri 717 milyon dolara düşmüştür.

Tablo 2.16: Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Portföy Yatırımları (Net) | 8.023 | 13.437 | 7.373 | 717 |
| Portföy Hesabı-Varlıklar | -1.388 | -1.233 | -4.029 | -2.063 |
| Portföy Hesabı-Yükümlülükler | 9.411 | 14.670 | 11.402 | 2.780 |
| Hisse Senetleri | 1.427 | 5.669 | 1.939 | 5.138 |
| Borç Senetleri | 7.894 | 9.001 | 9.463 | -2.358 |

Kaynak: TCMB EVDS verileri

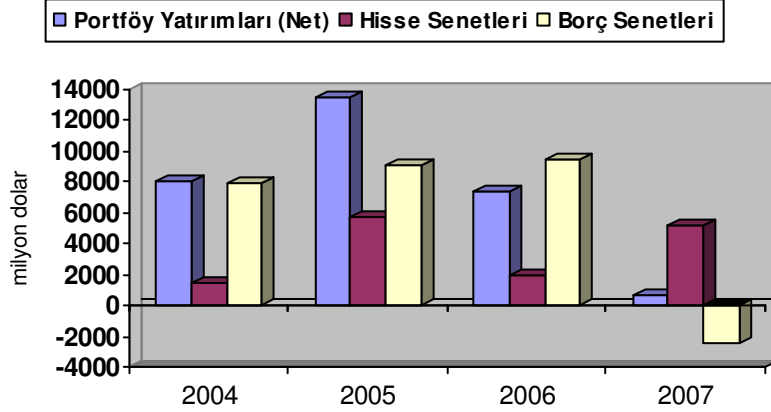
Türkiye'nin yurt dışına yaptığı portföy yatırımları geçen yıl % 48,8 oranında azalarak 2,1 milyar dolara kadar gerilerken, yabancılardan Türkiye'ye gerçekleştirdiği portföy yatırımları ise % 75,6'lık azalmayla 2,8 milyar dolara indi. Borç senetlerinde ise, 2006'daki 9.463 milyon dolarlık girişin ardından, 2007 yılında 2.358 milyon dolarlık çıkış yaşandı.

2007 yılının ilk yedi ayında portföy kaynaklı sermaye girişleri yüksek seyretmiş, ancak, Ağustos ayından itibaren uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının bozulma eğilimine girmesi sonucunda portföy kaynaklı sermaye çıkışı gözlenmiştir. Yurt dışı yerleşiklerin satışları Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) üzerinde yoğunlaşmış, hisse senedi piyasasında ise Eylül ayından sonra genellikle alım yapmışlardır. Bu gelişmeler neticesinde 2007 yılında yurt dışı yerleşikler net 3,3 milyar dolar tutarında DİBS satarken, 5,1 milyar dolar tutarında hisse senedi alımı gerçekleştirmiştir. Bu dönemde, Hazine yurt dışında 4,6 milyar dolar karşılığı tahvil ihraç ederken, 3,7 milyar dolarlık geri ödeme yapmıştır.

2007 yılının ikinci yarısında, küresel düzeyde finansal piyasalarda gözlenen dalgalanmalar, gelişmekte olan ülkelere ait yatırım araçlarına olan ilgiyi zayıflatmış ve söz konusu ülkelerle ABD tahvilleri arasındaki getiri farklarını artırmıştır. 1 Haziran 2007 tarihinde 149 baz puana gerileyen Yükselen Piyasalar Tahvil Ana Endeksi (EMBI+) yıl sonu itibarıyla 239 baz puana kadar yükselmiştir. EMBI+ endeksindeki yükseliş 2008 yılının ilk aylarında da sürmüştür. Diğer taraftan, 2006 yılında

uluslararası piyasalardaki dalgalanma sırasında EMBI+ genel endeksine kıyasla çok daha hızlı artış gösteren Türkiye'nin getiri farkı, 2007 yılında gerilemiş ve yılın son çeyreğinden itibaren genellikle EMBI+ genel endeksi ile aynı düzeylerde seyretmiştir.

Grafik 2.3: Portföy Yatırımları (Net), Hisse Senetleri ve Borç Senetleri Girişleri



Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008

Son yıllarda Türkiye'de gerçekleşen sermaye akımlarına ilişkin gelişmeler yukarıda kısaca verilmiştir. Bu gelişmeler ışığında, Türk ekonomisinin mevcut yapısı hakkında şu yorumları yapmak olurludur.

Cari işlemler açığı ekonomimizin en göze çarpan sorunudur. Kısaca cari açığın nedeni, aşırı harcama ya da yetersiz tasarruf eğilimidir. Ve dış açığın finansmanı ülke borçlarında artışa neden olur. Cari açığımız oldukça yüksek seviyelerde olduğundan; bu açığın finansmanı için yabancı kaynaklara ihtiyacımız var. Bunun için de, dış yatırımları ülkemize çekmek için yabancı yatırımcılara teşvikler veriyoruz, yatırım iklimini iyileştiriyoruz, ekonomik ve istikrarı sağlamaya çalışıyoruz ve yüksek faiz oranları belirliyoruz. 2007 yılında uluslararası konjonktürdeki ve yurtiçindeki gelişmeler sonucunda ülkemize cari işlemler açığından daha fazla oranda bir yabancı sermaye girişi yaşandı. Bu da döviz rezervlerinde bir artışa yol açtı. Bunun yanında, dövizin bol olması sonucu düşen döviz fiyatı ve değerlenen Türk Lirası ihraç mallarının maliyetleri artması ve yabancı piyasalardaki rekabet güçlerinin düşmesi sonucunda ihracatımız baskı altına alındı. İhracatımızın son yıllarda artmasının altında ise, genel olarak, ürünlerimizi dolara ve TL'ye göre değerlenen euro bölgesindeki ülkelere yapmış olmamız yatmaktadır. Aşırı değerlenen Türk Lirası, ithalatı göreceli olarak

ucuzlattığından ithalatımızda hızlı bir şekilde artmıştır ve artmaya da devam etmektedir. İthalattaki artış oranları, ihracatımızdaki artış oranlarından yüksek olduğunda; cari işlemler açığımız da yükselme eğilimindedir.

Yüksek faiz uygulamamız sonucunda ülkemizdeki sıcak para stoku rekorlar kırmıştır. Sıcak para stoğumuz 2007 sonunda 110 milyar dolar düzeylerine gelmiş. Daha sonra, ABD'deki resesyona kaygısı, küresel finans sisteminde yaşanan kriz tehdidi ve belirsizliklere, iç siyasi istikrarsızlık algısının eklenmesi sonucunda 2007 Mart sonu itibariyle 81,4 milyar dolar seviyesine inmiştir. Yabancıların mülkiyetindeki hisse senetlerinin Aralık 2007'de 70.3 milyar dolar olan değeri, 28 Mart itibariyle 47.3 milyar dolara indi. Yabancıların hisse portföyü, aynı dönemde yüzde 32.6 oranında gerilemeyle 22.9 milyar dolar değer yitirdi. Yabancı yatırımcıların toplam portföyünde yaşanan hızlı erime büyük ölçüde hisse senetlerinden kaynaklanırken, yabancıların DİBS portföyü de, üç ayda yüzde 10.6 oranında, yani 3 milyar 351 milyon dolar küçülerek 28 milyar 400 milyon dolara geriledi. Yüksek faizler sonucunda, ülkemize faiz kazancı için gelen kısa vadeli yabancı sermaye akımları dış veya iç konjonktürdeki dalgalanmalara karşı aşırı duyarlı olması nedeniyle, dış açığımızın finansmanı için uygun bir kaynak olarak görünmemektedir. Bu kısa vadeli akımlar ülkemize girdiğinde aşırı bir iyimserlik havası oluşmakta ancak çıkışında da aşırı bir kötümserlik havası gözlenmektedir.

Bu düzeyde bir sıcak para stoğuna ulaşmasının en büyük nedeni de, yukarıda belirtildiği üzere, yüksek reel faizlerdir. T.C. Merkez Bankası'nın Eylül 2007 itibariyle uyguladığı % 17.25'lik faiz oranı; dünya da merkez bankalarının uyguladığı en yüksek gecelik faiz oranıdır¹. Türkiye bu faiz oranıyla, "düşük faizli piyasalardan borçlanıp, yüksek faiz veren piyasalarda değerlendiren" carry trade'cilerin yatırımlarında üst düzeylerde yer almaktadır.

Tablo 2.17: Merkez Bankası Gecelik Faiz Oranları (2007)

| | |
|-------------------|---------|
| Türkiye | % 17,25 |
| Brezilya | % 11,25 |
| Hindistan | % 7,75 |
| Macaristan | % 7,75 |

¹ Milliyet Ekonomi Servisi, "En Yüksek Faiz Türkiye'de...", ANKA Haber Ajansı, Ankara – 18.09.2007

| | |
|------------------|--------|
| Çin | % 7,02 |
| Fransa | % 4,00 |
| Kanada | % 4,50 |
| İsviçre | % 2,75 |
| Japonya | % 0,50 |
| İngiltere | % 5,75 |
| FED | % 5,25 |
| Avrupa MB | % 4,00 |
| Çek Cum. | % 3,25 |
| Mısır | % 8,75 |

Mahfi Eğilmez¹ bir makalesinde, yukarıdaki faiz oranlarını ile IMF'in o ülkelerde bir yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerini karşılaştırıp reel faiz oranlarına ulaşmıştır. Aşağıda verilen ve reel faiz oranlarını gösteren tablo incelendiğinde faiz kazancı elde etmek isteyen yabancı yatırımcıların neden ülkemizi tercih ettikleri daha rahat anlaşılabilir.

Tablo 2.18: Bazı Ülkelerin Reel Faiz Oranları (%) (2007)

| Ülke | Faiz Oranı | Enflasyon | Reel Faiz Oranı |
|-------------------|------------|-----------|-----------------|
| Türkiye | 17,25 | 7,2 | 10,0 |
| İngiltere | 5,75 | 2,3 | 3,4 |
| Fransa | 4,00 | 1,8 | 2,2 |
| Japonya | 0,50 | 0,3 | 0,2 |
| Çin | 7,00 | 2,0 | 4,9 |
| Brezilya | 11,25 | 4,0 | 7,2 |
| Macaristan | 7,75 | 4,0 | 3,6 |
| ABD | 4,75 | 2,2 | 2,5 |

Kaynak: Mahfi EĞİLMEZ, “Reel Faiz Niçin Yüksek?”, Radikal Gazetesi, 23.09.2007

¹ Mahfi EĞİLMEZ, “Reel Faiz Niçin Yüksek?”, Radikal Gazetesi, 23.09.2007

Son yıllarda ülkemizden dışarıya giden doğrudan yatırımlarda da dikkat çeken gelişmeler gözlenmektedir. Bu yatırımlar 2007 yılında ciddi bir artış göstermiştir. Türkiye’den dışarıya giden doğrudan yatırımlar 1980-1998 döneminde 968 milyon dolardı. 1998 yılında bu akış 367 milyon dolar, 2001’de 870 milyon dolar, 2006’da 934 milyon dolar olmuştur. Bu akımlar 2007 yılında ise hızlı bir artış göstermiş ve 2 milyar doların üstüne çıkmıştır.

Tablo 2.19: Yurtdışına Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)

| | |
|------|------|
| 1998 | 367 |
| 1999 | 645 |
| 2000 | 497 |
| 2001 | 870 |
| 2002 | 175 |
| 2003 | 499 |
| 2004 | 859 |
| 2005 | 1078 |
| 2006 | 934 |
| 2007 | 2078 |

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, Washington DC – 2007

Yukarıdaki tablo 2.19’de görülen yurtdışına yatırım akışı, Türk firmaların büyümesine veya sermayenin daha ekonomik ya da verimli koşullarda üretim yapabilmesi için istediği ülkede yatırım yapabilme imkanına sahip olmasından kaynaklanabilir. Fakat, dış finansman ihtiyacımız nedeniyle yatırımları ülkemize çekmek istediğimiz bir dönemde, yerli sermayeye de sahip çıkıp ülkemizde yatırım yapmasını teşvik edecek yatırım ortamını oluşturmalıyız.

Türkiye’de 2007 yılında gerçekleşen 21,9 milyar dolarlık doğrudan yatırım girişiyle, yabancılar yabancı sermayeli 3051 şirket veya şube kurdu. Yabancı şirketler 651 yerli şirkete ortak oldu. Büyük bölümü özelleştirmeler kapsamında satın almalar, şirket evlilikleri ve gayrimenkul satışları yoluyla gerçekleşti. Bu girişlerin 2.952 milyar

doları yabancı sermayenin aldığı gayrimenkul satışlarıydı. 2007 yılı toplam girişinin, 11 milyar 409 milyon doları mali aracı kuruluşlardan (bankalar, finans kuruluşları) kaynaklandı. 2007 yılında nakit sermaye girişinin yüzde 66.2'si AB ülkelerinden geldi. 2007 yılı sonu itibariyle Türkiye'de yabancılar tarafından 14 bin 943 adet uluslararası sermayeli şirket ve şube kurulmuş oldu. Yabancılar 3 bin 365 yerli şirkete iştirak etti. Böylece toplamda 18 bin 308 uluslararası sermayeli şirkete ulaşıldı.

Tablo 2.20: Uluslararası sermayeli Firmaların Sayısının Ülkelere Göre Dağılımı

| | 1954-2007 Birikimli |
|---|--------------------------------|
| AB Ülkeleri (27) | 10.720 |
| Almanya | 3.125 |
| Hollanda | 1.419 |
| İngiltere | 1.831 |
| Diğer AB Ülkeleri | 4.345 |
| Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç) | 1.691 |
| Afrika Ülkeleri | 309 |
| Kuzey Amerika | 954 |
| ABD | 834 |
| Kanada | 120 |
| Orta ve G. Amerika, Karayipler | 105 |
| Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri | 3.072 |
| Azerbaycan | 453 |
| Irak | 511 |
| İran | 910 |
| Diğer | 1.198 |
| Diğer Asya | 1.230 |
| Çin Halk Cumhuriyeti | 300 |
| Güney Kore Cumhuriyeti | 134 |
| Diğer | 796 |

| | |
|----------------------|---------------|
| Diğer Ülkeler | 227 |
| TOPLAM | 18.308 |

Kaynak: Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni: Şubat 2008, T.C. Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Ankara – 2008, s. 7

Tablo 2.20’de görülebileceği üzere, 18 bin 308 uluslararası sermayeli firmanın ülke gruplarına göre dağılımına bakıldığında ise AB ülkeleri ortaklı girişim sayısının 10 bin 720 ile birinci sırada yer alıyor. Bu grupta Almanya 3 bin 125 firma ile birinci sırada. Almanya’yı İngiltere (1.831 adet) ve Hollanda (1.419 adet) izliyor.

Toplam yabancı sermaye girişinden, gayrimenkul ve birleşme - satın alma amaçlı girişin toplamı düşüldüğünde, geriye sıfırdan yatırım (greenfield) amaçlı giriş rakamı elde edilebilir. “Greenfield” olarak adlandırılan yeni/sıfırdan yatırımlarda 2007 yılında uluslararası doğrudan yeni yatırım tutarı % 5,1 artışla 947 milyar dolara ulaşmıştır. ABD tüm bu yatırımların yüzde 25’inin kaynağı olarak başlıca yatırımcı ülke olmaya devam etmiştir. Dünya çapında 2007 yılındaki toplam 11.574 projeden, toplam 90 milyar dolar değerindeki 1.171 projeyi Çin çekerken, ABD 783 proje ile, Hindistan (önceki yıl ikinci sırada idi) 676 proje ile takip eden ülkeler olmuştur. Türkiye ise, yeni yatırım projeleri açısından, 2006 yılı itibari ile 84 proje ile 37. sırada yer almaktadır.¹ YASED’in tahminlerine göre sıfırdan yatırıma gelen yabancı sermaye toplamın % 7-8’i civarındadır. Buna göre, greenfield yatırımları 1,5 milyar dolar gibi düşük bir düzeyde kalıyor. İstihdam artışı sağlayan sıfırdan yatırımların, daha yüksek düzeylere çıkması ülkemiz açısından istenen ve teşvik edilmesi gereken bir durum olarak karşımıza çıkıyor.

II- SERMAYE AKIMLARININ MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri, genel olarak, ülke ekonomileri üzerinde reel etkiler ve finansal etkiler olmak üzere iki etkiye sahiptir. Reel etkiler, ulusal ekonomilerin sahip olduğu kaynakların üzerinde bir kaynak kullanımını ifade eder. Sermaye girişleri, ekonomideki yatırımları arttırarak büyüme oranlarını yükseltir ve

¹ UNCTAD, World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development 2007, New York and Geneva – 2007

ekonomik refahta artış sağlanabilir. Uluslararası sermayenin finansal etkileri ise menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatlarının aşırı derecede yükselmesi şeklinde ortaya çıkar.¹

Sermaye hareketlerinin büyük kısmı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ve portföy yatırımlarından oluşur. Bu yabancı yatırımlar, giriş yapılan ülke ekonomisi açısından ulusal kalkınmaya ve sermaye piyasalarının gelişmesine büyük katkı sağlar. Fakat, bununla birlikte, ülkelerin ekonomik dengeleri açısından da bazı riskler oluşturabilir. Bu riskler genellikle enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin kötüleşmesi ve menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesi benzeri sorunlardır. Risklerdeki artışlar ve finansal piyasaların etkinsizliği spekülative kazanç ortamların oluşmasına neden olur. Bu spekülative ortamların oluşmasında rol oynayan asimetrik bilgi problemi, ülke finansal piyasalarının etkin işlemlerini engellemiş ve finansal piyasalarına, ters seçim (adverse selection), ahlaki riziko (moral hazard) ve sürü psikolojisi (herding behavior) sorunlarıyla karşılaşmalarına yol açmıştır.

Sermaye akımları sonucu ülkelerin karşılaştıkları riskleri biraz açmak gerekirse; ters seçim sorunu, ekonomik faaliyet öncesindeki bilgi eksikliğinden kaynaklanır. Finansal piyasalarda kreditorler, borçluların güvenilirliği ve kredinin verildiği projenin kalitesi hakkında tam bilgiye sahip değildirler. Kredi isteyen müşterilere ortalama bir faiz ile kredi verilir. Bu faiz oranı, riskli müşteriler için düşük bir orandır. Ahlaki riziko sorunu, ekonomik faaliyet sonrasında taraflardan birinin davranış değişikliğine gitmesinden kaynaklanır. Finansal piyasalarda kredi alan müşterinin, krediyi aldıktan sonra davranışlarında değişikliklerin başlaması, finansal piyasalarda risklerin artmasına yol açar. Kredi talep eden kişi, kredi almadan önce riskini azaltma yönünde özen gösterirken, krediyi aldıktan sonra bu özeni göstermeme, hatta riskini arttırıcı davranış içerisine girme eğilimi göstermesi sonucu ahlaki riziko sorunu ortaya çıkar. Sürü psikolojisi ise, tarafların yetersiz bilgiye sahip olmaları durumunda, bir tarafın karşı tarafın yapmış olduğu doğru ve tam bir bilgiden kaynaklanan bir davranış olduğu düşüncesine kapılarak kabul etmesi ve aynı davranışta bulunmasıdır. Bu şekilde yapılan toplu bir hareket ise akılcı olamayan kararların alınmasına neden olur.²

¹ Taner BERKSOY, Burak SALTOĞLU, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1998 – 58, İstanbul – 1998, s. 34

² IMF, “Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues,” Economic Issues, No: 17, 1999, s. 5

Ulusal ekonomiye akan uluslararası sermaye akımları, yatırım yapılan ülke ekonomisinde bir takım riskler oluşturur. Bu riskler, zayıf finansal sistem ve tutarsız makro ekonomik politika uygulamaları ile birleşince daha dikkat çekici bir durum oluşturur. Yoğun sermaye girişleri ev sahibi ülke ekonomisinde döviz kuru istikrarını bozucu, ihracat sektörünün rekabet gücünü azaltıcı, para politikası uygulamalarının etkinliğini düşürücü bir takım etkiler doğurur. Ekonomiye sermaye girişleri, yurtiçindeki likidite yetersizliğini azaltarak; yurtiçi harcamaları yükseltir. Kamu ve özel sektördeki harcama artışları yeni fiyat dengeleri oluşturarak, ekonomideki nispi fiyatları değiştirir. Fiyatlardaki bu yapısal değişimin ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamak için üretilen malları, dış ticarete konu olan ve olmayan mallar olarak iki grupta değerlendiririz. Sermaye girişleri, toplam talepte bir artış yaratarak dış ticarete konu olan ve olmayan malların fiyatlarını yükseltir. Dış ticarete konu olan malların fiyatlarındaki artış ticaret dengesi açığına neden olarak döviz kurunda bir artış meydana getirir ve iki mal grubu arasındaki fiyatları dış ticarete konu olan mallara aleyhine değiştirir. Dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarının bu şekilde nispeten düşük kalması bu mallara karşı talebi arttırarak; üretim faktörlerinin daha çok bu mallar için istihdam edilmesine yol açar. Buna bağlı olarak, dış ticarete konu olmayan malların fiyatları yükselir ve ekonomideki kaynak dağılımı bozulur. Dış ticarete konu olmayan malların toplam üretim içindeki payının bu şekilde artması ülkenin cari işlemler dengesindeki açığın büyümesine neden olur.¹

Ülkeye giren sermaye akımlarının hangi alanlarda kullanılıp kullanılmadığı, sermayenin etkinliğini etkiler. Örneğin, sermayenin büyük miktarlarda rezerv artışında kullanılmasının maliyeti, merkez bankasının bu rezervlerde elde edeceği getiriyi aşar. Çünkü bu rezervlerin maliyeti, dış dünyadaki kredi faizlerine, getirisi ise dış dünyadaki mevduat faizlerine eşittir. Merkez bankası, ülkeye giren dövizleri toplarken piyasaya yerli para sürer ve bu da ekonomide istikrarsızlıklara yol açabilir. Sermaye girişlerinin yol açabileceği istikrarsızlıkları önlemek için para otoritesi sterilizasyon politikaları uygular. Bu politikaların başarısı, para otoritesinin sterilizasyon kapasitesi ve becerisine bağlıdır.² Sermaye girişlerinin neden olduğu parasal genişlemenin etkilerini ortadan

¹ V. CORBO, L. HERNANDEZ, Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style Versus East Asian Style, World Bank Research Observer, s.3

<http://ideas.repec.org/p/wbk/wbps/1377.html>

² Taner BERKSOY, Burak SAKTOĞLU, a.g.e., s. 37

kaldırmak için uygulanan açık piyasa işlemleri, faiz hadlerinin yükselmesine yol açarak devletin borçlanma maliyetini arttırır. Faiz oranlarındaki artış ise, ülkeye daha çok kısa vadeli sermaye akımlarının girmesine neden olur.

Uluslararası konjonktürdeki değişimler veya ülkedeki risk algılamasının değişmesi sonucu gerçekleşen ülkeden sermaye çıkışları, uluslar ekonomiler üzerinde çok farklı etkiler yaratır. Kendilerini güvende hissetmeyen yatırımcıların ellerindeki varlıkları yabancı para cinsinden varlıklara dönüştürüp yurtdışına çıkarması, sermaye kaçışını başlatarak yabancı paralara olan talebi arttırır ve ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki istikrarı bozulur. Para otoritelerinin döviz kuru istikrarını sağlamaya çalışmaları sonucunda döviz rezervleri erimeye başlar. Rezervleri azalan merkez bankası, ulusal para biriminin değerini düşürmek zorunda kalır. Yapılan devalüasyon dış borç stoğunun artmasına neden olur. Uzun süreli sermaye çıkışları sonucunda, yatırımların finansmanında kullanılan fonların miktarının azalmasıyla birlikte maliyetleri de artar. Bunun sonucunda büyüme oranları yavaşlar. Sermaye çıkışları, vergi tabanını ve dolayısıyla vergi gelirlerini azaltarak kamunun bütçe açığını arttırır. Bu durumdan çıkılması için hükümet ya yeniden borçlanmaya gidecektir ya da vergilerin arttırılmasıyla kamu gelirlerinde artış sağlamak isteyecektir. Dış borçlanma dış borcun yüksek marjinal maliyetinden, vergi artışı ise vergilendirilebilir gelirin azlığından dolayı tercih edilmek istenmezler. Bu politikalara alternatif olarak, bir de enflasyonist finansman politikası uygulanabilir.¹

A- MİLLİ GELİR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı sermaye ülke içinde üretim yaptığından yatırım yapılan ülkenin milli gelirine katkısı bulunmaktadır. Bu üretim artışı ülkenin GSMH'na dahildir. Fakat, yabancı sermayenin üretim yapmak için kullandığı girdileri kendisinin üretip üretmediği, milli gelirdeki artış oranını bulabilmemiz için önemlidir. Eğer ithal edilen girdiler varsa bunlar ülkenin GSMH'nda yer almaz. Buna bağlı olarak da, yabancı sermayenin milli gelir açısından ülke ekonomisine net katkısı, yabancı yatırımların

¹ Oğuz ESEN, "Gelişmekte Olan Ülkelerden Sermaye Kaçışı: Ölçülmesi, Nedenleri ve Sonuçları," Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 5, İstanbul – 1990, s. 41

yaptığı üretimden, üretimi gerçekleştirmek kullanılan girdilerin çıkarılmasıyla bulunur. Net katkı cebirsel olarak şu şekilde gösterilebilir.¹

$$K = H - G$$

Bu eşitlikte, H hasılayı, G ise girdiyi göstermektedir. Bu eşitlik, yabancı sermaye tarafından ülkenin girdi hasılasına yapılan net katma değeri ifade etmektedir. Net katma değer, üretim faktörleri toplamına ödenen miktarlar ile üretimi yapan şirketin kendi ülkesine transfer ettiği girişimcilik hizmetleri karşılığını içermektedir.

$$K = H - G = F + R$$

Burada;

F: Faktörlere ödenen ücret, faiz, rant, kar

R: Girişimcilik hizmetleri karşılığı transfer edilen miktarı göstermektedir.

Fakat bu eşitlik, yabancı sermaye tarafından kullanılan yerli üretim faktörlerinin alternatif maliyetlerini kapsamamaktadır. Bu faktörler yabancı sermaye tarafından kullanılsaydı, yerli firmalar tarafından kullanılarak da milli gelir artışına katkıdan bulunabilirlerdi. Fakat yabancı sermaye, üretim faktörlerini atıl bir şekilde üretime katkı da bulunmazken kullandıysa, o zaman bu öğelerin fırsat maliyetleri sıfır olacaktı. Bu üretim faktörlerinin fırsat maliyetlerinin sıfır olduğu durumun dışında, yabancı sermaye tarafından diğer şirketlerden sağlanan üretim faktörlerinin fırsat maliyetleri ile yerli üretim faktörlerinin fırsat maliyetlerinin de hesaplanması gerekir. Yerli üretim faktörlerinin fırsat maliyetleri N ile gösterilirse formül;

$$K = (F + R) - N$$

Şeklini alır. Buraya kadar oluşturduğumuz eşitliklerde yabancı sermayenin ülke üretimine yaptığı doğrudan katkıları göstermiş olduk. Bu doğrudan katkıların dışında, yabancı yatırımların ülke ekonomisine dolaylı katkıları da vardır. Bu dolaylı katkılar dışsal ekonomiler ve negatif dışsal ekonomilerdir. Fakat ekonomi üzerindeki etkilerini hesaplamak için net dışsal ekonomileri (dışsal ekonomiler-negatif dışsal ekonomiler) dikkate alacağız. Net dışsal ekonomileri de L ile gösterirsek; eşitliğimizin şu şekli alır.

$$K = (F + R) - N + L$$

¹ Rıdvan KARLUK, Uluslararası Ekonomi, Turhan Kitabevi, Ankara – 2002, s. 315

Ve net katkı eşitliğimize son şeklini vermek için, yabancı sermayenin net geliri üzerinden yatırımın yapılmış olduğu ülkeye ödediği vergileri (V) eklemek gerekir. Bu yüzden, yabancı sermayenin gelir vergisini ödedikten sonra kalan geliri R* ile gösterirsek;

$$K = (F + R^* + V) - N + L$$

Eşitliğimiz son halini almış olur. Yabancı sermayenin milli gelir üzerindeki net katkısını formüle ettikten sonra maliyetleri de gösterebiliriz. Yabancı yatırımların yatırım yapılan ülkeye maliyeti (E) ise yabancı üretim faktörlerine yapılan ödemeler, ülke dışına ödenen personel ve yönetim ücretleri, lisans, patent hakkı, kar veya faiz gelir transferlerinin toplamıdır. Yabancı sermayenin yatırım yaptığı ekonomiye yaptığı net katkıyı, o ekonomiye olan maliyetine böldüğümüzde Net Fayda / Maliyet Oranını elde etmiş oluruz.¹

$$\text{Net Fayda / Maliyet Oranı} = (F + R^* + V) - V + L / E$$

Bu oran birden büyük olursa, yabancı sermayenin yatırım yaptığı ekonomiye katkısı kendi maliyetinden büyük olur. Fakat bu oran birden küçük olursa, yabancı sermayenin ülke ekonomisine katkıda bulunmadığı gösterir.²

Ayrıca ülkeye giren sermaye akımları yerel paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına neden olarak döviz cinsinden ölçülen ekonomik göstergeler üzerinde reel olmayan olumlu etkiler yaratmaktadır. Yine aşırı değerlenen yerel para, ithalatı görece olarak ucuzlatarak ithalat artışına yol açmakta ve yukarıdaki açıklamalar ışığında ülke üretiminde artışa neden olmaktadır. Bu artış özellikle hammadde ve yarı mamul madde ithalatı sonucu yurtiçinde katma değer yaratarak sağlanır. Ve tüm bu gelişmelerin yanında, ülkelerin uluslararası ekonomiye sıkı sıkıya bağlı olması ve diğer ülkelerle karşılaştırma kolaylığı sağlaması yüzünden dövize (özellikle Amerikan Doları) çevrilerek hesaplanan milli gelir rakamlarında reel üretim artışına dayanmayan olumlu etkiler gözlenmektedir.

¹ Güngör URAS, a.g.e., s. 63

² Rıdvan KARLUK, a.g.e., s. 317

B- ÖDEMELER DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı sermaye yatırımları ödemeler dengesi çok farklı şekillerde etkilemektedir. Ülkeye yatırım için gelen yabancı sermayenin ürettiği mal ve hizmetlerin ihracı veya ithal ikamesi ödemeler dengesi üzerinde olumlu bir etki yaratırken; yabancı sermayenin üretimde kullandığı ithal malı girdiler, yabancı üretim faktörlerine ödemiş olduğu faktör gelirleri, lisans ve kar transferleri ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkilere neden olur.¹

Yabancı yatırımların ödemeler dengesi ülke ekonomisine etkilerini genel olarak iki grupta toplayabiliriz. Yatırım yapılan ülke açısından yabancı yatırımların ilk etkisi finansal akım etkisidir. Buna göre, yatırım yapılan ülkeye bir sermaye girişi gerçekleşirken, aynı zamanda yatırımcı ülke firmalarına bağlı şubelerin elde ettikleri geliri yeniden yatırıma dönüştürebilir. Sermaye girişleri, yatırım yapılan ülkenin ödemeler dengesine gelir olarak kaydedilir. Ancak, yabancı firmanın üretimi sonucu elde edilen gelir ev sahibi ülkeye geri döndüğünde ödemeler dengesi olumsuz şekilde etkilenir. Bu geri dönüşün etkisi, yatırımların geri dönüş oranına ve geri giden kazançların payına bağlıdır. Ticari akım etkisi ise, yatırım yapan ülke ve bağlı şirketler arasında ticari ilişkiler kurulmasına denilir. Yatırım yapan ülkedeki ana şirket, bağlı şirketlerinden parça, hammadde veya tamamlanmış mallar satın aldığı anda ülkenin ticaret hacminde ve ihracatında bir artış sağlanmış olur.

Yukarıda kısaca anlattığımız etkileri matematiksel bir eşitlik olarak şu şekilde gösterebiliriz.

K : Yabancı Sermaye Girişi

X : Yabancı Sermayeli Firmanın İhracatı

S : İthal İkamesi

R** : Kar Transferleri

F* : Dış Faktörlere Yapılan Ödemeler

M : Firmanın Kullandığı İthal Malı Girdi

M* : Yüksek Gelir Grupları Tarafından Uyarılmış İthalat

¹ Rıdvan KARLUK, a.g.e., s. 318

D : Yabancı Sermaye Payının Geriye Transferi olarak gösterildiğinde;

Ödemeler Dengesine Katkı: $K + X + S$ ve

Ödemeler Dengesinde Maliyet: $(R^{**} + F^*) + (M + M^*) + D$ olarak gösterilir. Bu iki eşitlik yardımıyla ise yabancı sermayenin ülke ekonomisine Net Fayda / Maliyet Oranı aşağıdaki gibidir.¹

$$\frac{K + X + S}{(R^{**} + F^*) + (M + M^*) + D}$$

Net Fayda / Maliyet Oranı sıfır ise, yabancı sermayenin ödemeler dengesine olumlu bir katkı yapmadığı söylenebilir. Ve bu oran eksi bir değer alırsa, yabancı sermayenin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu gösterir.

Yabancı sermayenin ödemeler dengesine olumlu katkıları, yabancı sermayeli şirketlerin ihracat olanaklarının fazla olmasına bağlıdır. Yani yabancı sermayeli şirketler, uluslararası piyasalardaki etkinlikleri ile ülke ihracatının artmasını sağlamaktadırlar. Böylelikle, ödemeler dengesi üzerinde kar transferinden doğan olumsuzluğun etkilerini azaltmaktadırlar.²

C- İSTİHDAM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarının başında yüksek oranlardaki işsizlik gelmektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının yatırımı alan ülke ekonomisi açısından yaratacağı istihdam büyük önem taşır. Bu etkiyi araştırabilmek için yabancı sermayenin geliş şeklinin ve üretim yaptığı sektörün bilinmesi gerekir. Örneğin, yabancı bir şirket mevcut bir yerli şirketle birleşerek veya yerli şirketi tamamen satın alarak geliyorsa ilave bir istihdam yaratması söz konusu olmaz. Ancak yabancı sermaye, daha önce yatırım yapılmamış ve altyapı olanaklarının gelişmemiş olduğu bir sektörde yatırım yapıyorsa (greenfield), bu tür yatırımların istihdama katkısı çok daha fazla olacaktır. Bu tür istihdam artışlarında, yabancı sermayeli firmanın yerel üreticilerle doğrudan rekabet etmemesi durumunda en yüksek katkı sağlanır. Yeni yatırım

¹ Güngör URAS, a.g.e., s. 67

² Ünal BOZKURT, Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi, YASED Yayınları, No: 20, İstanbul – 1985, s. 9

alanlarında yabancı yatırımların artması sonucunda yatırımlar sayesinde gelişen altyapı diğer firmaların da üretimlerini etkileyerek dışsallıklar sayesinde istihdam da artış yaratır. Yabancı sermayenin istihdam yaratması açısından bir başka değerlendirme de gelen üretim teknolojisinin emek-yoğun teknoloji mi, yoksa sermaye-yoğun teknoloji mi, olduğuna göre değişmektedir. Sermaye-yoğun teknoloji kullanımında istihdam yaratma etkisi daha sınırlı kalmaktadır.¹

Yabancı sermayenin istihdam üzerindeki etkilerini genel olarak ikiye ayırabiliriz. Bunlardan ilki dolaysız etkilerdir. Yabancı sermayenin üretim yaptığı teknolojinin yapısı istihdam üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Teknolojik yapı, üretimin gerçekleştirildiği ülkedeki faktör fiyatlarını, teknolojinin yapısını, esnekliğini ve rekabet ortamını etkilemektedir. Yabancı firma üretim için uluslararası rekabetin getirdiği en modern ve en verimli teknolojiyi seçecektir. İstihdam üzerindeki diğer bir doğrudan etki ise yatırımın yapılacağı yerle ilgilidir. Yoğun bir sanayi bölgesindeki yatırım, işgücü azlığından dolayı birim sermaye başına daha az istihdam yaratabilir. Buna karşın, yatırımların az olduğu bir bölgeye yapılan yatırım daha fazla istihdam yaratma etkisine sahiptir. Bu doğrudan etkilerin yanında bir de dolaysız etkiler vardır. Yabancı sermayenin ürettiği mallar yerli endüstrilerde girdi olarak kullanılması ve diğer taraftan üretim için gerekli olan girdiler yerli endüstrilerden sağlanması istihdam üzerinde dolaylı etkiler yaratmaktadır.²

Bununla birlikte, küresel alanda birçok şirket diğer ülkelerde yatırım yaparken kendi amaçları doğrultusunda hareket etmektedirler. Bir ülkede yatırımda bulunana şirketler, üretim yaptıkları sektörlerdeki şirketlere ortak olarak veya onları satın alarak yönetimlerini ele geçirmektedirler. Bu şekilde bir politika uygulayan yabancı sermayenin istihdam üzerinde olumlu bir etki yaratacağı söylenemez.

Yabancı sermayeli şirket, üretim yaptığı sektördeki yerel firmalar üzerinde de istihdam açısından etkilere sahiptir. Yabancı sermayenin yerel firmalar üzerindeki olumlu etkileri, yerli şirketlerin daha etkin olmaya çalışmaları, teknik bilgi düzeylerini ve yönetim tekniklerinin geliştirmeleridir. Olumsuz etkileri ise, yerli şirketler yabancı sermayenin rekabeti sonucunda piyasa dışında kalabilirler. Uluslararası düzeyde bir

¹ Muhammet AKDİŞ, Dünya'da ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, YASED Yayınları, İstanbul – 1988, s. 104

² Naci GÜNDOĞAN, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerindeki Etkileri, Hazine Dergisi, Ocak-Nisan, Ankara – 2002, s. 21

rekabet gücüne sahip olan yabancı sermaye üretim yaptığı sektördeki rekabet gücü düşük olan yerli firmaların üretimlerini durdurmalarına neden olabilir.¹

Genel olarak yabancı sermaye yatırımlarının yatırım yapılan ülkenin istihdamında olumlu bir etki yaratabilmesi için yatırımların, yerli sermaye ile bütünlük sağlanacak şekilde yapılması, işgücü kalitesini artırması ve emek-yoğun teknolojilere sahip olması gerekir.

D- TEKNOLOJİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üretimlerini arttırabilmek ve uluslararası piyasalarda rekabet gücü olan mallar üretebilmek için yeni teknolojilere ihtiyaç duyarlar. Fakat kendileri yeni teknoloji üretemeyen bu ülkeler teknoloji ithal ederler. Yani teknoloji “dışsal” bir faktördür. Dolayısıyla yabancı sermayenin ülkeye yatırım yaparak getirdiği teknoloji zaten ülkenin ithal etmesi gereken bir teknoloji ise ülke ekonomisine ek bir fayda sağlamayacaktır.²

Teknoloji, yeni bir mal veya hizmet üretimine ya da imalat metotlarının bulunmasına, geliştirilmesine veya pratik sorunların çözümüne yönelik uygulamalı teknik bilgiler bütünü olarak tanımlanabilir. Teknoloji fiziksel bir kavram olmadığından transferi oldukça değişik, zaman alıcı ve eğitim gerektiren bir uygulamadır.³ Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ileri teknolojiye dayalı yatırımlara, üretim ve sanayi tesislerine büyük bir gereksinimleri vardır. Bu ülkelere yatırım yapan uluslararası sermaye, yatırım yaptığı ülkenin yetersiz olan sermaye açığını kapatmanın yanı sıra ülkeye yeni teknolojiler ve bilgi birikimi getirerek ülkenin ihracat imkanlarını geliştirebilmektedir. Böylelikle o ülkedeki iş idaresi ve yönetim anlayışlarını değiştirmektedir. Gelişmiş ülkeler açısından ise, patent ve bilgi transferlerinde yaşanan kısıtlama ve engellemeler nedeni ile ileri teknoloji ürünlerinin bizzat bu teknolojilere sahip olan kurumlarca getirilip ülkenin üretiminde kullanılması önem arz etmektedir.

¹ Faruk CÖMERT(a), “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 2000, s. 12

² Gülten KAZGAN, Ekonomide Dışa Açık Büyüme, İstanbul Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul – 1988, s. 50

³ Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 615

Gelişmekte olan ülkelerin yanında gelişmiş ülkeler de, ileri teknoloji transferi için yabancı yatırımlara gerek duymaktadırlar.¹

Günümüzde teknoloji üretiminin çoğu, gelişmiş ülkelerde üretim yapan çok uluslu şirketlerce geliştirilmektedir. Bu şirketler, güçlü finansal yapıları sonucunda araştırma-geliştirme harcamalarına büyük fonlar ayırabilmektedirler. Bu yüzden çok uluslu şirketler, hem teknolojinin bulunmasında hem de teknoloji transferi açısından büyük öneme sahiptirler. Gelişmekte olan ülkelerin, ileri sanayi ülkelerinin ve çok uluslu şirketlerin kullandıkları üretim tekniklerine ulaşmaları için iki yöntem vardır.

- Teknik bilgi, lisans anlaşmaları, teknik yayımlar, resmi teknik yardım programları ve diğer haberleşme araçları ile transfer edilebilir. Ama bu transferler beraberinde bazı sınırlamalara neden olabildiğinden tercih edilmemektedir.
- Teknoloji transferinin diğer bir yolu, yabancı sermayeli şirketler tarafından yapılan doğrudan yatırımlar ile yatırımı alan ülkeye getirilmesidir.² Bu diğer transfer şekline nazaran yatırım yapılan ülke açısından daha çok tercih edilen bir yöntemdir.

Teknoloji transferinin en yaygın yollarından biri, yerel işgücünün çok uluslu şirketlerde çalışarak yeni üretim tekniklerini öğrenmesi ve daha sonra bu teknikleri yerel firmalara aktarmasıdır.³ Böylelikle vasıfsız olan işgücünün eğitilmesi ve yönetim becerisi kazandırılması sağlanabilir.

E- TASARRUF VE YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Büyümenin ve kişi başına milli gelirin artması için ekonomide üretim artışı yaşanması gerekir. Bu üretim artışı ise yatırımlarda artış sağlanarak üretim kapasitesinin artırılmasıyla mümkün olur. Yatırımlardaki artış yurtiçi tasarrufların bir kısmının tüketilmeyerek yatırımlara ayrılmasıyla oluşur. Az gelişmiş ve gelişmekte olan

¹ Faruk CÖMERT(b), “Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği,” Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 1998, s. 5

² Rıdvan KARLUK, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İTO Ekonomik Yayınlar Dizisi, No: 13, İstanbul – 1983, s. 13

³ Magnus BLOMSTROM, Ari KOKKO, “Human Capital and Inward Capital”, CEPR-Working Paper: 167, 2003, s. 8

ülkelerde kişi başına düşen milli gelir rakamları düşük olması nedeniyle kişilerin gelirlerinin büyük kısmı zorunlu tüketim harcamalarına gitmekte ve tasarruflara buna bağlı olarak da yatırımlara ayrılan pay düşmektedir. Bunun yanında sanayileşme için yeni teknolojiye ve sermayeye ihtiyaç vardır. Bu yüzden, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler sermaye açıklarını finanse etmek için yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar.¹

Yurtiçi tasarruflardaki artış özel ve kamu tasarruflarındaki artışlarla sağlanabilir. Yukarıda değindiğimiz üzere, gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelir düşük olması nedeniyle marjinal tasarruf eğilimi de düşüktür. Bu nedenle artan gelir, artan nüfus tarafından emilmekte ve tasarruflar önemli miktarda artmamaktadır. Kamu tasarrufları, hızlı nüfus artışı, eğitim, sağlık, tarım ve savunma harcamalarının artması ve vergi gelirlerinin vergi kaçakçılığı nedeniyle arttırılamaması sonucu yeterli düzeye ulaşmamaktadır.²

Yabancı yatırımlar, ülkedeki yatırımlar için gerekli sermaye düzeyini arttırıp, döviz yokluğu ve tasarruf yetersizliği gibi kalkınmanın önündeki darboğazları azaltmaktadır. Böylelikle ülkede yetersiz olan sermaye oluşumuna katkı sağlamaktadır.

III- SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Türkiye 1989 yılında, IMF'nin önerdiği finansal serbestlik politikasını benimsedi ve 1990 yılından sonra dünyadaki konjonktür sonucu hızlı bir şekilde artan sermaye hareketleriyle etkileşimi arttı. Bu gelişme sonucunda, diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde, Türkiye'de de aşırı bir spekülasyon sermaye girişi yaşandı. Bu aşırı spekülasyon sermaye girişinden etkilenen tüm gelişmekte olan ülkelerde, ülkenin kendi iç koşullarından bağımsız olarak, ekonomik dengelerde olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Uluslararası sermaye akımlarının Türk ekonomisi üzerindeki etkilerini açıklamak için; sermaye akımlarının ekonominin temel dengeleri üzerindeki etkilerini açıklamak gerekir. Aşağıda, sermaye akımlarının ekonominin temel dengeleri üzerindeki etkileri araştırılacaktır.

¹ Metin Kamil ERCAN, "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı Ve Krizler Arasındaki İlişki", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2, Ankara – 2001, s. 87

² Muhammet AKDIŞ, a.g.e., s. 71

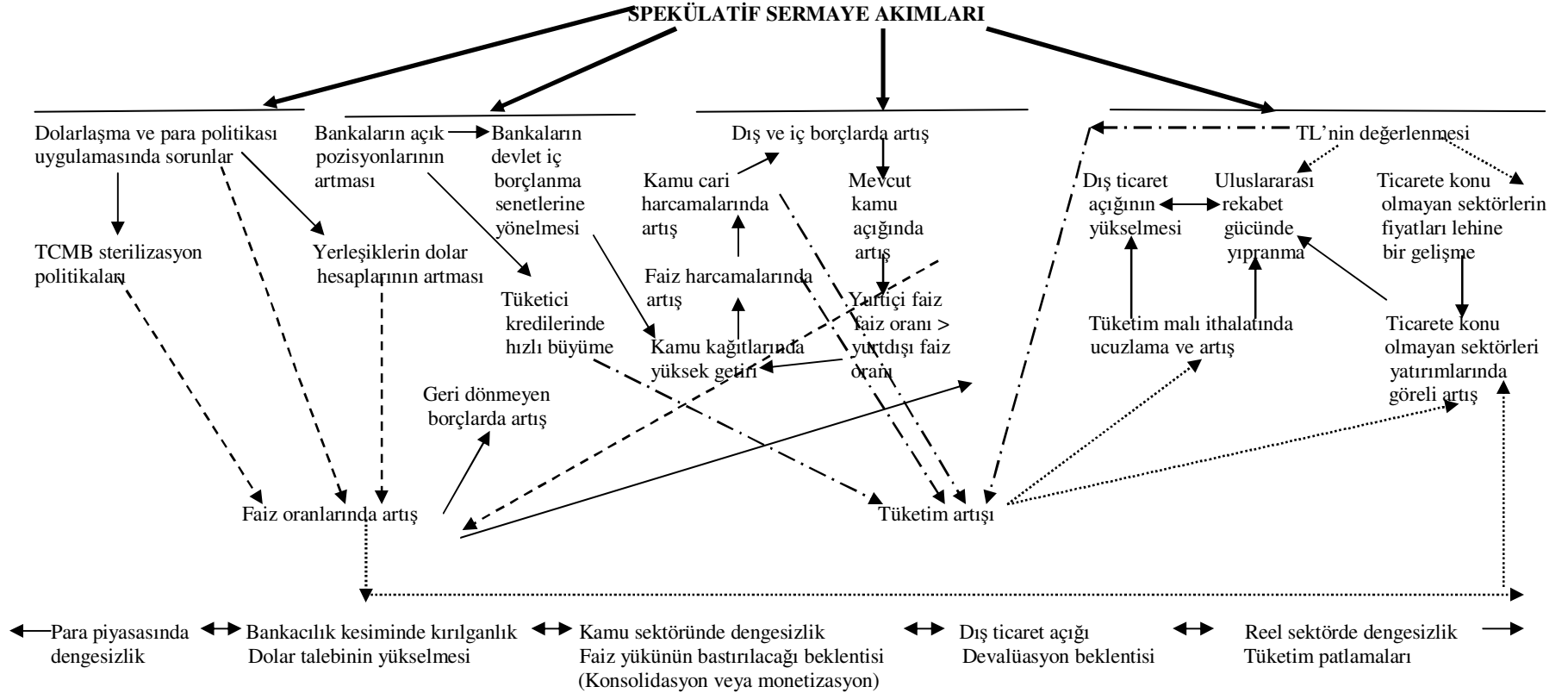
Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirmek istemesinin en önemli nedeni, dış tasarrufların büyümeyi hızlandıracağı iddiası olmuştur. Ve döviz açığımızın finansmanı için yabancı yatırımların ülkemize çekilebilecek olması da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmek istenmesini hızlandırmıştır. Türkiye'de yabancı sermayeyi ülkemize çekmek için yapılan yasal düzenlemelerden sonra, yüksek reel faizlerin de sonucunda, ülkemize giren yabancı sermayede önemli artışlar gözlenmiştir. Bu artan yabancı sermaye girişlerinin ilk etkisi TL'nin reel olarak değer kazanması olmuştur. 1990'lı yılların büyük kısmında uygulanan yüksek reel faiz politikası, devalüasyon olgusunu gündeme getirmiştir. Bu politika sonucunda, kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı yabancı yatırımlar için Türkiye önemli bir finansal yatırım ortamı olmuştur. Fakat, uzun vadeli yabancı yatırımların ülkemize çekebilmek için gerekli yasal düzenlemeler yapılmamış, bunun yanında uzun vadeli yatırımların ülkemizde yatırım yapmak için aradıkları ekonomik ve mali istikrar sağlanamamıştır.

1990'larla birlikte ülkemizde, yurtiçi veya yurtdışı konjonktürden kaynaklanan olumsuzluklara bağlı olarak, çok hızlı yabancı sermaye çıkışlarıyla karşılaşma riski olan kırılgan bir ekonomi yapısı oluşmuştur. Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmı bankalar aracılığıyla ekonomimize girmektedir. Bankalar ellerindeki yabancı sermayeyi Merkez Bankası'na satarak TL likidite elde etmektedir. Merkez Bankası ise, bu TL likiditeyi kendi para politikası çerçevesinde sterilize etmek durumunda olması faizlerin yüksek seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Bu yüksek faizler ise, yeni yabancı fonların girişine neden olmuştur. Yüksek faiz oranlarının yanı sıra ortaya çıkan ekonomik istikrarsızlık sonucunda reel sektörlere yönelik yatırımlar ertelenmiştir. Bunun yanında, yüksek talep ve yerli paranın değerlenmesi yatırımların ticarete konu olmayan sektörler yöneline neden olmuştur. Özetlemek gerekirse, 1990'lı yıllarda ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye ekonomide kırılganlıklara ve dengesizliklere neden olmuştur.

Ekonomik gelişmeyi gösteren büyüme rakamlarından da bu kırılgan yapı gözlenebilmektedir. Yüksek büyüme hızı sağlanan yılları daralma yılları izlemektedir. İstikrarsızlık ve yüksek faiz oranları reel sektöre yönelik yatırımların ertelenmesine neden olmuştur. Yüksek talep ve yerli paranın değerlenmesi ise yatırımların ticarete konu olmayan sektörler yöneline yol açmıştır. Bu da cari işlemler açıklarının büyümesine neden olmuştur.

Yukarıda anlatılan sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkilerini aşağıdaki grafik yardımıyla da göstermek mümkündür. Bu grafiği çizmek için sermaye akımlarının dolarlaşma yarattığı, kamuda dış borçlanmayı arttırdığı ve döviz kurunu değerlendirdiği kabul edilmiştir. Bu etkiler sermaye girişlerinin birincil etkileridir ve Kanal 1 olarak, kalın ve düz çizgi(→) ile gösterilmektedir. Grafikte, para piyasası, banka piyasası ve kamu kesiminde ortaya çıkan Kanal 2 göstermektedir. Kanal 2a kesikli çizgiler ile (- - →) faiz oranının üzerinde artış etkisi yaratan süreçleri; Kanal 2b noktalı çizgiler ile ise (- · →) tüketim artışı üzerinde etkili olan süreçler gösterilmektedir. Grafiğin sağ tarafında, reel sektörü etkileyen yüksek faiz oranı, değerli yerli para ve yüksek tüketimin etkileri Kanal 3 (····· →) yardımıyla gösterilmektedir. İnce çizgiler ise süreçlerin kendi içindeki etkileşimlerini göstermektedir. Grafiğin en alt sırası da, yukarıda anlatın ilişkilerin yol açtığı dengesizlikler ve kriz beklentileridir.

Grafik 2.4: Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri



Kaynak: Nurhan YENTÜRK, a.g.e., s. 87

Sermaye girişleri ticareti yapılan mallar sektörünü olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu olumsuz etki, ulusal paranın değer kaybı ile giderilebilmektedir. Ulusal paranın devalüasyonu, ihracat sektörünü olumlu yönde etkilemekte ve ticareti yapılan mallara olan talebi arttırmaktadır. Ancak devalüasyon dış borçların ulusal para cinsinden ifade edilen değerini yükselttiğinden, kamu kesimi borçlanma gereğini arttırmaktadır. Sermaye akımlarının sürekliliği, döviz kurunu çıpa olarak kabul eden programlarda son derece önemlidir. Sermaye çıkışları ödemeler dengesi sorunlarına neden olduğundan, döviz kurunu sermaye çıkışlarının olmadığı dönemdeki seviyesinde tutmak zorlaşmaktadır. Uluslararası yatırımcıların devalüasyon beklentileri sermaye çıkışlarını hızlandırdığı gibi rezerv seviyesini de azaltmaktadır. Bu gelişmeler neticesinde nominal döviz kuru değer yitirmektedir. Önemli miktardaki sermaye girişleri kredi arzının genişlemesine ve finansal aktif fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Özellikle ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırım talebi ve dolayısıyla borçlanma talebi yükseldiğinden kredi talepleri artmaktadır.¹ Bekleyişlerdeki ani değişimler ise sermaye akımlarının tersine dönmesine ve finansal kuruluşların mali dengelerinin bozulmasına ve parasal krizlere sebep teşkil etmektedir. Sermaye akımları, bankalara ve banka benzeri mali kurumlara fon arzlarını genişletme olanağı sağlamaktadır. Sermaye akımlarının ülkemize girdiğinde yarattığı etkilere değindikten sonra bu etkilerin reel sektöre yönelik sonuçlarına aşağıda değinilecektir.

Türkiye'ye büyük miktarlarda spekülatif sermaye girişi olması sonucunda; yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmiş, faiz oranları yükselmiş ve iç talep artmıştır. Aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklanacak olan bu gelişmeler sonucunda ise Türkiye'deki reel sektörün rekabet gücü azalmıştır.

A- YERLİ PARANIN DEĞERLENMESİ

Sermaye hareketlerinin hızlanması sonrasında ekonomilerde yerel paranın hızla değer kazandığı görülmektedir. Böylelikle cari işlemler dengesi açıkları ortaya çıkmakta veya varolan açık artmaktadır. İthalat artış hızının ihracat artış hızından daha yüksek olduğu bu süreçte, artan cari açık sonucunda devalüasyon beklentileri artar. Özellikle

¹ Necla A. AKLAN, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, Ankara – 1997

yabancı sermaye girişlerinin dış ticaret açığı ve bankacılık kesimlerinin sorunlarından başlayarak bir kriz sarmalına yol açtığı pek çok ülkede görülmüştür.¹ Bu şekilde, Türkiye gibi büyük miktarlarda spekülâtif sermaye girişlerine maruz kalan bütün gelişmekte olan ülkelerde yukarıda gelişmelere paralel olaylar yaşanmıştır. Türkiye bu gelişmeler sonucunda, dış ve iç pazarlarda rekabet gücünün azalmasıyla imalat sanayi ihracatı ve üretiminde azalmalar görülmüştür. İhracatçı sektörlerde rekabet gücünün azalması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma, ithalata rekabet eden sektörlerde ise ürün ithalatının ucuzlaması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle, ithalat yatırımları ucuzlayarak yatırımları teşvik etmektedir.

B- FAİZ ORANLARININ YÜKSELMESİ

Spekülâtif sermaye girişlerinin bir diğer etkisi ise faiz oranlarında artışların yaşanmasıdır. Faiz oranları, reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür. Bu yüzden finansal araçların getirisinin yükselmesi reel yatırımları azaltıcı bir etki doğurmakta ve yatırımlar finansal sektöre yani ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmektedir. Bu büyük miktarlardaki spekülâtif sermaye girişleri kamu borçlanması, alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların cari harcamalarda kullanılması sonucunu doğurmuş. Ve bu da kamuda faizi ve dış borcu dış borçla ödeme dönemini başlatmıştır. Kamu harcamalarının en önemli kalemini faiz ödemeleri oluşturmaktadır. Bunun sonucunda yatırım harcamalarının kısılmasıyla altyapı yatırımları büyük oranda azalmıştır. Diğer taraftan, kamu harcamalarının yetersiz olması nedeniyle eğitim, sağlık, güvenlik vb. vatandaşlar için hayati öneme sahip sektörlerdeki kamu hizmetleri yetersiz ve kalitesiz olmaya başlamıştır. Böylelikle özel sektöre rekabetin olmadığı ve dolayısıyla yüksek karlılığın olduğu bir alan oluşmakta ve özel sektörün ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımlarını arttırmasının bir başka nedeni olmaktadır.

Bir önceki bölümde açıklanan, yüksek yabancı sermaye girişleri sonucunda faiz oranlarında bir düşme beklentisinin gerçekleşmemesinin en büyük nedeni: Uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan reel yatırımlardan çok, kısa vadeli kazançlara

¹ Nurhan YENTÜRK, a.g.e., s. 78

yönelik spekülâtif yatırımlara yönelmiş olmasıdır.¹ Finans sektörü reel sektöre kredi vermek yerine tüketici kredilerini ve kamu iç borçlanma senetlerini arttırmıştır. Bu gelişmeler ışığında, finans sektörü reel sektörden kopmuş ve reel sektörün karlarının önemli bir kısmı faaliyet dışı karlara kaymıştır.

C- İÇ TALEBİN ARTMASI

Spekülâtif sermaye girişlerinin bir diğer etkisi de iç talepte artış meydana getirmesidir. Sermaye girişindeki artış, tüketimi ve cari açığı arttırdığından, yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Yurtiçi tasarrufların önemli bir kısmı, aşırı borçlanmayla beraber faiz ödemelerinin yükünün artması yüzünden yurtdışına transferleri finanse etmek için kullanılmaktadır. Dış tasarruflar da çoğunlukla ülke içi tüketimi ve tüketim malları ithalatı için kullanılmaktadır. Yurtiçi talebi arttıran bir başka faktör ise, özel bankaların kredi stoklarındaki büyüme oranının mevduatlarındaki büyüme oranından yüksek olmasıdır. Yerel bankalar genellikle uluslararası sermaye piyasası ile ülke içindeki borçlanma talebi arasında aracı işlevi gördüğünden, yüksek kredi stokları esas olarak özel sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Artan iç talep ihracat üzerinde olumsuz ve ithalat üzerinde de olumlu bir etkiye sahiptir. İç talep artışının yatırımlar ve üretim üzerindeki etkileri sektörler göre farklılık göstermektedir. Talep artışı, ticarete konu olan sektörlerde ucuzlayan ithalat ile karşılanırken, ticarete konu olmayan sektörlerde fiyat ve yatırım artışı olarak karşılanmaktadır. İç talep artışının reel sektör üzerindeki yatırım ve üretim arttırıcı etkisi bu nedenlerle çok düşük kalmaktadır.

Uluslararası sermaye girişleri para arzının yurtiçi bileşenini iki yoldan etkilemektedir. İlki, uluslararası finansal sermaye, borcun parasallaşmasına neden olmaktadır. Yabancı sermaye ülkeye girdiğinde döviz, Merkez Bankası tarafından ulusal paraya çevrildiğinden Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde artış meydana gelmektedir. Elde edilen kaynaklar harcamaların finansmanında kullanıldığında çarpan etkisi nedeniyle gelir artışı söz konusu olmaktadır. Artan gelirlerin bir kısmı bankacılık sistemine mevduat olarak yatırıldığında ise kaydi para arzı genişlemektedir. İkinci etkileme yolu ise, uluslararası sermaye doğrudan doğruya

¹ UNCTAD, Trade and Development Report, Cenevre – 2001

bankacılık sistemine girdiğinde, bankacılık sistemi söz konusu uluslararası sermayeyi birincil rezerv olarak kullanabilmektedir. Ticari bankalar birincil rezervlerinden krediler yarattıklarında ise likidite seviyesi sermaye girişlerinin üzerinde bir artış göstermektedir.¹ Sermaye akımları bankacılık sistemine para otoritesinin reeskont imkanı dışında, kredi yaratma imkânı sağlamaktadır. Sermaye girişleri ulusal paranın değerlendirilmesi nedeniyle ithalata yönelik bir büyümeyi başlattığı için cari işlemler bilançosu açıkları artmaktadır.²

Yerel paranın değerlendirilmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artması aşırı spekülasyon sermaye girişleriyle karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkelerde oluşmakta ve reel sektörün uluslararası rekabet gücünü azaltmaktadır. Bu gelişme ise yatırımların genelde ticarete konu olmayan sektörler yöneldiğini teşvik etmektedir. Türkiye'ye de 1989 sonrasında ticarete konu olmayan özel sektör yatırımlarındaki hızlı yükselme, genel olarak, yukarıda açıklanan gelişmelerden kaynaklanmaktadır.³

Sermaye akımlarının ülkemize ilk girdiğinde ekonomimizde meydana gelen değişikliklere ve reel sektör üzerindeki etkilerine yukarıda kısaca değinilmiştir. Bu başlığın bundan sonraki bölümünde ise ekonominin temel dengeleri olan dış denge, kamu hesapları ve para piyasaları üzerindeki etkileri tartışılacaktır.

D- DIŞ DENGE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Sermaye girişleri dış denge açısından değerlendirildiğinde, sermaye girişlerinin ödemeler dengesinde cari işlemler açığına neden olduğu görülmektedir. Bilindiği üzere, net sermaye girişleri rezerv artışına gitmiyorsa veya bir sermaye çıkışı yoksa, cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Yani yabancı sermaye girişleri döviz bulunabilirliğini artırması, açıkların finansmanına imkan vermesi ve döviz kurunun değerlendirilmesine yol açmasından dolayı cari açıkları arttırmaktadır. Yerli paranın değerlendirilmesi uluslararası rekabet gücüne ve dış ticaret dengesine zarar vererek, ithalata bağımlılığı arttırmaktadır.

¹ Nurhan YENTÜRK(b), "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri", İktisat Dergisi, No: 366-367, İstanbul – 1997, s. 51

² Necla A. AKLAN, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", Balıkesir Üniversitesi Dergisi, Sayı: 7, Balıkesir – 2002, s. 5

³ YELDAN, Erinç, "Türkiye'de Finansal Serbestleştirme Deneyimi" 95-96 Petrol İş Yıllığı, İstanbul – 1995

Sermaye girişleri sonucu aşırı değerlenen TL, ihracat mallarının dış piyasalardaki görece fiyatını arttırdığından ve ithal mallarının yurtiçinde üretilen mallara göre fiyatlarını görece olarak ucuzlattığından dış ticaret ve cari işlemler dengelerinde önemli bozulmalara yol açmaktadır.¹

E- KAMU DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Kamu sektörünün borçları dış borçlar içinde yüksek bir paya sahip olduğundan, aşırı miktarda sermaye girişlerinin yarattığı faiz oranlarındaki artış faiz ödemelerinin yükünü arttırarak kamu harcamalarında bir artışa neden olmaktadır.² Kamu tasarruflarındaki düşüşün ve dış borçlardaki artışın neden olduğu kamu harcamalarındaki bu artış faiz oranlarında da ani bir yükselişe neden olmakta ve faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile devamlı şekilde kamu açıklarının artmasına neden olmaktadır.

Kamu açıklarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerekli hale gelmektedir. Verilen faiz dışı fazla ise kamu yatırımlarının ve faiz dışı harcamaların azalmasına neden olmaktadır. Faiz ödemelerinin karşılanabilmesi için sermaye girişlerine gereksinim duyulması da yerel paranın yeniden değerlendirilmesine neden olmaktadır. Bu gelişmeler ışığında 1990 sonrasında Türkiye’de, faiz harcamalarının milli hasılaya oranı artma eğilimine girmiştir. Kamunun cari harcamaları ve yatırım harcamaları düşerken, kamunun harcamalarının en büyük kısmını faiz ödemeleri oluşturmaya başlamıştır. Faiz ödemelerinin artmasının nedeni ise kamu açıklarının borçlanma yoluyla finanse edilmeye başlanması ve bunun da açığı daha fazla arttırmasıdır.

Kısaca özetlemek gerekirse, sermaye girişlerinin kamu kesimi üzerindeki etkileri bütçe açığı, iç borçlanma ve kısa dönemli iç borçlanmanın sistematik olarak artmasıdır. Faiz oranlarındaki artışlar sonucunda da, yerli ve yabancı yatırımcıların spekülasyon kazançları artmıştır.

¹ Tablo 2.12, s. 94

²R. VOS, “Prospects of Financial Flows to Developing Countries In The 1990’s: The Global Macroeconomic Trade-Offs”, International Monetary and Financial Issues for 1990s, UNCTAD, Volume II – 1993

F- PARA PİYASASI DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ülke içinde yaşayanların yabancı para cinsinden işlemlerinin serbestleştirilmesi, aşırı sermaye girişleriyle bir araya geldiğinde, ekonomide yabancı paranın öneminin artarak yabancı para cinsinden mevduatları teşvik etmektedir.¹ Ayrıca aşırı sermaye girişlerinin yarattığı enflasyonist baskıda hükümetlerin yürüttüğü para politikalarının etkilerine göre şekillenmektedir. Aşırı sermaye girişleri sonucunda uygulanabilecek müdahaleci olan ve olmayan olarak iki tane para politikası seçeneği vardır. Merkez bankası müdahale etmeme politikasını seçerse, rezervlerde bir artış gerçekleşmeyecektir. Sermaye girişleri tamamen ithalattaki net artışın finansmanına yönlendirilecek ve bu da döviz kurunun değerlenmesi yönünde bir baskı yaratacaktır. Yani sermaye girişlerinin tümünün cari açığın finansmanına yönelmesini engellemek için yapılabilecek müdahalelerden bir tanesi rezerv biriktirmektir. Bunun yanında, dış varlıktaki yükselme para arzındaki artış tarafından ekonominin likidite seviyesini etkilemekte ve enflasyonu arttırıcı yönde bir baskıya neden olmaktadır.

Müdahaleci bir politika izlenecekse eğer, müdahale konusunda dikkat edilmesi gereken iki nokta vardır. İlki, para arzında artışı önlemek için, bu artışı sterilize edecek bir müdahalenin yeterli olabileceğidir. İkincisi ise, sterilizasyon alternatifinin sorunsuz olmamasından hareketle, kısa dönemli sermaye girişlerinin doğrudan vergilendirilmesinin oldukça etkin olabileceğidir.²

Sermaye girişlerine karşı müdahaleci bir politika izlenirken dikkat edilmesi gereken hususları kısaca açıklamak gerekirse; sterilizasyon, net dış varlıkların artması sonucu oluşan para arzındaki genişlemeyi emmeyi amaçlayan aktif bir politikadır. Parasal taban üzerindeki yabancı para girişinden kaynaklanan enflasyonist etkilerin nötrlenmesidir. Sermaye akımlarının etkilerinin devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile sterilize edilmesi, borçlanma faizlerini yükselttiğinden, mali açığın büyümesine yol açmaktadır. Dar ve geniş anlamlı olmak üzere iki tane sterilizasyon tanımı yapılabilir. Dar kapsamlı sterilizasyon, parasal tabanın değişmeden kaldığı, sermaye akımlarının etkilerinin, devlet iç borçlanma senetlerinin ihracı ile giderildiği bir yöntemdir. Geniş anlamda sterilizasyon ise kanuni karşılık oranlarının kullanımı ile sermaye akımlarının

¹ Y. AKYÜZ, C. GORE, "The Investment-Profits Nexus in East Asian Industrialisation", UNCTAD Discussion Paper, No: 91 – 1994

² G. A. CALVO, L. LEIDERMAN, C. M. REINHART, a.g.e., s. 48

etkilerinin sterilize edilmesidir. Bu uygulamada parasal taban değişmektedir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler uluslararası rezervlerde artış meydana getirmektedir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler, ulusal para stokunun sermaye mobilitesindeki değişikliklerden etkilenmemesini sağlamaktadır.¹ Kısaca sterilizasyon, merkez bankasının, para arzındaki artışı emmek ve bunun yüksek enflasyon olarak yansımaları önlemek için açık piyasa işlemleriyle piyasaya kağıt sürmesidir.

Müdahaleci politikada diğer bir yöntem ise, sermaye hareketlerinin vergilendirilmesidir. 1970'lerde Tobin tarafından ortaya atılan bu görüşün, küresel finansal işlemlerin %80'ini oluşturan kısa dönemli spekülasyon hareketlerinin karlılığını sınırlandırmaktır. Uluslararası piyasaların regüle edilmemesinden kaynaklanan kısa dönemli sermaye girişlerinin vergilendirilmesi, uluslararası dalgalanmalardan gelişmiş ülkelere göre daha fazla zarar gören gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir. Bu görüşe göre sterilizasyon yöntemi temel sorunu, iç ve dış piyasalar arasındaki faiz oranlarındaki farklılık nedeniyle sermaye girişlerinin açık piyasa işlemleriyle sterilize edilmesinin daha yüksek bir açığa yol açabileceğidir. Merkez bankaları, iç piyasaya uluslararası piyasalardan elde ettiğinden daha yüksek bir faizle kağıt sürdüğünden, sterilizasyon bir açığa neden olabilir. Yani rezervlerin maliyeti getirisinden daha yüksek bir hale gelir ve sermaye girişi miktarı ne kadar yüksekse, maliyetlerle getiriler arasındaki fark da o kadar büyük olur.² Ayrıca, aşırı sermaye girişleri piyasaya sürülen kağıtların faiz oranını arttırmakta ve iç ve dış piyasalar arasında daha büyük bir marj yaratmaktadır. Bunun nedeni, parasal taban ve cari açıktaki artış devalüasyon ve enflasyon beklentilerini arttırmakta ve böylelikle kısa dönemli sermaye girişleri için ek bir saik sağlayarak faiz oranlarının yükselmesi yönünde baskı yapmaktadır.

Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinin cari açığı kapatılmasında kullanılmayan kısmı uluslararası rezervlerde biriktirilmiştir. Son dönemlerdeki bu gelişme, rekor düzeydeki rezerv artışlarından da takip edilebilmektedir. Bununla birlikte, 1989 sonrasında sermaye girişleri parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu gelişme, para arzının içinde yabancı para miktarının payında ve para arzının kendisinde bir büyüme ortaya çıkarmıştır.

¹Necla A. AKLAN, a.g.e., s. 8

² Nurhan YENTÜRK, a.g.e., s.109

BÖLÜM 3

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZ YÖNTEMİYLE SINANMASI

Bu bölümde, Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkileri; önceki bölümde değinilen mekanizmalar ışığında değerlendirilecektir. Yukarıda bahsedildiği üzere ülkemize yabancı sermaye çekmek istememizin temel amacı, yatırımlarda bir artış sağlayarak, daha yüksek düzeyde bir üretim ve büyüme oranı sağlayabilmektir. Bu politikanın benimsenmesinin altında yatan neden, yabancı sermayenin yatırımları arttıracığını ve bu yatırımların da büyümenin temel belirleyicisi olduğu savıdır. Ülkemizde bu savın benimsenmesinden dolayı yabancı sermayeyi özendiren politikalar uygulanmış fakat yüksek faiz-düşük kur, özelleştirme ve yurtiçi reel sektörün rekabet gücünü azaltıcı politikalar uygulanmıştır. Çalışmamızda, yatırımların mı yoksa yurtiçi tasarrufların mı büyümeyi etkilediği araştırılacak ve önümüzdeki dönemler açısından değerlendirilecektir.

Çalışmamıza temel oluşturacak veriler 1963'ten günümüze yıllık özel ve kamu sabit sermaye yatırımları, yurtiçi tasarruflar ve büyüme oranlarıdır. Sonuçları yorumlamanın daha anlamlı hale gelmesi amacıyla özel ve kamu sabit sermaye yatırımlarının ve yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranları kullanılmıştır. Büyüme oranları ise GSMH büyümesini göstermektedir. Tüm kullanılan veriler Devlet Planlama Teşkilatı'ndan alınmıştır.

I- SERİLERİN DURAĞANLIK TESTLERİ

Zaman serilerinin uzun dönemde gösterdiği ana eğilime trend denilir. Değişkenler arasında kuvvetli bir trendin varlığı, ekonometrik açıdan verilerin araştırılmasında sorun yaratabilir. Bu yüzden, iktisadi zaman serileri genellikle trend içerdiği için tahmin yapmadan önce serilerin trendlerinden arındırılması gerekir. Serilerin trendlerinde arındırılması durağanlığı sağlamak içindir. Bu amaçla

kullanacağımız test, birim kök (unit root) testi olan Augmented Dickey-Fuller (ADF) testidir.

Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) büyümesi verilerinin ADF testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tablodan da görüleceği üzere, GSMH serisi %1 anlamlılık seviyesinde durağandır. Bu serinin büyüme oranları cinsinden ifade edilmesi sonucu seri farkları alınmadan da durağan olmuştur.

Tablo 3.1: GSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları

| | ADF Test İstatistiği | Kritik Değerler | Olasılık |
|-------------|----------------------|--|----------|
| GSMH | -7,148190 | -4,192337 (%1 için) -3,520787 (%5 için) -3,191277 (%10 için) | 0,000 |

Yurtiçi tasarrufların (kamu+özel) GSMH'ya oranlanmasıyla elde edilen, ekonometrik analizimizde kullanacağımız serinin ADF testi sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Bu seri düzey farklarında durağan değildir fakat serinin 1. farkları alındığında durağan hale gelmektedir. TGSMH serisinin 1. farkları alındığında %1 anlamlılık seviyesinde durağan olduğu kabul edilebilmektedir. Serinin 1. farklarını aldığımızı (-1) ile gösteriyoruz. TGSMH serisi ekonometrik çalışmamız açısından anlamlı bir hale gelmiştir.

Tablo 3.2: TGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları

| | ADF Test İstatistiği | Kritik Değerler | Olasılık |
|------------------|----------------------|---|----------|
| TGSMH(-1) | -5,521171 | -4,198503(%1 için) -3,523623(%5 için) -3,192902(%10 için) | 0,0003 |

Sabit sermaye yatırımlarının (SSYGSMH) GSMH'ya oranlanmasının oluşan SSYGSMH serisinin birim kök testi sonuçları aşağıda verilmiştir. Bu seri de farkları alınmaksızın ekonometrik çalışmamız için anlamlı değildir. SSYGSMH'nin 1. farkları alındığında serinin ADF test istatistiği %1 için bulunan kritik değerlerden daha negatif olduğundan, SSYGSMH serisi durağan hale gelmiştir.

Tablo 3.3: SSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları

| | ADF Test İstatistiği | Kritik Değerler | Olasılık |
|--------------------|----------------------|---|----------|
| SSYGSMH(-1) | -5,612771 | -4,198503(%1 için) -3,523623(%5 için) -3,192902(%10 için) | 0,0002 |

Kamu kesiminin yaptığı sabit sermaye yatırımlarının (KSSYGSMH) GSMH'ya bölünmesiyle bulunan diğer bir seri de çalışmamızda kullanılacaktır. Bu serinin de 1. farkları alındığında çalışmamızda kullanılacak bir veri seti halini almıştır. Tabloda ADF testinin uygulanması sonucu bu verilerin 1. farkta %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu bulunmuştur.

Tablo 3.4: KSSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları

| | ADF Test İstatistiği | Kritik Değerler | Olasılık |
|---------------------|----------------------|---|----------|
| KSSYGSMH(-1) | -5,196739 | -4,205004(%1 için) -3,526609(%5 için) -3,194611(%10 için) | 0,0007 |

Ekonometrik analizimizde kullanacağımız son serimiz olan özel kesim sabit sermaye yatırımlarının (OSSYGSMH) GSMH'ya oranının da; 1. farkları alındığında %1 anlamlılık seviyesinde durağan olduğu anlaşılmıştır. Tablodan bu değerler görülebilir.

Tablo 3.5: OSSYGSMH Serisinin ADF Testi Sonuçları

| | ADF Test İstatistiği | Kritik Değerler | Olasılık |
|---------------------|----------------------|---|----------|
| OSSYGSMH(-1) | -5,328672 | -4,198503(%1 için) -3,523623(%5 için) -3,192902(%10 için) | 0,0005 |

ADF test istatistiği kullanarak durağanlığını test ettiğimiz serilerin durağan halleri ekonometrik çalışmamız ve bu çalışmanın yorumlanması için anlamlıdır. Aşağıda bu durağan seriler kullanılarak ulaştığımız sonuçlar değerlendirilecektir.

Durağan veri setini kullanarak oluşturduğumuz doğrusal model yardımıyla ulaştığımız sonuçlar şu şekildedir. Kurduğumuz modeli değerlendirmemiz için önemli olan katsayıları yorumlarsak; yurtiçi tasarruflar büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahipken, toplam sabit sermaye yatırımları ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip çıkmaktadır. Örneğin, yurtiçi tasarruflardaki 1 birimlik (%100) artış, büyümeyi 0,51 birim (%51) arttırmaktadır. Fakat sabit sermaye yatırımlarındaki bir artış büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır. Bu ulaştığımız sonuçlar, konumuz açısından güvenilir bir yargıya ulaşmamıza yetmese de aşağıda uygulayacağımız ekonometrik sınamanın yorumlanmasında yol gösterici olacaktır.

Bir sonraki başlık altında, kuracağımız modeldeki değişkenlerin birbirlerini etkileme yönlerini bulmaya çalışacağız. Açıklamak gerekirse, yurtiçi tasarruflar mı büyümeye neden olmaktadır; yoksa tam tersi bir ilişki mi söz konusudur. Sözü edilen analizler diğer değişkenler için de test edilecektir.

II- TÜRKİYE'DE TASARRUF – YATIRIM İLİŞKİSİNİN YÖNÜNÜN NEDENSELLİK ANALİZİYLE İNCELENMESİ

Tasarrufların yatırımların belirleyicisi mi olduğu, yoksa yatırımların büyümeyi etkileyecek tasarrufları mı etkilediği tartışmaları iktisat yazınında önemli bir yere sahiptir. Bu tartışmaları karar alıcılar açısından değerlendirdiğimizde, tasarrufların

yatırımları mı; yoksa yatırımların tasarrufları mı etkilediği konusunda yapılan bir tercihin ülke ekonomisinde büyük değişikliklere yol açacağı açıktır. Bu açıdan değerlendirdiğimizde, bu tercih ülke ekonomisi için birincil öneme sahiptir.

Neo-klasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Sermaye kıtlığı çeken gelişmekte olan ülkeler yurtiçine sermaye akımını teşvik etmek için sermaye fazlası ülkelere göre faiz oranlarını yükseltecekler ve böylece gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere doğru olan sermaye akımı sağlanacaktır. Bu süreç, yatırımların getiri oranları birbirine yaklaşıncaya kadar devam edecektir.

Neo-klasik yaklaşımı eleştirenler temelde iki noktaya dikkat çekmişlerdir. Birincisi, finansal pazarların etkin çalıştığının kabulüdür. İkincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını ülkeler arasında eşitleyeceği kabulüdür. Fakat, günümüzde finansal pazarların etkin çalışmaması ve finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha geçerlidir. Bunun yanında, yatırımların getirisinde ülkeler arasında bir yakınlaşma eğilimi gözlenmemektedir.¹

Tasarrufların yatırımları etkileyip etkilemediği konusunda iktisat yazınında iki temel görüş vardır. Keynes temelde tasarrufları sistemin pasif bir bileşeni olarak tanımlarken, neo-klasik iktisatta yatırım kararlarının gelir ve faiz oranlarına bağlı olarak belirlendiği kabul edilmektedir. Ve iki görüşte de, yatırım tasarruf ilişkisinde büyüme temel araç olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında, yapısalcı makro iktisatta ise, yatırımlardaki artışın tasarrufları ve üretimi harekete geçirdiği kabul edilmektedir. Bunun temelinde yatan faktörler ise gelir dağılımı ve finansal gelişmelerdir.²

Büyüme ve tasarruflar arasındaki ilişki ise, tüketim fonksiyonları çerçevesinde ele alınabilir. Keynesyen mutlak gelir hipotezine göre, gelir arttıkça gelirin daha büyük bir kısmı tasarruf edilecektir. Yaşam evresi (life-cycle) hipotezi Keynesyen yaklaşımdan farklı olarak gelecekteki geliri de dikkate alır. Buna göre, bir tüketicinin yaşamının ilk ve son yıllarında düşük bir geliri vardır. Çalışma hayatı süresince geliri artar ve en

¹ UNCTAD, Trade and Development Report, Cenevre – 2001

² YENTÜRK, Nurhan(b), "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri", İktisat Dergisi, No: 366-367, İstanbul – 1997

tepeye yükselir. Gelirlerin arttığı yıllarda bireylerin tasarrufları artar, diğer yıllarda ise tasarruflar azalır.¹

Yatırım ve tasarruf ilişkisini inceleyen ilk çalışmalardan biri, Feldstein ve Horioka'nın 1980 yılında 24 OECD ülkesi için yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar arasında yüksek korelasyon elde ettikleri çalışmalarıdır. Tasarruf-yatırım nedensellik ilişkisini araştıran çalışmalar da mevcuttur. Örneğin Palley, 1996'da yaptığı çalışmasında Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) modelini kullanarak; 1947-1995 yılları arasında ABD için yatırımların tasarruflardan bağımsız hareket ettiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç, tasarruf yönlü politikaların etkinliğini şüpheli hale getirmektedir. Bunun yerine, amaç sermaye oluşumunu arttırmaksa, iktisat politikasının tümüyle yatırımları arttırmak yönünde olması gerektiği çalışmanın önerileri arasındadır. Bu konuda Türkiye'yi ele alan ampirik çalışmalar da mevcuttur. A. Çimenoglu'nun 2002 yılındaki çalışmasına göre yatırımlar ve tasarruflar 1962-2000 yılları arasında yakın ilişki içinde bulunmaktadır. Bunun yanında, N. Yentürk'ün 2002 yılındaki çalışmasına göre ise, 1972-2002 yılları arasında Türkiye'de tasarrufların büyüme ve yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

A- TASARRUF – YATIRIM İLİŞKİSİ

Tasarrufların yatırımların belirleyicisi mi olduğu veya ilişkide pasif bir rol mu oynadığı; özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilecek politika seçenekleri açısından önem taşır.

Türkiye'de kemer sıkma politikaları olarak adlandırılan kamu harcamalarının kısılarak kamu tasarrufu yaratılmaya çalışılması ve bu uygulamayla bütçe açıklarının kapatılması uzun yıllardan beri uygulanan bir politikadır. Kamu harcamalarının kısılarak kamu tasarrufu yaratılmaya çalışılması, özel kesim tasarruflarını düşüreceği endişesiyle vergilerin arttırılamaması, özelleştirme ve sosyal güvenlik reformu çalışmaları hep tasarrufların yatırımları ve yatırımların da büyümeyi belirleyeceği kabulünden yola çıkılarak uygulanmaktadır. Son yıllarda ise, büyüme ve yatırımların sektörel dağılımı temelde iç talep ve yabancı tasarrufların etkisi altında gelişmektedir.

¹ Hüseyin KARAKAYALI(b), Makro İktisat, Emek Matbaası, Manisa – 2005

Kemer sıkma politikalarının izin vermemesi nedeniyle, insan sermayesi veya fiziksel yatırımları teşvik etmeye dayalı politikalar uygulanmamaktadır.

Ülkemizde yetersiz düzeydeki tasarrufların dış kaynaklarla desteklenerek ekonomik büyüme gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır. Çalışmamızda, tasarruflardaki artışın yatırımları, yatırımlarından büyümeyi arttırıp arttırmayacağı incelenecektir. Çalışmamızda çıkan sonuçlar ışığında, yabancı tasarrufların mı teşvik edilmesi gerektiği; yoksa yurtiçi kaynakların yatırıma yönelmesinin mi gerektiği araştırılacaktır.

B- NEDENSELLİK ANALİZİ

Gözlenen değişkenler arasında güçlü bir ilişki olabilir. Bu ilişkiyi tahmin etmek için kullanılan, bir değişkenin diğer değişkenlere bağımlılığını test eden regresyon analizleri ve korelasyon, değişkenlerin birbiri üzerindeki tahmin gücünü vurgulamayabilir. Ancak, özellikle değişkenlerin birbirini gecikmeli olarak etkilediği varsayımından hareket edilen analizlerde, söz konusu değişkenlerden herhangi birinin diğerini etkileyip etkilemediği veya bu değişkenler arasında bir geri bildirim olup olmadığı, daha teknik bir ifadeyle, değişkenler arasında gecikmeli bir ilişki olması durumunda istatistiksel olarak nedenselliğin yönünün tespit edilip edilemeyeceği önem kazanmaktadır. Granger nedensellik testi, iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ve ilişkinin yönünü ampirik olarak test edilebilmek amacıyla geliştirilmiş bir yöntemdir. Çalışmamızda seriler arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla Granger Nedensellik Testi uygulanacaktır.

C- VERİLERİN YORUMLANMASI

Çalışmamızda kullandığımız değişkenler arasındaki ilişkilerin yönünü bulmak için veri setimize Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır. Tablo 3.6'da bu sonuçlar görülebilmektedir. Aşağıdaki sonuçları kısaca değerlendirecek: GSMH büyüme oranları, sabit sermaye yatırımları ve yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkinin yönünü bulmak için uyguladığımız Granger Nedensellik Testi sonuçlarına göre, hem sabit sermaye yatırımlarının büyümeyi hem de büyümenin sabit sermaye yatırımlarını

Tablo 3.6: Granger Nedensellik Analizi Sonuçları¹

| | F İstatistiği | Olasılık |
|-----------------------------|---------------|----------|
| SSYGSMH(-1) → GSMH | 8,10583 | 0,00708 |
| GSMH → SSYGSMH(-1) | 12,8058 | 0,00096 |
| TGSMH(-1) → GSMH | 0,10774 | 0,74454 |
| GSMH → TGSMH(-1) | 3,96980 | 0,05354 |
| SSYGSMH(-1) → TGSMH(-1) | 1,56734 | 0,21834 |
| TGSMH (-1) → SSYGSMH(-1) | 2,82217 | 0,10118 |
| OSSYGSMH(-1) → GSMH | 4,25294 | 0,04697 |
| GSMH → OSSYGSMH(-1) | 11,4882 | 0,00164 |
| OSSYGSMH(-1) → TGSMH(-1) | 2,03645 | 0,16173 |
| TGSMH(-1) → OSSYGSMH(-1) | 9,15288 | 0,00444 |
| OSSYGSMH(-1) → KSSYGSMH(-1) | 1,01916 | 0,31899 |
| KSSYGSMH(-1) → OSSYGSMH(-1) | 0,00091 | 0,97607 |
| KSSYGSMH(-1) → GSMH | 2,80085 | 0,10243 |
| GSMH → KSSYGSMH(-1) | 2,02916 | 0,16247 |
| KSSYGSMH(-1) → TGSMH(-1) | 0,01107 | 0,91676 |
| TGSMH(-1) → KSSYGSMH(-1) | 3,37332 | 0,07409 |

gecikmeli olarak (1 gecikme)² etkilediği sonucuna ulaşmaktayız. . Bu iki durumda da sıfır hipotezleri kabul edilir. Açıklarsak, her iki değişkende birbirinin granger değişkenidir, sabit sermaye yatırımları büyümeyi etkilemekte ve büyüme de sabit

¹ Tablo 3.6'daki oklar, nedensellik ilişkisinin yönünü göstermektedir.

² Çalışmamızda kullandığımız veri seti yıllık olarak alındığından Granger nedensellikleri 1 gecikme sonucunda elde edilmiştir.

sermaye yatırımlarını etkilemektedir. Ancak GSMH büyümesinin sabit sermaye yatırımlarını etkileme gücü tersi bir ilişkiden daha kuvvetli ve anlamlıdır.

Büyüme ve yurtiçi tasarruflar arasındaki nedenselliği araştırdığımızda tasarrufların büyüme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını görüyoruz. Fakat %5 anlamlılık düzeyinde GSMH büyümesinin yurtiçi tasarrufların granger nedeni olduğunu; yani büyümenin yurtiçi tasarrufları gecikmeli olarak etkilediği sonucunda ulaşıyoruz.

Sabit sermaye yatırımları ve yurtiçi tasarruflar arasındaki nedenselliği araştırdığımızda ise, her iki değişkenin de birbirlerinin granger değişkeni olmadığını görüyoruz. Yani her iki değişkeninde birbirleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını görüyoruz. Her iki olasılıkta da sıfır hipotezi reddedilir.

Özel kesim sabit sermaye yatırımlarının diğer değişkenler arasındaki ilişkilerini incelediğimizde; büyümeyle iki yönlü bir nedensellik ilişkisine sahip olduğunu, ancak büyümenin özel kesim sabit sermaye yatırımlarını etkileme gücünün daha yüksek olduğu (daha yüksek bir F istatistiği değeri ve daha düşük bir olasılık değeri) anlaşılmaktadır. Bu ilişkinin dışında, yurtiçi tasarrufların özel kesim sabit sermaye yatırımlarını kuvvetli bir şekilde etkilediğini görmekteyiz. Fakat, bu nedensellik ilişkilerinin dışında özel kesim sabit sermaye yatırımlarının diğer değişkenlerle bir granger nedenselliği yoktur.

Son olarak da, kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarının çalışmamızda değişkenlerle ilişkilerini açıklayacağız. Kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarının kuvvetli olmasa da sadece yurtiçi tasarruflardan etkilendiğini (%10 anlamlılık düzeyinde), bunun dışında çalışmamızdaki hiçbir değişkenle nedenselliği bulunmadığını aşağıdaki tabloda görülmektedir.

C- SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de, hedeflenen büyüme rakamlarını yakalamak için yetersiz olan yurtiçi tasarruf-yatırım miktarları, çoğu ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de yabancı kaynak kullanılarak arttırılmaya çalışılmıştır. Yabancı kaynaklar ülkemizde reel sektöre ve ihracata yönelik sektörlerle yatırım

yaptığında ve ülkemize yeni-gelişmiş üretim ve yönetim bilgisi getirdiğinde amaçlanan biçimde üretim artışı yani büyüme oranlarında artış yakalanabilir. Ancak ülkemize gelen yabancı kaynakların hepsi büyüme oranlarında artış yaratmaz; hatta ülke ekonomisini iç ve dış kaynaklı dalgalanmalardan aşırı derecede etkilenen ve ekonominin her an bir kriz ortamına girebileceği bir yapıya dönüştürebilmektedir. Bu olgunun altında yatan temel nedenler ise; yabancı kaynağı ülkemize çekmek için uygulanan yanlış politikalar, yabancı kaynağın yatırımlarında kurumsal veya kişisel çıkarlarını ülke çıkarları önünde tutması ve reel üretimi arttırmak veya yeni teknolojileri ülkeye getirmek yerine sadece spekülatif kazançlar peşinde koşan yabancı kaynağın ülkemize gelmesi gibi nedenlerdir. Bunları kısaca açıklamak gerekirse; yabancı sermayeyi ülkemize çekmek için kullandığımız politikalar, hem yabancı sermayenin yatırım yaptığı sektörleri hem de maliyetini etkileyen unsurlar barındırır. Gerekli alt yapı yatırımlarını yapmadan belli sektörler teşvikler verilmesi, tekel konumuna sahip yerli şirketlerin o sektör rekabete açılmadan satılması ve yüksek faiz-ucuz döviz politikasının uygulanması ülke ekonomisi açısından olumsuz etkiler doğurabilmektedir. Yüksek faiz-ucuz döviz politikasının uygulanması ve enflasyon oranlarını düşürmek için uygulanan yüksek reel faizler¹ zaten spekülatif kazançlar için gelen sıcak para akımlarının ülkemize girişlerini arttırmaktadır.² Çalışmamızın ekonometrik analiz bölümünde de görüldüğü üzere yatırımları etkileme gücü zaten çok sınırlı olan tasarruflar bu şekilde yabancı kaynaklardan etkilenmemektedir. Ekonometrik analizimizde ortaya çıkan yatırımların büyümeyi kuvvetli şekilde etkilediği tezi ışığında, bu tür yatırımların büyümeyi etkileyecek yatırımlar da hiçbir artış meydana getirmedikleri görülmektedir. Hatta kamu gelirlerinin büyük kısmının faiz ödemelerine gitmesi ve yüksek oranlı faiz dışı fazlalar vermemiz sonucunda yatırımlara ayrılan pay çok düşük seviyelerde oluşmaktadır. Ekonometrik analizimizde de görüldüğü üzere; yurtiçi tasarrufların yatırımları etkileme gücü düşüktür ve tasarrufların büyüme üzerinde hiçbir etkisi olmadığı gözlenmemektedir. Bunun yanında, yatırımların büyümeyi ekonometrik açıdan anlamlı şekilde etkilediği ortaya çıkmaktadır. Bu çıkan sonuçları tekrar değerlendirirsek; yetersiz olan yurtiçi tasarrufları arttırmasını beklediğimiz yabancı sermayenin tasarruflar üzerinde belirgin etkileri yoktur. Yurtiçi tasarruflar yabancı kaynaklarca artsa bile tasarrufların yatırımlar üzerinde güçlü bir etkisi

¹ Tablo 2.21, s. 105

² Ülkemizdeki sıcak para stoğu 2007 sonu itibariyle 110 milyar dolar seviyesindedir, s. 103

gözenememiştir. Böylelikle, yatırımların büyümei etkilediği mekanizma yabancı sermaye tarafından gerçekleşmemiştir. Hatta büyümenin yurtiçi tasarrufları ve sabit sermaye yatırımlarını anlamlı şekilde etkilediği yani büyüme oranlarındaki artışın tasarrufları ve yatırımları arttırdığı görülmektedir. Bu ekonometrik analizin sonucunda, ülkemizin tasarrufları ve yatırımları doğrudan etki yapmayan yabancı sermayeyi çekmek için teşvikler vermek yerine yatırımlarda artış yaratacak politikaları desteklemesi gerektiği gerçeği ortaya çıkmaktadır. Bunun için de, yatırımları arttıracak yabancı sermayenin yanında yerli sermayenin de desteklenmesi, yurtiçindeki yatırımların önünü kesen yüksek reel faiz, aşırı sıkı para ve maliye politikası, yüksek faiz dışı fazla ve düşük kamu harcaması politikalarından vazgeçilmesini önerebiliriz.

Bu noktada çalışmamızın 81. sayfasında geçen ve 1923 yılındaki İzmir İktisat Kongresi'ndeki Atatürk'ün konuşmasını tekrar hatırlatmak mantıklı olacaktır. Atatürk sözü geçen konuşmasında:

“Efendiler, iktisadiyat sahasında düşünürken ve konuşurken zannolunmasın ki, biz ecnebi sermayeye karşı bulunuyoruz. Hayır, bizim memleketimiz çok vasideir ve sermaye ihtiyacımız vardır. Binaenaleyh kanunlarımıza riayetkar olmak şartıyla ecnebi sermayelerine lazım gelen teminatı vermeye her zaman hazırız. Ve şayanı arzudur ki, ecnebi sermayesi bizim sanayimize ve servet-i sabitimize inzımanı etsin.”

Diyerek yabancı sermaye konusunda ülke menfaatlerinin önemini vurgulamıştır. Günümüzde de ülkemize yarar sağlayacak yabancı sermayenin teşvik edilmesi gerekmekte ve ülke ekonomisine yarar sağlamayan yabancı sermaye açısından seçici davranılıp topyekün teşvikler ve özendirici politikalar izlenmemelidir. Örneğin, sıfırdan yatırıma gelen ve yeni istihdam yaratan yeşil alan (greenfield) yatırımları desteklenmeli; önündeki engeller kaldırılmaya çalışılmalıdır. Bunun aksine, mevcut kurulu kar yapan yerli sermayenin elindeki şirketlerin satışında ise daha dikkatli davranılması gerekmektedir. Reel sektör üzerinde herhangi bir etki yapmayan spekülatif amaçlı sermaye açısından da, gerekli uluslararası konjonktür sağlandığında verilmiş olan teşviklerden vazgeçilmesi hem bu tür sermayenin maliyeti (faiz ödemeleri) hem de yarattığı riskler (yerli paranın aşırı değerlenmesi) üzerinde olumlu etkiler yaratabilir.

Kısaca özetlersek, istenilen büyüme rakamlarına ulaşmak için yurtiçi tasarruf oranlarını arttırmalıyız. Fakat bu amaçla yabancı yatırımlardan ziyade sürdürülebilir ve

hızlı ekonomik büyümeyi sağlayarak; kişilerin gelirlerinin buna bağlı olarak da tasarruflarının (keynesyen mutlak gelir hipotezi) artmasını sağlamaya çalışmalıyız. Çalışmamızın sonunda yaptığımız ekonometrik analiz sonucunda da büyüme oranlarındaki artışların ekonometrik olarak anlamlı ve kuvvetli şekilde tasarrufları arttırdığını bulmuştuk.

Çalışmamızın yukarıda kısaca bahsettiğimiz sonuçlarını daha iyi açıklayabilmek için Türkiye'deki ve dünyadaki konu hakkındaki olaylardan örnekler vermek; sonucu pekiştirmek için yararlı olacaktır. Örneğin Türkiye'de, yerli yatırımcının faiz kazancı elde etmek için yatırdığı paranın gelirinden %10 stopaj vergisi kesilmektedir. Fakat, aynı amaçla yatırım yapan yabancı kaynaklı yatırımcıların gelirleri vergiye tabi değildir. Aynı şekilde, borsada yatırım yapan yerli yatırımcılar hisse senetlerini 1 yıldan önce elden çıkarırlarsa, alım-satım arasındaki fark için %10 vergi ödemektedirler. Ancak, borsanın %70'ine sahip yabancı yatırımcılar (yurtdışı bankalar aracılığıyla paralarını yurtiçi kaynaklara yönelten yerli yatırımcılar dahil) hiç vergi ödememektedir. Son olarak da, çalışmamızın ilk bölümünde değinilen, yeni finansal araçlardan olan türev işlemlerinden vergi alınmamaktadır. Bu birkaç örneği sıraladıktan sonra, yurtiçi tasarruflar veya yatırımlar üzerinde hiçbir doğrudan etki yaratmayan yabancı sermayeye vergi avantajları ve yüksek getiri sağlanarak ülkeye çekilmeye çalışılmasının Türkiye ekonomisine yarar sağlayabileceğini söylemek olurlu değildir. Bu spekülatif kazançlar teşvik ediliyorken, yerli ya da yabancı olsun, yatırımcıların risk alarak reel sektöre yatırım yapmalarını beklemek ekonomik gerçeklerle bağdaşmamaktadır.

Türkiye'deki örneklerden sonra, konumuzla ilgili birkaç örnekte dünyadan gösterilebilir. OECD, bağımsız varlık fonları ve alıcı ülke politikalarıyla ilgili Haziran 2008'de yayınladığı Paris Deklarasyonu'nda alıcı ülkeler için bağımsız varlık fonlarına (SWF) ilişkin uyarılarda bulunmuştur. OECD küresel çapta hareket eden trilyon dolarlık bağımsız varlık fonlarının (SWF) gittiği ülkelerde güvenlik sorunu oluşturmaması için, bu fonları kabul eden ülkelerin saydam olmak koşuluyla kısıtlamalar getirebilmesini benimsemiştir. Ayrıca bu deklarasyonda ticari amaçlardan çok siyasi amaçlarla motive edilmeleri halinde SWF'lerin endişe kaynağı olabileceği ve ulusal güvenlik kaygılarının yükselmesine neden olabileceği belirtilmiştir.

KAYNAKÇA:

Kitaplar, Raporlar ve Makaleler:

ADDA, Jacques, Ekonominin Küreselleşmesi, İletişim Yayınları, İstanbul – 2002

AKDİŞ, Muhammet(a), Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, YASED Yayınları, İstanbul – 1988

AKDİŞ, Muhammet(b), Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Basım-Yayım Dağıtım, İstanbul – 2000

AKLAN, Necla A.(a), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, Dış Ticaret Dergisi, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, Ankara – 1997

AKLAN, Necla A.(b), “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, Balıkesir Üniversitesi Dergisi, Sayı: 7, Balıkesir – 2002

AKYÜZ, Y., GORE, C., “The Investment-Profits Nexus in East Asian Industrialisation”, UNCTAD Discussion Paper, No: 91 – 1994

AYDIN, M. Faruk, US, Vuslat, “Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler”, Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı: 3, Ankara -2007/I

ASLAN, Nurdan, Uluslararası Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, İstanbul – 1997

ATO (Ankara Ticaret Odası), Aylık Ekonomik Görünüm: Mart 2008, Hazırlayan: Önder Doğan, Ankara – 2008

ATO (Ankara Ticaret Odası), Aylık Ekonomik Görünüm: Şubat 2008, Hazırlayan: Önder Doğan, Ankara – 2008

BAL, Harun, Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul – 2001

BARIŞIK, Salih, AÇIKGÖZ, Ersin, “Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi (1992-2005 Dönemi VAR Analizi)”, Tisk Akademi, Cilt: 2, Sayı:3, Ankara – 2007/I

- BAYRAKTUTAN, Yusuf, “Bilgi ve Uluslararası Ticaret Teorileri”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:4, Sayı: 2, Sivas – 2003
- BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1998 – 58, İstanbul – 1998
- BERKSOY, Taner, “Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz- 24 Ocak 1980’den 5 Nisan 1994’e”, 93-94 Petrol İş Yıllığı, İstanbul – 1995, s. 596-622
- BLOMSTROM, Magnus, KOKKO, Ari, “Human Capital and Inward Capital”, CEPR-Working Paper: 167, 2003
- BHAGWATI, Jagdish N., PANAGARIYO, Arvind, SRINIVASON, T.N., Lectures on International Trade: Second Edition, The MIT Press, Cambridge, London – 1998
- BORATAV, Korkut, Yeni Dünya Düzeni: Nereye?, İmge Kitabevi, Ankara – 2000
- BOSUT, Levent, Foreign Direct Investment in Turkey – Mergers&Acquisitions and Private Equity, PDF Corporate Finance, 2004
- BOZKURT, Ünal, Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi, YASED Yayınları, No: 20, İstanbul – 1985
- BULUTOĞLU, Kenan, 100 Soruda Türkiye’de Yabancı Sermaye, 100 Soruda Dizisi, Gerçek Yayınevi, İstanbul – 1970
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., REINHART, C.M., “Inflows Of Capital To Developing Countries in The 1990’s”, The Journal Of Economic Perspectives, Vol.10, No:1, 1996
- CHANG, Ha-Joon, GRABEL, Ilene, Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı, İmge Kitabevi Yayınları, Çeviren: Emre Özçelik, Ankara – 2005,
- CAVES, Richard E., FRANKEL, Jeffrey A., JONES, Ronald W., World Trade and Payments, Fifth Edition, USA – 1990
- CHENERY, Hollis B., CLARK, Paul G., Endüstrilerarası İktisat, Çeviren: Cemil Çınar, Orta Doğu Teknik Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi yayınları, Yayın No: 5, Ankara – 1965, s. 289
- CORBO, V., HERNANDEZ, L., Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style Versus East Asian Style, World Bank Research Observer, s.3

<http://ideas.repec.org/p/wbk/wbps/1377.html>

- CÖMERT, Faruk(a), “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 2000
- CÖMERT, Faruk(b), “Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği” Hazine Dergisi, Sayı: 12, Ankara – 1998
- ÇAPRAZ, İlkey, DEMİRCİOĞLU, İpek, Türkiye’den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2003-14, İstanbul – 2003
- ÇİMENOĞLU, Ahmet, ÜLENGİN, B., YENTÜRK, Nurhan, “Türkiye’de Tasarruf – Yatırım-Büyüme İlişkisinin Yönü”, İstanbul Bilgi Üniversitesi Working Paper, 2005
- ÇİMENOĞLU, Ahmet, YENTÜRK, Nurhan,(a) “Impacts of Capital Inflows on the Turkish Economy”, Emerging Markets Finance and Trade, Vol: 41, No: 1
- ÇİMENOĞLU, Ahmet, YENTÜRK, Nurhan,(b) "Türkiye’de Tasarruf-Yatırım-Büyüme arasındaki İlişkiler" İTÜ İşletme Fakültesi, **İşletme Mühendisliği Tartışma Yazıları**, no: 24/ 2002
- DEMİRCAN, Hayrettin, Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri, T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara – 2003
- DOĞUKANLI, Hatice, Uluslararası Finans, Nobel Kitabevi, Adana – 2001
- EICHENGREEN, Barry, Capital Flows and Crises, Massachusetts Institute of Technology (MIT) Pres, Cambridge-London – 2003
- ERCAN, Metin Kamil, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı Ve Krizler Arasındaki İlişki”, Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2, Ankara – 2001
- EROL, İbrahim, Para-Banka Teori ve Politika, Emek Matbaası, Manisa - 2006
- EROĞLU, Nadir, Küreselleşme: İktisadi Yönelimler ve Sosyo-politik Karşıtlıklar, Om Yayınevi, Derleyen: Alkan Soyak, İstanbul – 2002

- ERTÜRK, Emin, Uluslararası İktisat: Teori-Politika, İktisadi Birleşme – Uluslararası Parasal İlişkiler, Ekin Kitabevi, İstanbul – 1996
- EĞİLMEZ, Mahfi, “Reel Faiz Niçin Yüksek?”, Radikal Gazetesi, 23.09.2007
- ESEN, Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerden Sermaye Kaçışı: Ölçülmesi, Nedenleri ve Sonuçları,” Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 5, İstanbul – 1990
- FRİEDMAN, Thomas L., World Is Flat: A Brief History of Twenty-First Century, New York – 2005
- IMF, Housing and the Business Cycle, World Economic Outlook, April – 2008
- IMF, Globalization and Inequality, World Economic Outlook, October – 2007
- IMF, The Global Economy After September 11, World Economic Outlook, Washington – 2001
- IMF, “Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues,” Economic Issues, No: 17, 1999
- İNSEL, Aysu, SUNGUR, Nesrin, Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III-1999VI, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, Aralık – 2003
- KARABULUT, Gökhan, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları, İstanbul – 2002
- KARAKAYALI, Hüseyin(a), Ekonomi Kuramı: Mikro ve Makro Çözümleme, Emek Matbaası, Manisa – 2008
- KARAKAYALI, Hüseyin(b), Makro İktisat, Emek Matbaası, Manisa – 2005
- KARLUK, Rıdvan(a), Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika, Beta Basım-Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul – 2003
- KARLUK, Rıdvan(b), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Alfa Yayınları, İstanbul – 1983
- KARLUK, Rıdvan(c), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İTO Ekonomik Yayınlar Dizisi, No: 13, İstanbul – 1983

- KAYA, Y., Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Devlet Planlama Teşkilatı Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487, Ankara – 1998
- KAZGAN, Gülten(a), Ekonomide Dışa Açık Büyüme, İstanbul Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul – 1988
- KAZGAN, Gülten(b), Küreselleşme ve Ulus-Devlet: Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul – 2002
- KINDLEBERGER, Charles P., Uluslararası İktisat, Doğan Yayınevi, Birinci Cilt, Çeviren: Necdet Serin, Ankara – 1970
- KOCH, Richard, A'dan Z'ye İşletme ve Finans: Araç Terim ve Teknikler için Tanımlayıcı Rehber, Globus Dünya Basımevi, Dünya Yayınları Ekonomi Dizisi:3, 1997
- KÖSE, A.H., ŞENSES, F., YELDAN, Erinç(a), Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar, İktisat Üzerine Yazılar I, İletişim Yayınları, İstanbul – 2003
- KÖSE, A.H., ŞENSES, F., YELDAN, Erinç(b), İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, İktisat Üzerine Yazılar II, İletişim Yayınları, İstanbul – 2003
- KULA, Ferit, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2, Sivas – 2003
- GÜNDOĞAN, Naci, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerindeki Etkileri”, Hazine Dergisi, Ocak-Nisan, Ankara – 2002
- GALBRAİTH, John Kenneth(a), SALİNGER, Nicole, Ekonomik Yaşamın Güncel Sorunları, “Tout Savoir Ou Presque Sur l'économie”, Cem Yayınevi, Çeviren: Özer Ozankaya, İstanbul – 1991
- GALBRAİTH, John Kenneth(b), Kuşku Çağı, Ekonomik Gelişmeler Tarihi, Altın Kitaplar Yayınevi, Çeviri: Reşit Aşçıoğlu, Nilgün Himmetoğlu, İstanbul – 1989
- GALBRAİTH, John Kenneth(c), Ekonomi Kimden Yana, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul – 1990
- Milliyet Ekonomi Servisi, “En Yüksek Faiz Türkiye’de...”, ANKA Haber Ajansı, Ankara – 18.09.2007

- OKUR, Ahmet(a), İktisadi Düşüncenin Evrimi, Güleç Matbaacılık, İzmir – 2000
- OKUR, Ahmet(b), İktisadi Sistemler, Güleç Matbaacılık, İzmir – 2000
- ÖZTÜRK, Lütfü, “Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış” Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:3, Sayı:7, Antalya – 2004
- Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, DPT, Ankara – 2000
- Resmi Gazete, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu Uygulama Yönetmeliği, 20 Ağustos 2003
- Resmi Gazete, 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003
- RODRİK, Dani, Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleşmeli?, Sabah Kitapları, Çağdaş Bakışlar, İstanbul – 2000
- SARITAŞ, Hakan, “Türkiye’nin Avrupa Birliği ile Entegrasyonunun Uluslararası Portföy Yatırımları Üzerine Etkisi”, www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/TURKIYENINAVRUPA.pdf, 10.12.2007
- ŞAMİLOĞLU, Famil, Küreselleşme Sürecinde Finansal Kaynak Sorunu, Gazi Kitabevi, Ankara – 2002
- ŞAHİN, Afşin, “Çok Uluslu Şirketlerin Davranışlarının Genel Açıklamaları ve Teorik Yaklaşımlar”, Stradigma.com Aylık Strateji ve Analiz Dergisi, www.stradigma.com
- SEYİDOĞLU, Halil(a), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul – 2007
- SEYİDOĞLU, Halil(b), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı: 4, İstanbul – 2003
- STİGLİTZ, Joseph E., Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı , (Globalization And It’s Discontent), Çeviren: Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, İstanbul – 2002

- STİGLİTZ, Joseph E., 90'ların Yükselişi Dünyanın en Parlak 10 Yılı'nın Hikayesi, Güncel Kitaplar Dizisi, Çeviri: Barış Güven, Aytül Özer, İstanbul – 2003
- SÖNMEZ, Sinan, Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikten Küreselleşmeye, İmge Kitabevi, İstanbul – 1998
- SÖNMEZ, Atilla, Doğu Asya Mucizesi ve Bunalımı: Türkiye için Dersler, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul – 2001
- ŞAHİN, Hüseyin, Türkiye Ekonomisi, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa – 1998
- The International Encyclopedia of the Social Sciences, Mc Millan Co., Cilt:8, 1968, s. 28
- TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu 2007 IV, Ankara – 2008
- YASED, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Değerlendirme Raporu, Mart 2008
- YELDAN, Erinç, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları, İstanbul – 2003
- YENTÜRK, Nurhan(a), Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul – 2003
- YENTÜRK, Nurhan(b), "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri", İktisat Dergisi, No: 366-367, İstanbul – 1997
- YENTÜRK, Nurhan(c), Finansal Serbestliğin Reel Sektöre Etkileri, Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) Raporu, İstanbul – 1995
- YÜKSEL, Öznur, Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara – 1999
- ULAŞ, Dilber, Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejisi Olarak Ortak Girişimler ve Türkiye Uygulamaları, Turhan Kitabevi, Ankara – 2003
- World Bank, Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries I:Review, Analysis and Outlook, Washington DC – 2007
- World Bank, World Development Indicators, 2008
- UNCTAD, World Investment Prospects, 2007-2009

- UNCTAD, Handbook of Statics, 2006-07
- UNCTAD, Development and Globalization: Facts and Figures, 2008
- UNCTAD, World Investment Report, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development 2007, New York and Geneva – 2007
- UNCTAD, Trade and Development Report, Cenevre – 2001
- Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni: Şubat 2008, T.C. Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Ankara – 2008
- URAS, Güngör, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İktisadi Yayınlar Dizisi, İstanbul – 1979
- URAS, Güngör, “Faize, Döviz, Borsaya Vergi”, Olayların İçinden, 28.06.2008
- UYGUR, Ercan, Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey, Central Bank of The Republic of Turkey, Ankara – 1993
- T.C Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleriyle Türkiye Uygulaması, T.C. Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara – 2007
- T.C Hazine Müsteşarlığı, Cumhuriyetin 80.Yılı Özel Sayısı, Hazine Dergisi, Ankara – 2003
- VERNON, Raymond, “International Investment and International Trade in The Product Cycle”, Quarterly Journal of Economics
- VOS, R., “Prospects Of Financial Flows To Developing Countries İn The 1990’s: The Global Macroeconomiz Trade-Offs”, International Monetary And Financial Issues For 1990s, UNCTAD, Volume II – 1993
- YASED, “Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler”, Yabancı Sermaye Koordinasyon Derneği, Yayın No: 3, İstanbul – 1993
- YELDAN, Erinç, “Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi” 95-96 Petrol İş Yıllığı, İstanbul – 1995

Tezler:

- AÇIKGÖZ, Ersin, Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği, Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak – 2006
- AKDOĞAN, Derya Melek, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ücretler ve İstihdam Üzerindeki Etkileri, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir – 2007
- AYDEMİR, Ferhan, Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları: Yatırım Gelişme Yoluyaklaşımı Üzerine Bir Araştırma, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri – 2006
- AYDOĞUŞ, Özgür, Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme: Ekonometrik Bir Analiz, Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Afyon – 2006
- APAN, Evrim, Türkiye'nin Yurt Dışına Doğrudan Yatırımları ve Türk Firmalarının Doğrudan Dış Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara – 2006
- ASLAN, Ayperi Yeşim, Globalleşme, Yabancı Sermaye Hareketleri, Para Krizleri: Türkiye Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İzmir – 2004
- BAYRAKTAR, Cahide, Geçiş Ekonomilerinde Özelleştirme ve Yabancı Sermaye Hareketleri, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara – 2006
- ÇATALOLUK, Cuma, Küreselleşme Sürecinde IMF İstikrar Programlarının Etkinliği: Türkiye Örneği, Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Manisa – 2005
- FİDAN, Erkal, Yabancı Sermaye Yatırımlarının Kalkınma Sürecine Etkileri ve Türkiye Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İzmir – 1992

- GÜNEŞ, Canan, Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisine Etkileri, Kafkas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kars – 2006
- GÖKSU, Erhan, Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir – 2005
- İNANDIM, Şeyda, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara – 2005
- SAĞLAMER, Erdem, Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir - 2003
- YAŞAR, Ercan, Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Türkiye’deki Ücretler Üzerindeki Etkileri, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kütahya – 2005
- YORULMAZ, Fatih, Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye Ekonomisine Etkileri (1990-2002), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Konya - 2006

İnternet Sayfaları:

www.worldbank.org

www.tcmb.gov.tr

www.unctad.org

www.imf.org

www.dpt.gov.tr

www.yased.org.tr

www.oecd.org

www.ocomonitor.com

www.ekonomikyorumlar.com