

T. C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN
KOBİ FİNANSMANINA ETKİLERİ:
İMKB'DE BİR UYGULAMA

SELMAN DURAN
DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DANIŞMAN
DOÇ. DR. CEMAL ZEHİR

GEBZE

2013

T. C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN
KOBİ FİNANSMANINA ETKİLERİ:
İMKB'DE BİR UYGULAMA

SELMAN DURAN
DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DANIŞMAN
DOÇ. DR. CEMAL ZEHİR

GEBZE

2013



DOKTORA TEZİ JÜRİ ONAY SAYFASI

G.Y.T.E. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve/..... sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 28/02/2013 tarihinde tez savunma sınavı yapılan Selman Duran'ın tez çalışması İşletme Anabilim Dalında DOKTORA tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE
(TEZ DANIŞMANI) : Doç Dr. Cemal ZEHİR

ÜYE : Prof. Dr. Gökhan ÖZER

ÜYE : Prof. Dr. Münevver ÇETİN

ÜYE : Doç Dr. Hüseyin İNCE

ÜYE : Yard. Doç. Dr. Emine YILMAZ

ONAY

G.Y.T.E. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun/...../20... tarih ve/..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

ÖZET

TEZİN ADI:

KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN KOBİ FİNANSMANINA ETKİLERİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

(SELMAN DURAN)

Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) ekonomiye önemli katkıları bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde istihdamın ve üretimin önemli bölümünü sağlayan KOBİ'lerin büyüebilmesi ve rekabet güçlerinin artabilmesi için, özkaynakları dışında sağladıkları alternatif finansman olanaklarının bulunması gerekmektedir. Yabancı Kaynaklar da bu alternatiflerden bir tanesi olarak değerlendirilebilir.

Çalışmada KOBİ'lerin finansman olanakları incelenerek bir alternatif olarak KOBİ'ler için kısa vadeli yabancı yatırımların ne kadar etkin bir finansman sağladıkları ele alınmaktadır. Özellikle Portföy yatırımlarının kısa vadede kar realizasyonu sağlamak amacıyla girdikleri ülkelerde nasıl bir ekonomik katkı yaptıkları ve bu katkının ekonomi politik açıdan avantaj ve dezavantajları incelenmektedir.

Yapılan analizler sonucunda özellikle finansman açısından büyük işletmelere kıyasla ciddi bir yetersizlik içerisinde olan KOBİ'lerin Kısa vadeli yabancı yatırımların kullanımında da paralel bir durum içerisinde oldukları tespit edilmektedir. İstikrarlı bir ekonomik yapı içerisinde borçlanma faiz oranlarının çift haneli rakamlarda olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımlardan pay alabilmek finansal anlamda rekabetçi olabilmek için kilit rol üstlenmektedir. Ancak görülmektedir ki KOBİ'ler finansman anlamında büyük oranda kendi kaynaklarını ya da iç borçlanma yollarını tercih etmektedirler.

Anahtar Kelimeler: KOBİ, KOBİ Finansmanı, Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

THE NAME OF THESIS:

**(THE EFFECTS OF FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT ON SMES
FINANCE: AN APPLICATION ON ISE)**

(SELMAN DURAN)

SMEs have great contributions to economy. Alternative Financial facilities are required for SMEs which provide the important part of the employment and manufacturing especially in developing countries to improve and increase their competitiveness. Foreign investments can also be considered as one of these alternatives.

In the study it is examined the possibilities of SMEs to finance for SMEs as an alternative to short-term foreign investments, how effectively they provide a financing are discussed. It is investigated how portfolio investments which enter countries in order to provide short-term profit taking, can make an economic contribution and what their advantages and disadvantages in terms of economy politics.

As a result of the analysis compared to large enterprises, especially in terms of financing SMEs, which is a serious deficiency in the use of short-term foreign investment is determined to be in a parallel situation. Borrowing interest rates in a stable economic structure in developing countries like Turkey, where double-digit figures, foreign investment plays a key role in order to be competitive financially able to pay. However, it is seen that SMEs in terms of financing from its own resources or prefer domestic borrowing ways.

Key Words: SME, SMEs Finance, Foreign Portfolio Investment, Panel Data Analysis

TEŞEKKÜR

Öncelikle, bu tezin tamamlanmasında tavsiyeleriyle yol gösteren, çalışma süresince geçirdiğimiz tüm zorlu aşamalarda desteğini esirgemeyen, şahsıma ait eksiklik ve noksanlıkları tolere ederek motivasyonumu artıran değerli tez danışmanım Doç. Dr. Cemal Zehir'e şükranlarımı sunmayı bir borç olarak addediyorum.

Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsünde ders dönemi ve tez dönemlerinde hem akademik alanda hem de beşeri alanda, değerli mesailerinden zaman ayırarak akademik yetenek ve yetkinliklerimizi geliştiren ve zenginleştiren enstitümüzün değerli öğretim üyelerine üzerimizdeki tüm emekleri için teşekkürlerimi sunuyorum.

Tezin analiz bölümünde hem teorik hem de uygulama anlamında bilgi ve tecrübelerini aktararak cömertçe paylaşım sağlayan ve İTÜ'deki derslerine davet etmek suretiyle panel veri analizi konusunda eksiklerimi gideren Sayın Yrd. Doç. Dr. Mehtap Hisarcıklılar'a teşekkürlerimi sunuyorum.

Lisansüstü eğitimin başlarından itibaren eğitime uygun ortam sağlayarak akademik kariyeri önemseyen ve destekleyen kurumum Beykent Üniversitesi'nin mütevelli ve yöneticilerine teşekkürlerimi sunuyorum.

Yaşantımın her döneminde varlığı ile güven veren ve hayata sürekli olumlu bakabilmeyi öğreten ilk öğretmenim kıymetli Babam'a ve şefkat abidesi merhum Annem'e hiçbir teşekkür ifadesinin kifayet etmeyeceğinin bilinciyle söz söylememeyi tercih ediyorum.

Adını burada saymadığım az ya da çok doğrudan ya da dolaylı çalışmaya katkı veren tüm dostlarıma şükranlarımı sunuyorum

Yaşamın bölünmez bir bütün olduğu anlayışını benimseyen biri olarak özellikle akademik çalışmaların yoğunlaştığı ve yaşamın doğal bir parçası halini aldığı zamanlarda disiplinli kişiliğiyle tezimin analiz kısmında bizzat benimle birlikte emek veren sevgili eşime ve oğullarıma bilhassa müteşekkir olduğumu belirtmem gerekir.

İÇİNDEKİLER DİZİNİ

	Sayfa
ÖZET	i
TEŞEKKÜR	iii
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	iv
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	x
TABLOLAR DİZİNİ	xii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİ'LER)	4
1.1. KOBİ KAVRAMI	4
1.2. KOBİ TANIMLARI	6
1.2.1. Tanımlamada Kullanılan Ölçütler	7
1.2.2. Örnek Ülke Tanımları	9
1.2.2.1. Amerika Birleşik Devletleri(ABD)'nde KOBİ Tanımı	9
1.2.2.2. Japonya'da KOBİ Tanımı	10
1.2.2.3. Çin'de KOBİ Tanımı	11
1.2.2.4. Brezilya'da KOBİ Tanımı	13
1.2.2.5. Rusya'da KOBİ Tanımı	13
1.2.2.6. Avustralya'da KOBİ Tanımı	14
1.2.3. Uluslararası Örgütlerin KOBİ Tanımları	14
1.2.3.1. Avrupa Birliği(AB)'nin KOBİ Tanımı	14
1.2.3.2. OECD'nin KOBİ Tanımı	15
1.2.3.3. Dünya Bankası(WB) KOBİ Tanımı	15
1.2.4. Türkiye'de KOBİ Tanımları	15
1.2.5. Basel-II Standardına Göre KOBİ Tanımı	18
1.3. KOBİ'LERİN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ	19
1.3.1. Dünyadaki Gelişim Süreci	19
1.3.2. Türkiye'deki Gelişim Süreci	23
1.4. KOBİ'LERİN EKONOMİDEKİ YERİ VE ÖNEMİ	26
1.4.1. KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri	26
1.4.2. KOBİ'lerin Önemi	31
1.5. KOBİ'LERİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ	34

İKİNCİ BÖLÜM: KOBİ'LERİN FİNANSMANI	36
2.1. KOBİ'LERİN FİNANSMAN SORUNLARI	37
2.1.1. Özsermaye Yetersizliğinden Kaynaklanan Finansman Sorunları	38
2.1.2. Çalışma Sermayesi Yetersizliğinden Kaynaklanan Finansman Sorunları	40
2.1.3. Finans Kurumlarının Çalışma Yöntemlerinden Kaynaklı Finansman Sorunları	41
2.1.4. Mali Piyasalardan Kaynaklanan Finansman Sorunları	42
2.1.5. Yeni Gelişen Finansman Yöntem ve Araçlarının Kullanılmamasından Kaynaklanan Finansman Sorunları	43
2.1.6. Kurumsal Yapı ve Yönetim Organizasyondan Kaynaklanan Finansman Sorunları	44
2.2. KREDİ AĞIRLIKLİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	45
2.2.1. Bankacılıkta Kredi Ağırlıklı Finansman Yöntemleri	46
2.2.2. Banka Dışı Kredi Ağırlıklı Finansman Yöntemleri	49
2.2.2.1. Faktoring	50
2.2.2.2. Finansal Kiralama (Leasing)	51
2.2.2.3. Forfaiting	52
2.2.2.4. Kredi Garanti Fonu (KGF)	54
2.2.2.5. Satıcı Kredileri	55
2.2.3. KOBİ'lerin Finansmanına Yönelik Kamu Destekleri	56
2.2.3.1. KOSGEB Kredi Faiz Desteği	57
2.2.3.2. Halk Bankası Kredileri	61
2.2.3.3. Uluslararası Kuruluşlardan Sağlanan Krediler	65
2.2.3.4. Türkiye Kalkınma Bankası Kredileri	65
2.2.3.5. Mikro Krediler	67
2.2.3.6. Türk Eximbank Kredileri	72
2.3. SERMAYE PİYASALARI AĞIRLIKLİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	73
2.3.1. KOBİ Borsaları	74
2.3.1.1 Genel Özellikleri ve İşleyişi	75
2.3.1.2. Uygulama Örnekleri	76
2.3.1.2.1. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)	76
2.3.1.2.2. KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotations)	77
2.3.1.2.3. AIM (Alternative Investment Market)	78
2.3.2. Girişim Sermayesi	78
2.3.2.1 Girişim Sermayesi Genel Özellikleri	79

2.3.2.2. Risk Sermayesi ve İşleyişi Modeli	80
2.3.3. KOBİ Borsası	82
2.4. KOBİ'LERİN FİNANSMANINDA BANKA KREDİLERİNİN YERİ	83
2.5. BANKALARIN KOBİ'LERE SAĞLADIKLARI KREDİ TÜRLERİ	92
2.5.1. Nakdi Krediler	93
2.5.2. Gayri nakdi Krediler	94
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	96
3.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ	98
3.1.1. Resmi Nitelikli Sermaye Hareketleri	98
3.1.2. Özel Nitelikli Sermaye Hareketleri	98
3.1.3. Doğrudan Yatırımlar	99
3.1.4. Portföy Yatırımları	99
3.1.5. Diğer Yatırımlar	100
3.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ	100
3.2.1. Sermaye Hareketlerinin Yöneldiği Ülkeye Ait Faktörler	100
3.2.1.1. Ülkelerin Kaynak İhtiyaçları	101
3.2.1.2. Yapısal Reformlar	103
3.2.1.3. Yatırım Araçlarının Getiri Oranları	104
3.2.1.3.1. Hisse Senedi Getiri Oranları	104
3.2.1.3.2. Faiz Oranları	106
3.2.1.4. Finansal Serbestleşme	107
3.2.1.4.1. Finansal Serbestleşmenin Kavramı	107
3.2.1.4.2. Finansal Serbestleşmeyi Hazırlayan Ortam ve Deregülasyon Süreci	109
3.2.1.4.3. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci	113
3.2.1.5. Enflasyon Oranları, Döviz Kurları ve Faiz Oranları	116
3.2.1.6. Özelleştirme Çalışmaları Satın Alma ve Birleşmeler	117
3.2.2. Sermaye İhraççısı Ülkelere Ait Faktörler	121
3.2.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ülkelerdeki Ekonomik Gelişmeler	121
3.2.2.2. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış	124
3.2.2.3. Bilgi İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler	126
3.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ	127
3.3.1. Reel Ekonomi Üzerindeki Etkileri	127
3.3.2. Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri	129
3.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ	129

3.4.1. Küresel Sermaye Hareketlerinin Hacmi	129
3.4.2. Türkiye’deki Sermaye Hareketlerinin Hacmi	136
3.5. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ	138
3.5.1. Portföy Sermaye Hareketlerinin Türleri	139
3.5.1.1. Ortaklık Hakkı Veren Enstrümanların Meydan Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri	139
3.5.1.2. Alacak Hakkı Veren Enstrümanların Meydana Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri	140
3.5.2. Portföy Sermaye Hareketlerinin Türkiye’deki Gelişimi	144
3.5.3. Portföy Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	145
3.5.3.1. Siyasi İstikrar	146
3.5.3.2. Hukuki Düzenlemeler	146
3.5.3.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon	147
3.5.3.4. Makro-Ekonomik İstikrar	147
3.5.3.5. Enformasyon Teknolojisi	147
3.5.4. Portföy Sermaye Hareketlerinin Faydaları	148
3.5.5. Portföy Sermaye Hareketleri Önündeki Engeller	148
3.5.5.1. Genel Riskler	148
3.5.5.1.1. Ülke Riski	149
3.5.5.1.2. Döviz Kuru Riski	149
3.5.5.2. Kurumsal Sınırlamalar	149
3.5.5.2.1. Vergilendirme	150
3.5.5.2.2. Döviz Kontrolleri	150
3.5.5.2.3. Sermaye Piyasası Düzenlemeleri	150
3.5.5.2.4. İşlem Maliyetleri	151
3.5.5.2.5. Yabancı Pazarları Tanıma	151
3.5.6. Portföy Sermaye Hareketlerinin Etkileri	152
3.5.6.1. Dünya’daki Etkileri	154
3.5.6.2. Türkiye’deki Etkileri	155
3.6. ÖDEMELER DENGESİ VE PORTFÖY YATIRIMLARI	157
3.6.1. Ödemeler Dengesi ve Yapısı	157
3.6.1.1. Ödemeler Dengesinin Ana Hesap Gruplarının Tanıtımı	159
3.6.1.1.1. Cari işlemler Hesabı	160
3.6.1.1.1.1. Mal ve Hizmetler	160
3.6.1.1.1.2. Gelirler	160

3.6.1.1.1.3. Cari Transferler	160
3.6.1.1.2. Sermaye ve Finans Hesapları	161
3.6.1.1.2.1 Doğrudan Yatırımlar	161
3.6.1.1.2.2. Portföy Yatırımları	161
3.6.1.1.2.3. Finansal Türevler	162
3.6.1.1.2.4. Diğer Yatırımlar	162
3.6.1.1.2.5. Rezerv Varlıklar	162
3.6.1.1.3. Net Hata ve Noksan	163
3.6.2. Cari İşlemler Hesabı Dengesi	163
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN KOBİ FİNANSMANI ÜZERİNE ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ	166
4.1 PANEL VERİ ANALİZİ	166
4.1.1 Panel Veri Analizi	166
4.1.2 Panel Veri Modelleri	174
4.1.2.1 Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli	176
4.1.2.2 Tek Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli	177
4.1.2.3 Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli	178
4.1.2.4 Çift Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli	178
4.1.3 Dinamik Panel Veri Modelleri	179
4.1.3.1 Tesadüfi Etkili Dinamik Panel Veri Modelleri	180
4.1.3.2 Sabit Etkili Dinamik Panel Veri Modelleri	180
4.1.4 Hipotez Testleri	180
4.1.4.1 F Testi	181
4.1.4.2 Olabilirlik Oran (Likelihood Ratio, LR) Testi	181
4.1.4.3 Hausman Testi	181
4.1.4.4 Farklı Varyanslılık (Heteroscedasticity)	182
4.1.4.5 Otokorelasyon (Autocorrelation)	182
4.2 KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN KOBİ FİNANSMANI ÜZERİNE ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ	183
4.2.1 Araştırmanın Konusu ve Amacı	183
4.2.2 Literatür İncelemesi	184
4.2.3 Araştırmanın Yöntemi	193
4.2.4 Araştırmada Kullanılan Veri ve Değişkenler	193
4.2.5 Araştırma Bulguları	195

4.2.5.1 Yabancı Sermayenin Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	197
4.2.5.2 Yabancı Sermayenin Finansal Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	204
4.2.5.3 Yabancı Sermayenin Ticari Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	207
4.2.5.4 Yabancı Sermayenin Net İşletme Sermayesi Üzerindeki Etkisi	209
4.2.5.5 Yabancı Sermayenin Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	212
4.2.5.6 Yabancı Sermayenin Finansal Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	214
4.2.5.7 Yabancı Sermayenin Ticari Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi	216
4.2.5.8 Yabancı Sermayenin Özsermaye Üzerindeki Etkisi	217
4.2.5.9 Yabancı Sermayenin Toplam Kaynaklar Üzerindeki Etkisi	219
4.2.5.10 Yabancı Sermayenin Satış Gelirleri Üzerindeki Etkisi	222
4.2.5.11 Yabancı Sermayenin Satışların Maliyeti Üzerindeki Etkisi	223
4.2.5.12 Yabancı Sermayenin Faaliyet Karı Üzerindeki Etkisi	225
4.2.5.13 Yabancı Sermayenin Finansman Giderleri Üzerindeki Etkisi	226
4.2.5.14 Yabancı Sermayenin Net Dönem Karı Üzerindeki Etkisi	227
SONUÇ	229
KAYNAKÇA	235
EKLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

- AIM: Alternative Investment Market
- APEC: Asia-Pacific Economic Cooperation
- BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- BSMV: Banka Sigorta Muamele Vergisi
- COMCEC: Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation
- DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
- ECB: European Central Bank
- ESKKK: Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri
- GİP: Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.
- GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla
- GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
- IMF: International Monetary Fund
- İDT: İktisadi Devlet Teşekkülleri
- İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- IMAA: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances
- KAP: Kamu Aydınlatma Platformu
- KGF: Kredi Garanti Fonu
- KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
- KOBİ: Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmeler
- KOSDAQ: Korean Securities Dealers Automated Quotations
- KOSGEB: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
- KÜSGEM: Küçük Sanayi Geliştirme Merkezi
- KÜSGET: Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı
- NAICS: North American Industry Classification System

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations

OECD: The Organisation for Economic Co-operation and Development

OSB: Organize Sanayi Bölgesi

SBA: Small Business Administration

SME: Small and Medium-sized Enterprises

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TBB: Türkiye Bankalar Birliği

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TGMP: Türkiye Grameen Mikrokredi Programı

TKB: Türkiye Kalkınma Bankası

TOBB: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TSPAKB: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

UNDP: United Nations Development Programme

UNIDO: United Nations Industrial Development Organization

WB: World Bank

YASED: Uluslararası Yatırımcılar Derneği

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo:	Sayfa No:
1-1: KOBİ Tanımı İçin SBA Tarafından Belirlenen Genel Standartlar	10
1-2: Japonya’da KOBİ Tanımı	11
1-3: Çin’in KOBİ Tanımlaması	12
1-4: Avrupa Birliği’nde KOBİ Tanımı	14
1-5: Türkiye’de Kullanılan Farklı KOBİ Tanımları	16
1-6: AB KOBİ Tanımı ve Türkiye’deki KOBİ Tanımının Karşılaştırılması	18
1-7: Basel II Standartlarına Göre KOBİ’lerin Sınıflandırılması	19
1-8: Sektör ve Çalışanlarına Göre İşletmelerin Dağılımı (2009)	27
1-9: KOBİ’lerin Çeşitli Ülke Ekonomilerindeki Yeri	28
1-10: Türkiye’de Sanayi ve Hizmet Sektörleri İtibarıyla KOBİ’lere ve Büyük İşletmelere İlişkin Temel Göstergeler, 2007	29
1-11: Esnaf ve Sanatkarların Mesleklere Göre Dağılımı (2009)	30
1-1: Sektörel Ortalama Çalışan Sayısı ve Katma Değer Miktarı, 2007	33
2-2: Kurucuların Finansman Tercihleri	39
2-3: Dünya Genelinde Faktoring Ciro Dağılımı	51
2-4: Dünyada Finansal Kiralama İşlemi ve Yatırımlardaki Payı (2011)	52
2-5: Yıllar İtibarıyla Sağlanan KOSGEB Kredi Desteğine İlişkin Bilgiler	59
2-6: 2006-2008 Yılları Arasında Uluslararası Kuruluşlardan Sağlanan KOBİ Kredi Bilgileri	65
2-7: Türkiye Kalkınma Bankası KOBİ Kredileri (2005-2010)	66
2-8: Mikrofinans Kuruluşları-Geleneksel Bankacılık Farkları	68
2-9: TGMP'nin Mikrokredi Verileri	70
2-10: MAYA’nın Yıllara Göre Verdiği Kredi Miktarı ve Üye Sayısı	71
2-11: Seçilmiş Ülkeler Reel Sektöre Verilen Krediler ve Faiz Oranlar (2009)	84
2-12: Toplam Banka Kredilerinin ve KOBİ Kredilerinin Takibe Dönüşüm Oranı*	90

3-1: Seçilmiş Ülkelerde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ya Oranı	102
3-2: Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı	105
3-3: Çeşitli Ülkelerdeki Yıllık Hazine Bonosu Faiz Oranları	106
3-4 Dünyada Yıllar ve Sektörler İtibariyle Özelleştirme Faaliyetleri (Milyon \$)	118
3-5 Son 20 yılın Dünya Çapında En Büyük Satın Alma ve Birleşme İşlemleri	118
3-6: Türkiye'de Satın Alma ve Birleşme Verileri	119
3-7: Türkiye'de Gerçekleştirilen Bazı Özelleştirme, Satın Alma ve Birleşmeler	120
3-8 Uluslararası Sermaye Hareketleri (Net, Milyar \$)	130
3-9 Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akışları (Net, Milyar \$)	131
3-10 Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyon \$)	137
3-11: Ödemeler Dengesi İçerisinde Portföy Yatırımlarının Ayrıntılı Sunumu (Milyon \$)	142
3-12: Yurtiçi Yerleşik ve Yurtdışı Yerleşik Yatırımcıların Türkiye'deki Portföy Yatırım Tercihleri (Milyon TL)	143
3-13: Ödemeler Dengesinin Şematik Yapısı	159
4-1: Çalışmanın Değişkenleri Arasındaki İlişkiler	195
4-2: KOBİ Verileri STATA Programı Özet Çıktısı	196
4-3: Büyük İşletme Verileri STATA Programı Özet Çıktısı	197
4-4: kvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	198
4-5: kvb için Değiştirilmiş Wald testi Program Çıktısı	199
4-6: kvb için DW ve LBI Testi Program Çıktısı	199
4-7: kvb için Dirençlendirilmiş Tahmin Ediciler Program çıktısı	200
4-8: kvb için Büyük İşletmeler Dirençlendirilmiş Tahmin Ediciler Program çıktısı	202
4-9: Kısa Vadeli Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu	203
4-10: finkvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	204
4-11: tickvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	207
4-12: niser için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	209
4-13: Uzun Vadeli Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu	211

4-14: uvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	212
4-15: finuvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	214
4-16: ticuvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	216
4-17: ozser için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	217
4-18: tkay için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	219
4-19: Genel Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu	221
4-20: sat için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	222
4-21: smal için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	223
4-22: fkar için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	225
4-23: fing için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	226
4-24: nkar için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları	227

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil:	Sayfa No:
2-1: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Reel Sektör Kredilerine ve Faiz Oranlarına	46
2-2: Forfaiting İşlem Süreci	53
2-3: Forfaiting İşlem Süreci	53
2-4: KGF Uygulama Süreci	55
2-5: KOSGEB Kredi Desteklerinin ve Toplam İmalat Sanayi İşletmelerinin Sektörler İtibarıyla Dağılımı (2007-2009)	60
2-6: 2006-2010 Yılları Halk Bankası KOBİ Kredi Miktarı ve Kredi Kullanan İşletme Sayısı	62
2-7: Halk Bankası KOBİ Kredilerinin İşletme Ölçekleri İtibarıyla Dağılımı (2006-2010)	63
2-8: Halk Bankası Kredileri İçinde KOBİ Kredilerinin Payı	63
2-9: Bankacılık Sektörü Toplam KOBİ Kredileri İçinde Halkbank KOBİ Kredilerinin Payı %	64
2-10: Türkiye Kalkınma Bankası KOBİ Kredileri	66
2-11: Türk Eximbank KOBİ Kredilerine İlişkin Veriler (2004-2009)	73
2-12: Risk Sermayesinin Çalışma Sistemi	81
2-13: Yıllar İtibarıyla Banka Aktifleri İçinde Menkul Kıymet ve Kredilerin Payı	86
2-14: 2006-2010 Yılları Arasında KOBİ Kredileri, Ticari/Kurumsal Krediler ile Bankacılık Sektörü Toplam Kredilerinin Değişimi (Milyar TL)	87
2-15: Dönemler İtibarıyla KOBİ Kredilerinin Toplam Krediler İçerisindeki Payı (%)	88
2-16: Reel Sektöre Verilen Krediler İçinde KOBİ Kredilerinin Payı (%)	89
2-17: 2006-2010 Yılları Arasında İşletme Ölçekleri İtibarıyla Kullanılan KOBİ Kredilerinin Değişimleri (%)	91
2-18: İşletme Ölçekleri İtibarıyla Ortalama Kredi Miktarları (Milyon TL)	92
3-1: Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Getiriler	104
3-2: Türkiye'de TÜFE, Faiz Oranları ve Kur	116

3-3: Uluslararası Satın Alma ve Birleşme Değerleri	119
3-4: Dünyadaki Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar \$)-ABD Merkez Bankası Hazine Bonosu Faiz Oranları İlişkisi	122
3-5: Yıllar İtibariyle Depo Sertifikalarının Ticareti	125
3-6: Atlas Modeli 2000-2011 Yılları arası en çok Portföy Girişi* olan Ülkeler	133
3-7: Bölgesel* Bazda Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (Milyar \$)	134
3-8: Gelişmiş Ülkelere Yönelik Net Portföy Akışları (Milyar \$)	135
3-9: Gelişmekte olan Ülkelere Yönelik Net Portföy Akışları ve Türkiye (Milyar \$)	136
3-10: Türkiye'ye Yönelik Portföy Sermaye Hareketleri	145
3-11: Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkisi	153

GİRİŞ

Günümüzde işletmelerin büyük çoğunluğunu küçük ve orta ölçekli işletmeler (KOBİ) oluşturmaktadır. Büyük firmalara göre daha dinamik bir yapıya ve esnek karar alma mekanizmasına sahip olan KOBİ'ler, bu özellikleriyle istihdam yaratma potansiyelini en iyi değerlendirebilecek işletmeler olarak tanımlanmaktadır. Özellikle küreselleşme süreci ile giderek yoğunlaşan ve bilgi ekonomisine dayalı bir kavram haline gelen rekabet, ekonomide ağırlıklı bir yere sahip olan KOBİ'lerin yapısal özelliklerinin daha iyi algılanmasını sağlayarak, KOBİ'lerin rekabet güçlerinin arttırılmasına yönelik politikaların izlenmesi gereğini ortaya koymuştur. KOBİ'lerin yapısal özelliklerini ekonomiye azami fayda sağlayacak şekilde kullanmaları, idari, yasal ve mali düzenlemeler açısından iş ortamını basitleştirici çeşitli önlemlerin uygulamaya koyulmasını gerektirirken, aynı zamanda işletmelerin rekabet gücünün arttırılması kapsamında araştırma-geliştirme, mesleki eğitim ve diğer alanlarda da destek sağlayıcı önlemleri gerekli kılmaktadır.

KOBİ'lerin faaliyette bulunan işletmelerin yaklaşık % 99'unu oluşturduğu AB'de, ekonomik büyüme, rekabet edebilirlik ve istihdam yaratılmasının teşvik edilmesinde KOBİ'lerin temel unsur oluşturduğu tüm üye devletlerce kabul edilmekte; işletme politikası KOBİ'lerin ihtiyaçlarını ve karşılaştıkları sorunları dikkate alarak rekabet edebilirliklerini güçlendirecek şekilde yapılandırılmakta ve bu doğrultuda çeşitli mekanizmalar uygulamaya konulmaktadır.

Yapıları itibariyle ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenen, yeniliklere daha kolay uyum sağlayabilen ve bireysel girişimciliği yönlendiren KOBİ'ler ise, bu özellikleriyle entegrasyon hareketi çerçevesinde önemli bir rol üstlenmektedir. Bu bağlamda Türk KOBİ'lerinin rekabet güçlerinin geliştirilmesi ve AB'deki potansiyel ortaklarıyla ülke ekonomisine çok daha fazla katkı sağlayacak girişimleri değerlendirme olanağının sağlanması büyük önem kazanmaktadır. Yapılan çalışmalarda, KOBİ'lerin en önemli sorunlarının yönetimsel yeteneklerin zayıflığı, kurumsallaşma ve finansman eksiklikleri olduğu ortaya çıkmaktadır. Finansman sorunu, hem yatırım hem de işletme sermayesi konusunda ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, pazarlama faaliyetleri, nitelikli personel istihdamı ve teknoloji geliştirme gibi birçok konuda yaşanan sorunların temelinde finansman sorunu

yatmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren KOBİ’lerin finansman sorunu, kamunun sürekli borçlanma ihtiyacından kaynaklanan enflasyon ve yüksek faiz nedeniyle daha da önem kazanmaktadır. Yaşanan ekonomik ve mali krizler, KOBİ’leri finanse edecek kaynaklarının erimesine yol açmıştır. Avrupa Birliği (AB) adaylık sürecinde, KOBİ’lerin rekabete hazırlanmaları ve bu bağlamda ekonomik ve sosyal yaşamdaki işlevlerini yerine getirmeleri için uygun finansman kaynaklarının sağlanması veya finansman kaynaklarının sağlanabilme ortamının oluşturulması gereklidir. KOBİ’lerin farklı finansman ihtiyaçlarını karşılayabilme ortamının yaratılması, çeşitli finansman araçlarının geliştirilmesi ve uygulama alanı bulması ile mümkündür. Bu da, ekonomideki karar vericilerin bilinçli ve planlı düzenleme ve uygulamaları ile mümkündür.

Dört bölümden oluşan bu çalışmanın ilk bölümünde küçük ve orta ölçekli işletme kavramı ve kapsamı, ülkelere göre küçük ve orta ölçekli işletme tanımı, Türkiye’de küçük ve orta ölçekli işletme tanımı ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin özellikleri incelenmiştir. İkinci bölümde küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansmanı açısından ekonomideki finansman olanakları ve KOBİ’lere özgü finansman imkanları ele alınmıştır. Üçüncü bölümde küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansal kaynak sağlaması açısından Yabancı yatırımlar ele alınarak Portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer kısa vadeli yabancı yatırımlar incelenmiştir. Son bölümde ise; küçük ve orta ölçekli işletmelerin yabancı sermaye yatırımlarından ne ölçüde faydalandıklarını değerlendirmek yönelik bir analiz çalışması ile kısa vadeli yabancı yatırımların KOBİ finansmanına etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki (İMKB) reel sektör firmalarının 2000 yılı sonrası mali tablolarından ve yayınlanan raporlarından derlenen veriler STATA, Eviews ve SPSS İstatistiksel Bilgisayar Programları kullanılarak değerlendirilmiştir.

Yabancı yatırımların KOBİ’lerin finansmanı üzerindeki etkileri; kısa vadeli finansman, uzun vadeli finansman ve özsermaye kullanımı bağlamında üç alt alanda değerlendirilmiş ve büyük işletmelerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde hem kısa vadeli finansman hem uzun vadeli finansman hem de özsermaye kullanımı üzerinde özellikle portföy yatırımlarının olumsuz etkiye sebep olduğu gözlemlenmiştir. Portföy yatırımlarının piyasalara giriş çıkış şartları açısından hali hazırda var olan finansal serbestlik ve vergi avantajları Türkiye gibi

gelişmekte olan piyasaları portföy yatırımlarının baş aktörü olan uluslararası fonların kısa vadeli kar realizasyonu için iyi bir fırsat olarak görmelerine neden olabilmektedir. Dolayısıyla bu kaynakların ekonomiye katkısı sadece faiz oranlarında ve kurda ciddi etkiler oluştururken işletmelerin finansmanı açısından en azından kısa vadede beklenen etkiyi oluşturamamaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM: KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİ'LER)

Ülkelerin sosyal, kültürel ve ekonomik yapıları içerisinde Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ), ilerde detaylı şekilde durulacağı üzere önemli katkıları bulunmaktadır. Bu katkılarına karşın KOBİ'lerin gelişimi, içinde buldukları çevreye bağlı olmakla birlikte, bu işletmeler ölçeklerine bağlı olarak büyük işletmelerin karşılaştıklarının dışında farklı sorunlarla da karşılaşmaktadırlar. Bu bağlamda içinde buldukları bu kendilerinden kaynaklanmayan dezavantajları tolere edebilmelerini sağlamak ve ekonomik hayata devamlılık katacak kurumsal yapıya kavuşabilmelerine imkan tanımak için KOBİ'lerin farklı değerlendirilme gereksinimi ortaya çıkmıştır.

Bu bölümde öncelikle (KOBİ) kavramı farklı ülkeler ve uluslararası kurumlar dikkate alınarak açıklanmaya çalışılacak olup, KOBİ'lerin dünyadaki ve Türkiye'deki gelişim süreçlerine değinilecektir. Daha sonra, KOBİ'lerin ülke ekonomisinin gelişmesi ve büyümesi açısından taşıdığı önemden ve KOBİ'lerin ekonomiye sağladığı katma değerden bahsedilerek KOBİ'lerin büyük işletmelere kıyasla sahip olduğu avantajlar ve dezavantajlar anlatılacaktır.

1.1. KOBİ KAVRAMI

KOBİ kavramı, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin bazı kolaylıklardan yararlanabilmeleri ve büyük işletmelere göre kolay tanımlanabilmeleri için geliştirilmiştir (Uzunoğlu ve ark., 2005:31). Genellikle tüm ülkelerde kullanılan bu kavramın ifade ettiği büyüklük; ekonomiye, sanayileşme düzeyine, pazarın büyüklüğüne, sektöre ve kullanılan üretim yöntemine bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır. Hatta bazı durumlarda büyüklük ölçüsü aynı ülkede bölgeler arasında ve iş kollarına göre de değişiklik arz edebilmektedir. Dolayısıyla çoğu zaman KOBİ kavramı görece bir büyüklüğü ifade etmektedir (Alkin ve Okay, 2008:59).

İşletmelerin uluslararası pazarlarda rekabet edebilme kapasitesi, ulusal piyasada var olabilmek için taşıması gereken asgari nitelikler ve ülkelerin destek uygulamalarına tahsis edecekleri kaynakların büyüklüğü bu tanımların sınırlarının

çizilmesinde belirleyici olan başlıca unsurlardır. Ülkeler, KOBİ'lerin ekonomiye olan katkılarını arttırmak için uygulamaya koydukları çeşitli politika ve programların hedef kitesini belirleyebilmek amacıyla da kendi KOBİ tanımlarını oluşturmaktadırlar (Cansız, 2008:3).

Küçük ve orta boy işletme ana tanımı içerisinde, KOBİ'lere değişik ülkeler hatta aynı ülke içindeki farklı birimler birbirlerinden farklı özellikler yüklemektedirler. Bu nedenle çoğu zaman tanımlamada karışıklıklar yaşanmaktadır. Ayrıca, KOBİ'lerden bahsedildiğinde tek parça ve bir bütün olarak ifade edilen bir üretim biriminin olmaması, KOBİ kapsamı içine üç farklı birimin dahil olması da tanımı daha fazla zorlaştırmaktadır. Söz konusu üç birim; mikro ölçekli işletmeler, küçük ölçekli işletmeler ve orta ölçekli işletmelerdir. KOBİ kavramının içerisinde oluşan bu sınıflar, tanımlama yapmayı daha da zorlaştırmasının yanında, yapılan ayrımlar arasındaki sınırların ne olduğu (küçük ölçekli işletme ile orta ölçekli işletme arasında istihdam, ciro, hisse payı vb. ölçütleriyle oluşan sınırların ne olacağı gibi) konusunda ihtilafların ortaya çıkmasına da sebep olmaktadır.

Temel oluşturması için bir tanımlamada bulunmak gerekirse; “küçük ve orta boy işletmeciliği, yasaların gösterdiği doğrultu ve şekil şartlarında bir işletmeyi kurup bağımsız halde onu çalıştıran ancak uğraşı dalında tekelci durumunda olmayanların oluşturduğu kümeye denilmektedir”(Kargül, 1997:1-3). Diğer bir tanıma göre de KOBİ'lerin, “bağımsız bir kişi tarafından işletilen, sahip olunan ve üretim yaptığı alanda baskın (lider) konumunda bulunmayan ve kredi, personel stok seviyeleri, üretim, servis, pazarlama ve satış gibi kritik kararların firmada görevli uzmanların yardımı olmaksızın bir veya iki kişi tarafından alındığı işletmeler” oldukları söylenebilecektir. Başka bir tanımlamada ise KOBİ'ler, “İşletmelerin aynı anda hem sahibi hem de yöneticisi durumunda olan, çevresinin dışına çıkmamış, lokal faaliyetlerde bulunan, yalnızca özkaynakları ile finanse edilmiş işletmeler” olarak anılmıştır(Yörük ve Ban, 2007:4).

Küçük işletmeler için uluslararası alanda ortaya konmuş kapsamlı bir tanımlama ise şu şekilde yapılmıştır: İlk olarak, küçük işletme faaliyet gösterdiği piyasada küçük bir paya sahiptir. İkincisi; küçük işletmenin temel özelliklerinden biri işletmenin sahibi veya ortağı tarafından yönetilmesi, profesyonel bir yönetim yapısının olmayışıdır. Üçüncü ve son olarak belirtilmesi gereken; küçük işletmenin

bağımsız olması, yani daha büyük bir işletmenin parçası olmaması veya karar almada dışarıdan kontrol edilmemesi özelliğidir(Bridge and O’neill, 2009:89-91).

Tüm bunlar sonucunda KOBİ’ler için ortak bir tanımlamanın ortaya konması şu faydaları sağlayabilecektir:

- Ülkeler temelinde, strateji ve politikaların doğru tespiti ve ülke ekonomisindeki hedeflerin belirlenmesi ve kaynakların daha verimli kullanılması,
- KOBİ’lerin kullanımına sunulan uluslararası ve yerel fon ve kredilerin daha dengeli ve optimal bir şekilde dağılımının sağlanması,
- Mali ve teknolojik alanda bazı KOBİ’lere yardımların öncelikli olarak yapılabilmesi hususunda politikaların geliştirilmesi,
- Ülke ekonomileri açısından stratejik öneme sahip kararların alınması ve etkili bir şekilde uygulanabilmesi,
- Devlet tarafından verilen kredi ve yardımlardan hem miktar hem de sayı olarak daha fazla KOBİ’nin yararlanabilmesi,
- Hukuk, finans, pazarlama vb. alanlarda danışmanlık desteklerinden faydalanılması ve ilgili kurumlarla sözleşmelerin yapılabilmesi gibi birçok avantaj sıralanabilir (Taş, 2010:29-30).

Her geçen gün gitgide artan rekabet koşulları altında faaliyet gösteren KOBİ’ler açısından çalışma sermayesi yönetimi ve finansal uygulamalardaki gelişmelerin kendi faaliyetlerinde ve genel ekonomik kalkınmada önemli katkıları olacağı düşünülmektedir. Fakat küçük ölçekleri ile ticari alanda rekabet etmeye çalışan bu işletmelerin üstesinden tek başına gelemeyecekleri ölçüde bir takım güçlükleri vardır (Küçük, 2005:99). Bu güçlükleri aşmaları, ülke ekonomisine katma değer ve istihdam oluşturma açısından katkılarının devam edebilmesi için farklı ekonomi politikalarına ihtiyaç duyulmaktadır.

1.2. KOBİ TANIMLARI

Dünyadaki tüm ülkelerde KOBİ’lerin önemi kabul edilmekle birlikte, KOBİ’lerle ilgili evrensel olarak genel kabul görmüş ve kesin çizgileriyle bir tanım yapma olanağı bulunmamaktadır. Kavramın kapsamı ekonomik kalkınmışlık düzeyine göre farklılık gösterirken, aynı kalkınmışlık düzeyine sahip ülkeler arasında

da değişmektedir (Sarıslan, 1994:12). KOBİ'ler neredeyse tüm piyasa ve sektörlerde faaliyet gösterdiklerinden homojen bir yapıları bulunmamakta; bunun bir sonucu olarak KOBİ tanımları ülkeden ülkeye, hatta aynı ülkedeki sektörler arasında bile ciddi farklılıklar gösterebilmektedir (Sarısoy, 2008:24).

KOBİ kavramı, daha çok göreceli bir büyüklüğü ifade etmektedir. Bu kavramın ifade ettiği büyüklük; sanayileşme düzeyine, pazarın büyüklüğüne, işletmelerin faaliyet konularına ve kullanılan üretim tekniklerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

Bu durum ise KOBİ tanımları için seçilen ölçütlerden kaynaklanmaktadır (Yörük & Ban, 2003:4). Ülkelerin ekonomik büyüklüklerine, sektörlerin yapısal ve fonksiyonel niteliklerine, bölgelerin gelişmişlik düzeylerine göre tanımlamada kullanılan ölçütlerin değerleri artabilmekte veya azalabilmektedir. Örneğin, bir ülkenin KOBİ tanımlamasında istihdam edilen personel sayısı üst sınırı 250 iken diğer bir ülkenin tanımlamasında söz konusu üst sınır 200, kimi ülkelerde de 1000 olabilmektedir (OECD, 2012:175).

Ancak son yıllarda, ekonomik ve siyasal birliklere üye ülkeler ve yine Türkiye için konuşulduğunda ülke içerisindeki ilgili kurum ve kuruluşlar, ortak bir tanım oluşturma ve bu tanım üzerinde mutabakat sağlama yolunda çaba göstermişlerdir. Zaten, BASEL-II'ye uyum sürecinde söz konusu KOBİ tanımları üzerinde revizyona gitmek, gereklilikten öte bir zorunluluk haline gelmiştir (European Commission, 2005:6).

1.2.1. Tanımlamada Kullanılan Ölçütler

Uluslararası kurum ve kuruluşların, ülkelerdeki düzenleyici kuruluşların, bankaların, ticaret ve sanayi odalarının, KOBİ'lere destek ve yardım amaçlı kuruluşların KOBİ tanımlarını farklılaştıran unsur; tanımlamada kullandıkları ölçütler ve bu ölçütler bazında öngördükleri değer ve sayılardır.

KOBİ tanımı için; çalışan sayısı, satış miktarı, sermaye miktarı ve yapısı, mülkiyet, faaliyet alanı gibi sınıflandırma yöntemleri kullanılmaktadır. Ayrıca, satış hasılatları ve sermaye mülkiyetinin türü de tanımlama ölçütü olarak kullanılabilir (Uzunoğlu ve ark., 2005:31). Yapılan tanımlama çalışmalarında kullanılan en fazla ön plana çıkan kriter, genellikle farklı düzeylerde de olsa, bir

işletmenin istihdam ettiği kişi sayısıdır. Bu genel kriteri desteklemek üzere diğer farklı kriterlerden faydalanılabilmektedir.

Yapılacak olan sınıflandırmada hangi kriterin veya kriterlerin kullanılacağı ve bu kriterlere atfedilecek büyüklüklerin ne olacağı sorusunun cevabı her tanımlayıcı birimde farklılaştığından, ortak bir tanıma ulaşmak da zorlaşmaktadır. Ancak, hemen hemen tüm ülkelerde kullanılan kriterler “nitel kriterler” ve “nicel kriterler” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

KOBİ’lerin tanımlanmasında kullanılacak söz konusu nitel ölçütler farklı şekillerde belirlenebilecektir. Öte yandan nitel özelliklerin, işletme sahibine ilişkin ve işletmeye ilişkin olmak üzere iki gruba ayrılması mümkündür. İlk grupta, işletme sahibi ve girişimcinin nitelikleri; ikinci grupta, işletmenin yapısı ve işleyişine ilişkin nitelikler dikkate alınacaktır.

İşletme çok boyutlu bir olgu olduğundan, kullanılabilecek nicel ölçütlerin sayısı da oldukça fazla olmaktadır. Burada önemli olan, nicel ölçüt sayısının asgari seviyede tutulmasıdır. KOBİ olgusunu en iyi şekilde ifade edebilen nicel ölçütler dikkate alınmalı, diğer nicel ölçütler dışlanmalıdır (Müftüoğlu ve Durukan, 2004:53).

KOBİ’leri tanımlarken en çok kullanılan nicel kriterler; çalışan sayısı, yıllık ciro, makina parkı, tüketilen enerji miktarı, üretim kapasitesi ve aktif toplamıdır.

Yıllık ciro dışında sayılan kriterlerin daha çok sanayi işletmelerini ilgilendirdiği ortadadır. Öte yandan, ölçek büyüklükleri nitel açıdan da şu kriterlerle ayırma tabi tutulabilmektedir:

- Çalışan kişi sayısı,
- Makine, tezgah gücü ve sayısı
- Sermaye piyasalarına kayıt durumu,
- Kullanılan hammadde ve enerji, ödenen ücretler
- İşyerindeki işbölümü ve uzmanlaşma derecesi,
- Ciro ve üretim kapasiteleri,
- Girişimcinin işletmede bizzat üretime/hizmete katılıp katılmadığı,
- İşletme mülkiyetinin ve yönetiminin bağımsızlık düzeyi,
- Yönetim tekniklerinin yeterince uygulanıp uygulanmadığı,
- Üretimde kullanılan emek-sermaye yoğunlukları,

- Finansman gereksinimlerini banka kredisiyle karşılamak için yeterli koşulları sağlayabilme derecesi,
- Pazar payı düzeyi,
- Faaliyet gösterilen piyasalardaki pazarlık gücü (Taş, 2010:30-31).

Yukarıda belirtilen nicel ve nitel kriterlere ek olarak başka kriterler de sayılabilmesi mümkündür. Bununla birlikte, çalışan sayısı da dahil olmak üzere, yukarıda sözü edilen ölçütlerin her birinin tek başına işletme büyüklüğünü belirlemede sağlıklı bir ölçüt oluşturabilmesi oldukça güçtür. Bu nedenle kombine bir büyüklük ölçüsü oluşturulmasının daha geçerli bir yöntem olacağı söylenebilecektir (Alpugan, 1998:2). Ortaya konulan KOBİ tanımları incelendiğinde, en çok kullanılan nicel ölçütün çalıştırılan personel sayısı olduğu; üretim işletmesinden söz ediliyorsa ek olarak makina parkı ve/veya tüketilen enerji miktarının; hizmet işletmesinden söz ediliyorsa yıllık ciro ve/veya aktif toplamının dikkate alındığı görülmektedir. En çok kullanılan nitel ölçütün de işletme sahip veya sahiplerinin işletme ile hukuki ilişkisi olduğu görülmektedir. Ancak, genel olarak bu kriterlerin kullanımları çok katı, kesin sınırlarla daraltılmamıştır. Her ülke, her kuruluş yukarıda sayılanlar ve benzeri kriterler ışığında farklı KOBİ tanımları ortaya koymuştur.

Tanımlamada genel olarak yukarıda da bahsedilen ölçütlerden üçü öne çıkmaktadır: İşletmelerin çalışan ya da işçi sayısı, bilanço değerleri ve bağımsızlık ölçütleridir. Bağımsızlık ölçütü bir firmanın sermaye paylarının %25'ten fazlasının bir büyük sermaye grubuna ait olmamasıdır (Alkin ve Okay, 2008:60).

1.2.2. Örnek Ülke Tanımları

1.2.2.1. Amerika Birleşik Devletleri(ABD)'nde KOBİ Tanımı

KOBİ'ler için geneli kapsayan şekilde geçerli resmi bir tanımlama bulunmamaktadır. KOBİ tanımı, sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Küçük İşletme Yasası (The Small Business Act-Sba)'na göre küçük işletme, "yönetimi ve sahipliği bağımsız, faaliyet yürüttüğü alanda baskın konuma sahip olmayan işletmedir" (SBA, 2007:1). Küçük İşletmeler Teşkilatı (Small Business Administration-SBA)'na göre bir işletmenin küçük işletme olarak nitelendirilebilmesi için söz konusu işletme şu özellikleri taşımalıdır:

- Kar amaçlı olarak organize olmak,
- ABD sınırları içerisinde iş yeri sahibi olmak,
- Amerikan mamullerini/ürünlerini, materyallerini ve işgücünü kullanarak veya vergi ödeyerek ABD ekonomisine katkı sağlamak,
- Faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin nicel standartları aşmamak

SBA, ABD ekonomisindeki her sektör için standart büyüklükler belirlemiş olup ilgili sektörleri tanımlamada ise Kuzey Amerika Sektör Sınıflandırma Sistemi (North American Industry Classification System-NAICS)'ni kullanmıştır. Belirlenen standart büyüklükler, SBA Programı'na göre küçük işletme olarak sınıflandırılan işletmelerin sahip olması gereken en geniş standart büyüklükleri temsil etmektedir.

Tablo 1-1'de belirtilen sektörlerden birinde yer alan bir işletmenin küçük işletme sayılabilmesi için sektör bilgisinin karşısında bulunan standart büyüklüğü aşmaması gerekmektedir.

Tablo 1-1: KOBİ Tanımı İçin SBA Tarafından Belirlenen Genel Standartlar

SEKTÖR GRUBU	STANDART BÜYÜKLÜK
İmalat	500 işçi
Toptan Ticaret	100 işçi
Tarım	750.000 \$
Perakende Ticaret	6.500.000 \$

Kaynak: Small Business Administration(SBA)

Yukarıda bulunan Tablo 1-1'de yer alan standart büyüklükler, temel oluşturması açısından ortaya konulmuş büyüklüklerdir. SBA, sektör gruplarına ilişkin küçük işletme standartlarını daha detaylı bir şekilde gösteren Küçük İşletmeler için Standart Büyüklükler Tablosu (Table of Small Business Size Standards Matched to North American Industry Classification System Codes)'nu kullanmaktadır(SBA, 2007:3).

1.2.2.2. Japonya'da KOBİ Tanımı

Japonya, KOBİ'lerin geliştirilmesi konusuna en çok önem veren ülkelerden biridir. KOBİ'lerin üzerinde ehemmiyetle durulmasının temel nedeni, çok geniş alanlarda faaliyet gösteren KOBİ'lerin ekonomik dinamizmin devam etmesi için

hayati öneme sahip olduğu düşüncesidir. Bu düşünceden hareketle ekonomiye katma değer yaratılması hususunda KOBİ'lerden beklenenler şunlardır:

- Yeni iş alanları yaratılması,
- Piyasa rekabet düzeyinin ilerletilmesi,
- Cazip iş fırsatlarının artırılması,
- Faaliyet gösterilen bölgenin ekonomisinin gelişimine katkı sağlanması.

Yeni Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Yasası (The New Small and Medium Enterprise Basic Law)'na göre KOBİ'lerin tanımlanmasında ölçüt olarak sermaye büyüklüğü ve çalıştırılan işçi sayısı dikkate alınmış olup imalat, toptan satış, perakende, hizmetler sektör grupları için ayrı büyüklükler belirlenmiştir (Small and Medium Enterprise Agency, 2007:5). Aşağıda yer alan tablo 1-2, söz konusu büyüklükleri sektörler bazında göstermektedir:

Tablo 1-2: Japonya'da KOBİ Tanımı

SEKTÖR	İmalat ve Diğerleri	Toptan Satış	Perakende	Hizmetler
SERMAYE BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYON ¥)	≤ 300	≤ 100	≤ 50	≤ 50
İSTİHDAM EDİLEN İŞÇİ SAYISI	≤ 300	≤ 100	≤ 50	≤ 100

Kaynak: Small and Medium Enterprise Agency

Tablodan da anlaşılacağı üzere, imalat sektöründe maksimum 300 işçi çalıştıran ve maksimum 300 milyon Yen sermayeye sahip bir işletme KOBİ sayılacaktır. Yine aynı şekilde, toptan satış sektöründe maksimum 100 işçi çalıştıran ve maksimum 100 milyon Yen sermayeye sahip işletme de KOBİ sayılacaktır. Perakende ve hizmetler sektörlerinde ise sermaye büyüklüğü için maksimum miktar 50 milyon Yen'dir. Ancak, bu iki sektörü KOBİ sınıfına dahil edecek maksimum işçi sayıları farklı olup perakende sektöründe maksimum 50 işçi, hizmetler sektöründe maksimum 100 işçi şartı yer almaktadır.

1.2.2.3. Çin'de KOBİ Tanımı

Çin için geçerli olan KOBİ tanımının oldukça karmaşık olduğu, diğer ülkelerdeki tanımlara kıyasla büyük ölçekli firmaları da kapsadığı söylenebilecektir.

OECD ve APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) ülkelerinde; ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, KOBİ tanımlarında çoğunlukla personel sayısı kriter olarak alınmaktadır. Maksimum 500 personele kadar çıksa da genellikle 100'den az sayıda personel çalıştıran işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir. Çin'deki KOBİ tanımlarına göre ise bu sayı, 3000'e kadar çıkabilmektedir (Hall, 2007:29)

2003 yılında yayımlanarak daha önceki düzenlemelerin yerine geçen Çin KOBİ Teşvik Kanunu (SME Promotion Law of China), KOBİ'lerin tanımlanmasında bir rehber oluşturmuştur. Çin'de geçerli olan KOBİ tanımı, ölçüt olarak istihdam edilen personel sayısını, toplam varlıkları ve yıllık geliri esas almaktadır. Ayrıca, tanımlama yapılırken işletmeler sanayi, inşaat, toptan, perakende, ulaştırma, posta, otel&lokanta şeklinde yedi sektör grubuna ayrılarak değerlendirilmeye alınmıştır.

Söz konusu KOBİ tanımları, aşağıda yer alan tablo 1-3'de gösterilmektedir:

Tablo 1-3: Çin'in KOBİ Tanımlaması

BÜYÜKLÜK	SEKTÖR	ÇALIŞAN SAYISI	TOPLAM VARLIKLAR (MİLYON ¥)	İŞLETME GELİRİ (MİLYON ¥)
KÜÇÜK İŞLETME	Sanayi	< 300	< 40	< 30
	İnşaat	< 600	< 40	< 30
	Toptan	<100	--	< 30
	Perakende	< 100	--	< 30
	Ulaştırma	< 500	--	< 30
	Posta	< 400	--	< 30
	Otel-Lokanta	< 400	--	< 30
ORTA BOY İŞLETME	Sanayi	300-2000	40-400	30-300
	İnşaat	600-3000	40-400	30-300
	Toptan	100-200	--	30-300
	Perakende	100-500	--	30-300
	Ulaştırma	500-3000	--	30-300
	Posta	400-1000	--	30-300
	Otel-Lokanta	400-800	--	30-300

¥: Yuan

Kaynak: (Xiangfeng, 2008:4)

Yukarıda bulunan tablo 1-3'de görüldüğü gibi, Çin'de geçerli olan tanımlama diğer ülkelerin tanımlarına kıyasla oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Tablonun yorumlanmasında; örneğin, sanayi sektöründe faaliyet gösteren bir işletmenin küçük

işletme sayılabilmesi için 300'den daha az sayıda personel istihdam etmiş olması, 40 milyon ¥'nın altında varlığa sahip olması ve 30 milyon ¥'nın altında yıllık gelire sahip olması gerekmektedir. Orta boy işletme sayılabilmesi için de 300-2000 arasında personel çalıştırması, 40-400 milyon ¥ arasında varlığa sahip olması ve 30-300 milyon ¥ arasında yıllık gelire sahip olması gerekmektedir. Diğer sektör grupları için belirlenen ölçüler de yine aynı şekilde değerlendirilebilecektir (Xiangfeng, 2007:39).

Diğer taraftan şunu da ifade etmek mümkündür: Çin KOBİ ölçütlerini diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha yüksek tutmaktadır. Bunun anlamı çok küçük ölçekli işletmelerle ilgilenmek yerine ölçeği yükselterek daha büyük işletmeleri desteklemeyi uygun görmekte ve böylece küresel rekabete daha hızlı uyum sağlayabilecek pratik politikalar uygulamayı tercih etmektedir.

1.2.2.4. Brezilya'da KOBİ Tanımı

- Sanayi grubunda en fazla 19 işçi, ticaret ve hizmetler sektör gruplarında en fazla 9 işçi istihdam eden işletmeler *mikro işletme*,
- Sanayi grubunda 20-99 işçi, ticaret ve hizmetler sektör gruplarında 10-49 işçi istihdam eden işletmeler *küçük işletme*,
- Sanayi grubunda 100-499 işçi, ticaret ve hizmetler sektör gruplarında 50-99 işçi istihdam eden işletmeler *orta büyüklükte işletme*,
- Sanayi grubunda 499 üzerinde işçi, ticaret ve hizmetler sektör gruplarında 99 üzerinde işçi istihdam eden işletmeler *büyük işletme* anılmaktadır(Rivera, 2007:3).

1.2.2.5. Rusya'da KOBİ Tanımı

Tanımlama, “küçük işletme” üzerinden yapılmıştır. Buna göre;

- Sanayi ve inşaat sektör gruplarında 100'den az işçi istihdam eden,
- Tarım sektöründe 60'dan az işçi istihdam eden,
- Bilim&Araştırma sektöründe 60'dan az işçi istihdam eden,
- Toptan ticaret sektöründe 50'den az işçi istihdam eden,
- Perakende ticaret ve emlak hizmetlerinde 30'dan az işçi istihdam eden,

- Diğer üretim sektörlerinde 50'den az işçi istihdam eden işletmeler, küçük işletme grubuna dahil edilmektedir (Hall, 2003:9-10).

1.2.2.6. Avustralya'da KOBİ Tanımı

- 20'den az işçi istihdam eden işletme küçük işletme,
 - 20-200 arası işçi istihdam eden işletme orta ölçekli işletme,
 - 200'den fazla işçi istihdam eden işletme büyük işletme olarak tanımlanmaktadır (Senderovitz, 2009:3).

1.2.3. Uluslararası Örgütlerin KOBİ Tanımları

1.2.3.1. Avrupa Birliği(AB)'nin KOBİ Tanımı

Avrupa Birliği'nde (AB) geçerli olan eski KOBİ tanımı, 1996 yılında oluşturulmuştur. Ancak, ekonomide yaşanan gelişmeler neticesinde revizyon ihtiyacı gerektiren KOBİ tanımı ile ilgili olarak AB, yeni bir tanım oluşturma yolunda çalışmalara başlamıştır. Ülkemizde ilgili kuruluşlarca amaçlara göre geliştirilmiş çok sayıda tanımlama varken, AB ülkelerini bağlayacak bir tanımlama yapıldığı görülmektedir (Serin ve Uludağ, 1991:18). Son olarak, Avrupa Komisyonu tarafından 6 Mayıs 2003 tarihinde güncel KOBİ tanımı ortaya konulmuştur. İlgili tarihte alınan karara göre, 2005 yılından itibaren yeni KOBİ tanımı yürürlüğe girmiştir. 2003/361/EC nolu Avrupa Komisyonu kararına göre geçerli olacak KOBİ tanımına ilişkin ölçütler, Tablo 1-4'te gösterilmiştir (European Commission, 2005):

Tablo 1-4: Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

	İŞÇİ SAYISI	YILLIK CİRO (MİLYON €)	YILLIK BİLANÇO BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYON €)
MİKRO ÖLÇEKLİ İŞLETME	< 10	< 2	< 2
KÜÇÜK ÖLÇEKLİ İŞLETME	< 50	< 10	< 2
ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME	< 250	< 50	< 43

Kaynak: Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Tanımına İlişkin 6 Mayıs 2003 Tarihli Avrupa Komisyonu Kararı'ndan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Buna göre; 10'dan az işçi çalıştırmakla birlikte, 2 milyon Euro altında yıllık ciroya sahip ya da 2 milyon Euro altında yıllık bilanço büyüklüğüne sahip bir işletme *mikro ölçekli işletme* olarak değerlendirilmektedir. 10 milyon Euro'nun altında yıllık ciroya ya da yıllık bilanço büyüklüğüne sahip olup, 50'den daha az işçi çalıştıran bir işletme de *küçük ölçekli işletme* olmaktadır. 250'den daha az işçi istihdam etmiş olup da 50 milyon Euro'nun altında yıllık ciroya veya 43 milyon Euro'nun altında yıllık bilanço büyüklüğüne sahip bir işletme de *orta ölçekli işletme* kategorisine dahil olmaktadır (Hauser, 2005:2).

1.2.3.2. OECD'nin KOBİ Tanımı

OECD, küçük ve orta ölçekli işletmeleri sınıflandırmada çalışan işçi sayısını kriter olarak kullanmaktadır. Buna göre;

- 20'den az işçi çalıştıran bir işletme çok küçük işletme,
- 20 ile 99 arasında işçi çalıştıran işletme küçük işletme,
- 100 ile 499 arasında işçi çalıştıran işletme orta ölçekli işletme,
- 500 ve üzeri sayıda işçi çalıştıran işletme de büyük işletme olarak kabul edilmektedir(Müftüoğlu, 2002:119).

1.2.3.3. Dünya Bankası(WB) KOBİ Tanımı

Dünya Bankası ve Türk hükümeti arasında imzalanan 3067 TU Sayılı İkinci Küçük ve Orta Boy Sanayi Projesi uyarınca sektör için belirlenen ölçülere göre KOBİ'lerin tespitinde; yeni yatırımlarda bina ve arsa hariç sabit yatırım tutarının, küçük ölçekli işletmelerde 800.000 \$'a eş değer TL ya da daha az olması; orta ölçekli işletmelerde ise 4 milyon \$'ı aşmaması gerekmektedir. Yeni yatırımlarda bina ve arsa hariç sabit yatırım tutarı 4 milyon \$'ın üzerindeki işletmeler ise büyük işletme olarak belirtilmektedir (Berkaş, 2009:7).

Buna karşın Dünya Bankasının kendi tanımlamasında çalışan sayısı 300 personeli, aktif toplamı ve satış gelirleri 15 milyon \$'ı aşmayan işletmeleri KOBİ olarak tanımlamaktadır (Gibson and Vaart, 2008:5).

1.2.4. Türkiye'de KOBİ Tanımları

Tablo 1-5, Türkiye'de KOBİ politikalarına yön veren öncü kuruluşlar tarafından ortaya çıkarılmış farklı KOBİ tanımlarını göstermektedir.

Tablo 1-5: Türkiye’de Kullanılan Farklı KOBİ Tanımları

KURUM	SEKTÖREL TANIMI	TANIM KRİTERİ	MİKRO ÖLÇEKLİ İŞLETME	KÜÇÜK ÖLÇEKLİ İŞLETME	ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME
KOSGEB	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	--	1-50	51-150
HALKBANK	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	--	--	1-250
		Sabit Yatırım Miktarı (€)	550.000	550.000	550.000
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayi, Turizm, Tarım Sanayi, Madencilik, Eğitim, Sağlık, Yazılım Geliştirme	Çalışan Sayısı	1-9	10-49	50-250
		Yatırım Miktarı, KOBİ Yatırım Teşvik Belgesine Tabi Yatırım Miktarı(€)	550.000	550.000	550.000
DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	--	--	1-200
		Sabit Yatırım Miktarı (€)	--	--	1.830.000
EXİMBANK	İmalat Sanayi	Çalışan Sayısı	--	--	1-200

Kaynak: OECD

Yukarıda yer alan tablo 1-5’te, ilgili sektörler ve kullanılan kriterler bazında KOSGEB, Halk Bankası, Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı ve EXİMBANK’ın çok küçük (mikro) ölçekli, küçük ölçekli, orta ölçekli işletme gruplarına ilişkin geliştirmiş oldukları tanımlar gösterilmektedir. Örneğin, Hazine Müsteşarlığı’nın tanımına göre; 10’dan az işçi çalıştıran ve yatırım miktarı maksimum 550.000 € olan bir işletme mikro işletme grubuna, asgari 10 - azami 49 işçi çalıştıran ve yatırım miktarı yine maksimum 550.000 € olan işletme küçük işletme grubuna, asgari 50 - azami 250 kadar işçi istihdam etmiş olup 550.000 €’luk yatırıma sahip olan bir işletme de orta ölçekli işletme grubuna dahil olacaktır (Wacquez and Gray, 2004:28). Burada belirtilmesi gereken ve tablodan çıkarsaması yapılabilecek bir husus da Hazine Müsteşarlığı’nın uygulanacak yatırım teşviklerinde bu kıstaslara göre hareket ettiğiidir.

Türkiye’de de geçmişte birçok farklı KOBİ tanımı oluşturulmuş, ülke genelinde standart bir tanıma ulaşılamamıştır. KOBİ’lere yönelik hizmet veren kurum ve kuruluşların kendilerine özgü farklı KOBİ tanımları oluşturmalarındaki esas nedenin, hizmet gösterdikleri alanda faaliyetlerine uygun seçicilik kıstasları yaratma arzusunun olduğu söylenebilecektir.

Kurumlar arasındaki bu tanım farklılıklarını ortadan kaldırmak, KOBİ'lerin tanımı, nitelikleri ve sınıflandırılması konularında belirli bir standart oluşturmak için de 2005 yılında yeni bir yönetmelik yayımlanmıştır.¹ Bu bölümde, bu hususa da değinmek gerekecektir.

Önceki sayfalarda, AB'de geçerli olacak KOBİ tanımının 2003 yılında yeniden düzenlenerek, 1996 yılına ait eski tanımlamanın Avrupa Komisyonu kararı ile değiştirildiğinden ve söz konusu yeni KOBİ tanımının 2005 yılında yürürlüğe girdiğinden bahsedilmiştir. Tüm üye ve üyeliğe aday ülkelerin KOBİ tanımlarını söz konusu AB tanımına uyumlaştırmaları gerekmektedir.

AB'nin KOBİ tanımına uyum sağlanması hususu; AB'ye adaylık sürecinde Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanarak Türkiye'ye sunulan ilerleme raporlarında ve 2003 yılında Türkiye için hazırlanan Katılım Ortaklığı Belgesi'nin kısa vadeli tedbirleri arasında da vurgulanmıştır. Takip eden süreçte, söz konusu uyumu sağlamak adına gerekli çalışmalar Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yürütülmüş ve 16 Nisan 2005 tarihinde yürürlüğe giren "5331 Sayılı Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanuna Bir Ek Madde Eklenmesine İlişkin Kanun" çerçevesinde tanımın belirlenmesine yönelik yasal altyapı oluşturulmuştur. Bu kanuna dayanarak yürütülen çalışmalar çerçevesinde hazırlanan "*Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik*", 2005/9617 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ekinde 18 Kasım 2005 ve 25997 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve 18 Mayıs 2006 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yönetmeliğin amacı, KOBİ tanımının belirlenmesi ve bu tanımın tüm kurum ve kuruluşların uygulamalarında esas alınmasının sağlanmasıdır (DPT, 2007:21).

Tablo 1-6'da, AB'nin 2003 yılında yayımladığı KOBİ tanımı ve Türkiye'de 2005 yılında oluşturulan yeni KOBİ tanımı karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir:

¹ Bknz.: 4778-1 nolu yönetmelik. Bu Yönetmeliğin amacı; küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin tanımına, niteliklerine ve sınıflandırılmasına ilişkin esasların belirlenmesi ve bu tanım ve esasların tüm kurum ve kuruluşların uygulamalarında esas alınmasını sağlamaktır.

Tablo 1-6: AB KOBİ Tanımı ve Türkiye'deki KOBİ Tanımının Karşılaştırılması

	SEKTÖREL TANIMI	MİKRO ÖLÇEKLİ İŞLETME	KÜÇÜK ÖLÇEKLİ İŞLETME	ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME
AVRUPA BİRLİĞİ	Çalışan Sayısı	≤ 10	≤ 50	≤ 250
	Yıllık Net Satış Hasılatı	≤ 2 milyon €	≤ 10 milyon €	≤ 50 milyon €
	Yıllık Mali Bilançosu	≤ 2 milyon €	≤ 10 milyon €	≤ 43milyon €
TÜRKİYE	Çalışan Sayısı	0-9	10-49	50-249
	Yıllık Net Satış Hasılatı	≤ 1 milyon TL	≤ 5 milyon TL	≤ 25 milyon TL
	Yıllık Mali Bilançosu	≤ 1 milyon TL	≤ 5 milyon TL	≤ 25 milyon TL

Kaynak: DPT, KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı(2007-2009), 2007, s.22.

Tabloda da görüldüğü gibi, “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik”e göre KOBİ tanımı şu şekilde yapılmıştır:

- *Mikro işletme*: On kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu bir milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan çok küçük ölçekli işletmeler,

- *Küçük işletme*: Elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu beş milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan işletmeler,

- *Orta büyüklükteki işletme*: İki yüz elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu yirmi beş milyon Yeni Türk Lirasını aşmayan işletmeler (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik, 2005).

1.2.5. Basel-II Standardına Göre KOBİ Tanımı

Daha önce de söylendiği gibi, KOBİ’lerin tanımlanmaları konusunda gerek ülkeler arasında, gerekse aynı ülke sınırları içerisindeki farklı kurumlar arasında bazı farklılıklar görülmektedir. Bu farklılıkların başlıca sebebi, tanımlama yapılırken farklı kriterlerin kullanıyor olmasıdır. Basel – II Standartlarına göre ise KOBİ’lerin

tanımı tek kritere göre yapılmaktadır. Bu kriter ise, işletmelerin yıllık satış ciroları olmaktadır. Bu durumda, yıllık satış ciroları 50 Milyon Euro'nun altında kalan işletmeler KOBİ olarak değerlendirilmektedir.

Ancak, Basel II standartları da, tıpkı diğer kurumların yaptığı tanımlamalarda olduğu gibi, KOBİ'leri kendi içerisinde de sınıflara ayırmaktadır. Sınıflara ayırma konusunda kullanılan kriter ise, KOBİ'lerin kullandıkları kredi miktarları olarak görülmektedir.

Tablo 1-7: Basel II Standartlarına Göre KOBİ'lerin Sınıflandırılması

Kredi Tutarı (K)	Yıllık Satış Cirosu (C)	Sınıflandırma
K > 1.000.000- EURO	C > 50.000.000- EURO	Kurumsal-(KOBİ)
K > 1.000.000- EURO	C < 50.000.000- EURO	Kurumsal-(KOBİ)
K < 1.000.000- EURO	C > 50.000.000- EURO	Kurumsal-(KOBİ)
K < 1.000.000- EURO	C < 50.000.000- EURO	Perakende-(KOBİ)

Kaynak: TBB, 2004:5

Ülkemizde şimdiye kadar yapılan KOBİ tanımlarından farklı olarak, Basel II'de sermaye yeterliliğini belirlemek için kullanılan standart yöntemde SME (Small and Medium Sized Entities) sınıfının sınırları firmaların yıllık toplam satış cirolarına göre belirlenmeye başlanacaktır. SME(KOBİ); toplam cirosu 50 milyon Euro'yu geçmeyen firmalar olarak tanımlanmaktadır. Tablo 1-7'de KOBİ tanımına bağlı olarak "perakende-kurumsal" ayrımı çok önem kazanmakta olup bir bankadaki toplam kredisi (Nakit + Gayrinakit) 1 Milyon Euro'nun altında kalan KOBİ'ler "perakende portföy" içinde tanımlanmakta, ilgili bankadaki kredi miktarı 1 milyon Euro'nun üstünde olan KOBİ'ler ise "kurumsal portföy" içinde tanımlanmaktadır (TBB, 2004:5).

1.3. KOBİ'LERİN DÜNYADAKİ VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

1.3.1. Dünyadaki Gelişim Süreci

KOBİ'ler sahip oldukları ağırlıkları dolayısıyla ülke ekonomilerine önemli katkılarda bulunmuştur ve katkı yapmaya devam etmektedir.1970'lerde yaşanan ekonomik krizlere kadar dünya ekonomisinde kahir ekseriyetle büyük işletmelerin ön planda tutulduğu, ekonomi politikalarının kalkınma ve gelişme anlamında bu tür

işletmeler vasıtasıyla yürütüldüğü görülmektedir. Büyük işletmelerin kaynakları daha etkin kullanmaları, iş bölümü ve uzmanlaşmayı önemsemeleri ve ekonomiye daha hızlı etki etmeleri gibi sebepler dolayısıyla daha rasyonel ve verimli bir üretim biçimi oldukları düşünülmektedir. Ölçek ekonomileri olarak belirtilen bu yapı, 1945-1970 yılları arasında ekonominin genel yapısını göstermektedir (Özdemir ve ark., 2006:142).

18. yüzyılın sonlarına doğru İngiltere’de ortaya çıkan Endüstri Devrimi, sanayi temelli ekonomik büyümenin ve sonuç olarak tarım toplumundan sanayi toplumuna dönüşümün başlangıcı sayılmaktadır. Aynı yüzyılın sonlarında ve 19. yüzyılın başlarında teknolojik ilerlemelerin giderek artmaya başlaması; üretim sürecinin mekanikleşmesini sağlamış olup, daha kısa sürede daha fazla üretimin nasıl gerçekleştirilebileceği sorusu üzerinden yeni üretim tekniklerinin ortaya çıkmasını da beraberinde getirmiştir (Taymaz, 1997:7).

Sanayi Devrimi’nin başlangıcından 19. yüzyılın sonuna kadar olan dönemin en belirgin özellikleri; fabrika tipi üretim, işbölümüne dayalı örgütlenme biçimi ve üretimde uzmanlaşma anlayışı olmuştur. Yirminci yüzyılın başından itibaren ise sanayide kullanılan malzeme ve ekipman çeşitliliği artmış ve “kitle üretimi” kavramı ortaya çıkmıştır. Üretim miktarı arttıkça birim maliyetlerin düşeceği düşüncesinden hareketle, ürünler olabildiğince standartlaştırılarak üretim kapasiteleri artırılmış ve büyük sanayi işletmeleri ortaya çıkmıştır (Dilik ve Duran, 1998:1-3).

Klasik iktisat doktrini, “tam rekabet teorisi” ile çok sayıda küçük işletmenin aynı malları ürettiği bir piyasada dengenin, üretim düzeyinin en düşük ortalama maliyette gerçekleşeceğini kabul etmekte olup bu açıdan küçük işletmelere büyük önem vermekte iken; ekonomik ilişkilerin zenginleşmesi, para ve sermaye piyasalarının gelişmesi ile birlikte firmaların finansman yaratma imkanları artmaya başlamış ve işletmeler daha büyük ölçeklerde üretime geçmişlerdir. Çünkü firmalar büyüdükçe, işletme içi ve dışı bazı tasarruflardan yararlanmaları ile birlikte maliyetleri düşmekte ve karlılıkları hızlıca artmaktadır. Sınırsız büyüme çabaları yerine ölçek ekonomilerini ençoklaştıran kapasiteleri bulma üzerine yoğunlaşmıştır.

Bu gelişmeler, küçük işletmelerden ziyade büyük işletmelere dikkatlerin çekilmesine neden olmuştur. Doktrin, iki dünya savaşı arasında (1918-1939) bu gelişmelerden etkilenip yeni bir yaklaşıma geçerek eksik rekabet teorisini geliştirmiştir. Bu teori, farklı mallar üreten küçük firmaların da üretimlerini kısarak,

tekelci bir etki yaratabileceklerini ve optimal düzeyin altında bir üretimle fiyatları yüksek belirleyeceklerini ileri sürmektedir. Bu teorik arka planı desteklercesine, büyük ölçekli firmalar, büyük kapasiteli yerlerde üretim yaparak birim maliyetlerini düşürüp ölçek ekonomilerini arttırarak karlılıklarını yükseltmişlerdir. Bu gelişim, devletlerin iktisadi kalkınma planlarını etkilemiş ve hükümet politikalarının büyük firmalara daha çok önem vermesine neden olmuştur(Uludağ ve Serin, 1991:11).

2. Dünya Savaşı sonrası toparlanma döneminde gelişmiş ekonomilerin genelinde, tam istihdama ve kitle tüketimine yönelik politikalar uygulandığından KOBİ'lerin entegre kitle üretiminde bulunan büyük şirketler karşısındaki rekabet güçleri büyük ölçüde azalmıştır. Bunun sonucu KOBİ'ler nihai tüketim piyasasındaki paylarını önemli ölçüde yitirmişler ve büyük endüstrilere girdi niteliğindeki ara mallar sağlayan yardımcı endüstrilere yönelmişlerdir. 1960-65 döneminde de KOBİ'lerin önemi giderek zayıflamaya başlamış ve büyük boy işletmeler piyasaya egemen olmuşlardır. Uluslararası ticaretin de en yüksek seviyesine ulaşması ile birlikte çok uluslu büyük şirketler gelişmiş, KOBİ'ler için hareket alanı daralmıştır (Çetin, 1996:73).

1960'lı yılların sonlarına doğru dünyadaki ekonomik ve politik gelişmeler karşısında, dikkatler küçük işletmeler tarafına yönelmiştir. Dönemin çalkantılı ortamında, büyük işletmelerin ekonomik durgunluklara ve politik krizlere karşı duyarlılıkları da bir anlamda test edilmiştir. Bu süreçte, KOBİ'lerin büyük işletmelere kıyasla ekonomik çalkantılar karşısında daha esnek oldukları görülmüştür.

Büyük işletmelerin iktisadi kalkınmadaki rolüne ve söz konusu işletmelere daha çok önem verilmesi gerektiğine vurgu yapan hakim görüş, 1960'ların sonlarına doğru büyük işletmelerin etkisi altında kaldığı bunalımdan sonra ciddi ölçüde sorgulanmaya başlanmıştır. Büyük işletmelerin yaşadığı sıkıntılar sonucunda, KOBİ'lere verilen önem artmaya başlamıştır (Taymaz, 2005:11). Çeşitli ülkelerin ve uluslararası kuruluşların bu konuya ilişkin çalışmaları artmış, KOBİ'lere yönelik ilgi yoğunlaşmıştır. Artan bu ilginin nedenleri şu şekilde sıralanabilecektir:

- Küçük işletmelerin ekonomik ve sosyal öneminin anlaşılmaya başlanması,
- Büyük ve küçük işletmelerin birbirlerine bağlı olmaları,

- Büyük işletmelerin çoğunun bir zamanlar küçük işletme olarak kurulmuş olmaları,

- Bazı işletmelerin ekonomiyi etkileyecek kadar büyümeleri ve rekabeti ortadan kaldıracı olmasına ilişkin kaygı (Öz-Alp, 1971:69).

KOBİ'lere yönelişe neden olan etkenler, dünya ekonomik konjonktürünün gidişatı ile de paralel olarak dört gruba ayrılabilir.

Birincisi yukarıda da belirtildiği gibi, 1960'ların sonlarına doğru dünya ekonomisinde görülen değişimlerdir. Bu ortam, büyük işletmelerin yaşanabilecek olası krizlere karşı hassasiyetlerini gözler önüne sermiştir. KOBİ'ler bu kriz ortamından daha sağlıklı bir şekilde çıkabilmişlerdir.

İkinci etken olarak; büyük işletmelere odaklanan ekonomik politika ve programlar neticesinde karşılaşılan başarısızlık ve büyüyen düş kırıklığı, büyük işletmelerin de daha az hırslı ve daha korunmacı stratejilerle hareket etmesine neden olmuştur (Taymaz, 2005:11).

Üçüncü olarak; 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizi, enerji fiyatlarının ve buna bağlı olarak hammadde maliyetlerinin yükselmesine ve talepte durgunluğa neden olmuştur. Ayrıca, ucuz hammadde ve enerji kaynaklarının kesilmesi de büyük firmaları zorlamaya başlamıştır. Yaşanan gelişmelerden olumsuz yönde etkilenen büyük işletmelere karşı, küçük işletmeler esnek yapılarından ötürü yaşanan olumsuzluklara uyum gösterebildiklerinden gittikçe önem kazanmışlardır. Ekonomiler için istikrar unsuru haline gelen küçük işletmeler, hükümetlerin aldığı koruma tedbirleri ve destekleme politikaları ile de ekonomik dengenin korunmasına yönelik katkılarını sürdürmüşlerdir (Ar ve İskender, 2005:3-5).

Yaşanan sürekli krizler sonucu, büyük işletmeler rekabetçi olamadıkları alanları diğer firmalara aktararak ana faaliyetlerine yoğunlaşarak küçülmeye başlamışlardır. Bir yandan, tüketicilerin farklılaştırılmış ürünlere olan talebi artmış; diğer yandan, üretim teknolojilerinin yeni elektronik temelli teknolojilere bağlı olarak daha esnek hale gelmesiyle ölçek ekonomileri giderek önemini yitirmeye başlamıştır. Tüm bu süreçlerin etkisiyle KOBİ'lerin tüm gelişmiş ülkelerdeki yeri ve önemi gittikçe artmaya başlamıştır.

KOBİ'lerin önem kazanmasında etkili olan bir başka süreç de bilişim ve iletişim teknolojilerinde 1980'lerden sonra yaşanan büyük gelişmelerdir (Taymaz ve

ark., 2008:13). Bütün KOBİ'ler için olmasa da bu grup içerisinde yer alan bazı işletmeler yeni teknolojilerin gelişiminde, yeni ürün ve hizmetlerin ortaya çıkarılmasında önemli bir işlev ifa etmektedirler (Taş, 2010:82).

Günümüzde, KOBİ politikaları artık uluslararası bir nitelik kazanmıştır. Ülkeler, kendi KOBİ'lerini dolayısıyla pazar paylarını korumak için birbirlerinin KOBİ destek uygulamaları üzerinde belirleyici ve hatta sınırlayıcı tedbirler alma yolunda uluslararası düzeyde kararlar almışlardır. Bu kapsamda ulusal ve uluslararası düzeyde KOBİ hizmet ve destek politikaları yeniden yapılandırılmakta; KOBİ'ler için uygun iş ortamının yaratılması ve KOBİ'lerin rekabet edebilirliklerinin geliştirilmesi amacıyla çeşitli uygulamalar gerçekleştirilmektedir (Cansız, 2008:7).

Geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinden itibaren daha önceleri ekonominin hasta çocuğu olarak görülen KOBİ'ler, ekonominin en önemli ve dinamik aktörlerinden biri olarak kabul görmeye başlamıştır. 21. Yüzyılda ülkelerin ekonomik ve sosyal alanda başarılı olabilmeleri ve refah yarışında yer edinebilmeleri KOBİ'lere ve girişimciliğe verecekleri öneme bağlıdır (DPT, 2000:85). Bu durumu rakamlar da ortaya koymaktadır. Dünyadaki mevcut ülke ekonomilerine bakıldığında işletmelerin neredeyse %95-99'unun KOBİ'lerden oluştuğu GSMH'nin %30-70'inin, istihdamın %40-80'inin, yatırımların % 30-60'ının, ihracatın %20-40'nın KOBİ'ler tarafından gerçekleştirildiği açıkça görülmektedir (Çelik ve Göksu, 2004:5).

Sonuç olarak iki dünya savaşından sonra önemini iyice yitiren KOBİ'lerin 1960'ların sonlarına doğru başlayıp aralıklarla devam eden krizler sürecini büyük işletmelere göre daha kolay atlattığı olmaları ve söz konusu dönemde ekonomiye sağladıkları katma değerde artış görülmesi, dikkatlerin yeniden KOBİ'lere yönelmesini sağlamış böylece KOBİ'lerin ekonomik kalkınmanın sürekliliği için hayati öneme sahip oldukları anlaşılmıştır. Bu anlayışa uygun olarak, bugün de tüm dünyada KOBİ'ler için geliştirici ve teşvik edici çalışmalar yapılmaktadır.

1.3.2. Türkiye'deki Gelişim Süreci

KOBİ'lerin Türkiye'deki tarihi gelişimi incelendiğinde, başlangıcın 13. Yüzyılda Şeyh Mahmut Ahi Ervan tarafından kurulan ahilik sistemine dayandığı görülmektedir (İbaçoğlu, 2002:13). Bir Türk esnaf birliği kuruluşu olan ahilik, üretici ve tüketici ilişki ve bağlarını en iyi biçimde düzenlemeyi kendisine amaç edinmiş;

esnaf faaliyetlerine yönelik düzenleyici kurallar getirmiştir (Çağatay, 1981:110-113). Zamanla ortaya çıkan değişiklikler sonucunda bu birlik yerini Lonca Sistemi'ne bırakmıştır. Her iş kolunda kurulmuş birlik anlamına gelen loncanın en önemli fonksiyonu, malın kalitesini yüksek tutmak ve standart üretimi gerçekleştirmektir. Loncalar, esnafı ve sanat sahiplerini sıkı bir disiplin içinde tutan kuruluşlardı.

18. yüzyılda Sanayi Devrimi'nin gerçekleşmesi ile Avrupa'ya ayak uyduramayan Osmanlı Devleti'nde, ayrıca tarımsal düzenin bozulması ve böylece vergilerde artışlar olması gibi nedenlerle ortaya çıkan ekonomik aksaklıklar loncaların zayıflamasına sebep olmuştur. Osmanlı Devleti'nin küçük sanayi alanındaki üstünlüğünün 18. yüzyıldan sonra gittikçe gerilemeye başlamasının nedeni; Avrupalıların Sanayi Devrimi ile birlikte kitle üretime geçmesi, küçük sanayinin bu gelişmelere direnç gösterememesidir (KOSGEB, 2003:3).

19. yüzyıl boyunca küçük işletmelerin zor duruma düşmesi ve devletten yardım istemesi üzerine, 1863 yılında "İslahı Sanayi Komisyonu" kurulmuştur. Bu komisyon küçük sanayiye canlandırmak amacıyla çeşitli tedbirler almış; tedbirlerin bir kısmı uygulanabilmiş, bazıları ise uygulamaya aktarılamamıştır. Meşrutiyetten sonra yürürlüğe giren ve sanayiye yönelik bir düzenleme olan "Teşvik-i Sanayi Kanunu Muvakkati" ise birbirini kovalayan savaşlar yüzünden beklenen sonucu vermemiştir (Öz-Alp, 1971:69).

Osmanlı İmparatorluğu dönemini küçük işletmeler açısından özetlemek gerekirse, KOBİ'lere önem verildiği ve bu işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için çeşitli tedbirler alındığı söylenebilecektir. Ancak, 18. yüzyıl sonrasında dünyadaki gelişmelerden dolayı, küçük işletmeler varlıklarını devam ettirmekte zaman geçtikçe daha güç durumlarla karşılaşmışlardır.

Cumhuriyetin ilk yıllarında devlet, özel sektörün önderliğinde gerçekleştirilecek bir iktisadi kalkınma hareketinin destekçisi olacak, fakat kendisi üreterek iktisadi faaliyetlerde yer almayacaktı. Bunun kararı da cumhuriyetin ilanından dokuz ay önce İzmir İktisat Kongresi'nde verilmişti. Ancak, 1929 Büyük Buhranı ile bazı devletler ekonomik hayatı dışarıdan düzenleyici rolünden vazgeçmiş, bizzat piyasalarda oluşturduğu yeni kurumlarla yer alarak arz ve talebi yoğun bir şekilde etkileme yoluna girmiştir. 1930'lu yıllardan itibaren kurulan İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT) aracılığıyla iki sanayi planı yürürlüğe konulmuştur. İlk yaklaşımda küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin kurulup

geliştirilmesi ön planda iken, 1930'lara girerken ortaya çıkan yaklaşımda Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ile birlikte büyük devlet işletmeleri ön plana geçmiştir (Uludağ ve Serin, 1991:7).

Dünya genelinde 1960'ların sonlarında başlayan ve 1970'lerde hızlanan KOBİ'leri geliştirme politikalarına Türkiye hükümeti de uyum göstermiştir. Küçük ve orta boy işletmeciliğin devlet tarafından ele alınıp bunlarla ilgili politikaların belirlenmesinde, 1963 yılından itibaren her beş yılda bir hazırlanmakta olan kalkınma planlarının küçük sanayinin, esnaf ve sanatkarların durumları ile ilgili bölümlerinin önemli katkısı olmuştur (Çetin, 1996:138-140). 1970 yılında Birleşmiş Milletler Sanayi Geliştirme Örgütü (United Nations Industrial Development Organization-UNIDO)'nün desteğiyle Küçük Sanayi Geliştirme Merkezi (KÜSGEM) kurulmuştur.

Başlangıçta KÜSGEM Gaziantep bölgesini desteklemek üzere kurulmuş yerel bir organizasyon olarak ortaya çıkmıştır. 1983 yılında UNIDO ile yapılan anlaşma uyarınca, KÜSGEM'in yerini ulusal bir organizasyon olarak faaliyet yürütecek olan Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı (KÜSGET) almıştır. KÜSGET de 1990 yılında, bağımsız bir kuruluş olan Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)'na dönüşmüştür (Taymaz, 1997:2). 1990 yılında kurulan KOSGEB, halen faaliyetlerine devam etmekte olup Türkiye'deki KOBİ'lere danışmanlık hizmetleri sunmakta ve teknoloji tedarikçiliği yapmaktadır. KOSGEB'in KOBİ'lere yönelik faaliyetlerinde genel olarak yüklendiği sorumluluklar şu şekilde belirtilebilir: KOBİ'lerin teknolojik becerilerini geliştirmek; eğitimi, bilgiye erişim ve kullanım olanaklarını iyileştirmek; KOBİ'lere uygun finansal mekanizmalar sunmak; KOBİ'lerin yönetim altyapılarını iyileştirmek (Bradstock and Thompson, 2005:19).

AB ve liberal ekonomiyi esas alan diğer ülkelerde her türlü koruma yasaklanmış olmasına rağmen ekonomik krizlere uyum gösterme kabiliyeti yüksek olan KOBİ'ler vergi kolaylıkları, yatırım teşvikleri ve faizsiz kredi imkanlarıyla desteklenmektedir (Müslümov, 2002:12). Buna paralel olarak Türkiye'de de 1980'li yıllar ile birlikte KOBİ'ler üzerinde daha fazla önemle durulmaya başlandığı söylenebilecektir. Türkiye ekonomisinde yaşanan değişimle birlikte, KOBİ'lerin dünya genelinde artan önemine paralel olarak Türkiye'de de KOBİ'lere yönelik destek sistemleri oluşturulmaya başlanmıştır. Dönem dönem yaşanan krizler, olumlu

gelişmeleri sekteye uğratsa da KOBİ'lerin geliştirilmesine yönelik çabaların var olduğu görülmektedir.

1.4. KOBİ'LERİN EKONOMİDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

1.4.1. KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri

KOBİ'lerin ekonomik sisteme olan katkıları konusunda çalışmalarda bulunan araştırmacılar, yerine getirdikleri işlevler nedeniyle, KOBİ'lerin ekonomik sistemin önemli ve vazgeçilmez bir bölümünü oluşturduğu konusunda görüş birliği içerisinde (Alpugan, 1994:9).

KOBİ'ler yalnızca az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde ağırlıklı yer alan işletmeler değildir. Tüm gelişmiş ülkelerde KOBİ'lere özel önem verilmekte; KOBİ'ler kalkınmanın itici gücü olarak nitelendirilmekte ve birer denge unsuru olarak görülmektedir. Çünkü; KOBİ'ler, ekonomik gelişmenin sağlanmasına, üretim düzeyinin artmasına, istihdam yaratma kapasitesinin genişlemesine en büyük destekler (Topçuoğlu, 2004:8).

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, KOBİ'ler tüm ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin %95 ile %99 arasında değişen oranda bir kısmını oluşturmaktadır (OECD, 2004:34). Yine ülkeler arasında farklılık gösterse de istihdamın %40-80'i ve gayrisafi milli hasıla (GSMH)'nın %30-70'i KOBİ'ler tarafından sağlanmaktadır. Ekonomik kalkınmışlık düzeyi ne olursa olsun, tüm ülkelerde KOBİ'ler gerek sayısal, gerek istihdam yaratma gücü açısından ekonomik ve toplumsal düzenin bel kemiğini oluşturmaktadır. Ülkeler, KOBİ'lerin sosyal ve ekonomik değişimlere uyum gösterme esnekliklerinin ve yeteneklerinin gittikçe daha fazla farkına varmakta ve KOBİ'lerin rekabet güçlerini ve teknolojik düzeylerini artırıcı yönde teşvik tedbirleri uygulamalarına ağırlık vermektedirler (Yılmaz, 2004:2).

Tablo 1-8: Sektör ve Çalışanlarına Göre İşletmelerin Dağılımı (2009)

Sektör		1-9 Çalışanı Olan İşletmeler	10-49 Çalışanı Olan İşletmeler	50-249 Çalışanı olan İşletmeler	Toplam KOBİ'ler	Büyük İşletmeler
Sanayi	Madencilik	4.326	994	301	5.621	63
	İmalat	364.513	33.152	6.827	404.492	1.381
	Elektrik, gaz buhar ve sıcak su üretimi ve dağıtım	1.545	204	71	1.820	47
Hizmetler	Toptan ve perakende ticaret*	1.242.625	35.897	2.448	1.280.970	345
	Oteller ve İpkanlıklar	253.861	6.939	876	261.676	191
	Ulaştırma, depolama ve haberleşme	550.884	7.398	714	558.996	161
	Mali aracı kuruluşlar	49.642	1.315	123	51.080	62
	Gayrimenkul	209.366	7.854	1.578	218.798	529
	Eğitim	8.179	4.185	502	12.866	91
	Sağlık işleri ve sosyal hizmetler	42.536	2.817	381	45.734	85
	Diğer Hizmetler	209.665	4.395	383	214.443	124
İnşaat	147.041	16.596	2.000	165.637	250	
Toplam	3.084.183	121.746	16.204	3.222.133	3.329	
Ölçeklere Göre Dağılım	95,62%	3,77%	0,50%	99,90%	0,10%	
AB 27'de ölçeklere göre dağılım(ortalama)	91,80%	6,90%	1,10%	99,80%	0,20%	

* Motorlu taşıt, motosiklet, kişisel ve ev eşyalarının bakım onarımı

Kaynak: TÜİK Yıllık İş İstatistikleri 2009 yılı verileri, European Business Facts And Figures 2009

Tablo 1-8'de yer alan TÜİK Yıllık İş İstatistikleri 2009 yılı verilerine göre ülkemizde 250'den az çalışanı olan 3.222.133 girişim bulunmaktadır. Buna göre Türkiye'de toplam işletmelerin %99,9'unu KOBİ'ler oluşturmaktadır. 1-9 çalışana sahip mikro ölçekli işletmeler, toplamın %95,62'sini teşkil etmektedir. KOBİ'lerin %82'si hizmetler ve ticaret, %13'ü ise imalat sanayi sektöründe faaliyet göstermektedir.

Tablo 1-9, KOBİ'lerin gelişmiş ve gelişmekte olan bazı dünya ekonomilerinde ve Türkiye ekonomisinde sahip olduğu yer ve önem hakkında bilgi vermektedir. Tablo incelendiğinde, örnek ülke ekonomileri için KOBİ'lerin ne denli yer edindiği görülmektedir. KOBİ'lerin istihdama sağladığı katkı yadsınamayacak düzeydedir. Özellikle Türkiye, Japonya ve İtalya'da bu katkı üst düzeydedir. Bununla birlikte, Türkiye'deki KOBİ'lerin tüm işletmeler içindeki yüzdesi ile ekonomiye sağladıkları katkı arasında paralellik olmadığı gözükmemektedir. Katma değer düzeyi açısından Türk KOBİ'leri, İngiltere, Hollanda ve Güney Kore dışındaki ülkelerin gerisinde kalmıştır. Türkiye, bu açıdan çok gerilerde de kalmış değildir; ancak bu oranın Türkiye'nin potansiyeli düşünüldüğünde idealin altında kaldığı düşünülmektedir. Türkiye'deki işletmelerin neredeyse tamamını oluşturan KOBİ'lerin yatırımdaki

%26,5'luk, yaratılan katma değerdeki %38'lik, ihracattaki %8-10'luk katkısının ilerleyen dönemlerde artırılması için teşvik edici çalışmalar yapılmalıdır.

Tablo 1-9: KOBİ'lerin Çeşitli Ülke Ekonomilerindeki Yeri

Ülke Adı	Tüm İşletmeler İçindeki Pay %	Toplam İstihdam İçindeki Pay %	Toplam Yatırımdaki Pay %	Yaratılan Katma Değerdeki Pay %	Toplam İhracat İçindeki Pay %	Toplam Krediler İçindeki Pay %
ABD	99,7	56,6	38	43	32	42,7
Almanya	99	64	44	49	31	35
Japonya	99,4	81,4	40	52	38	50
Fransa	99,8	63,1	46	53,2	23,2	29
İngiltere	98,8	36	29,5	25,1	22,2	27,2
İtalya	98	83	52	47	*	*
Hollanda	98	57	45	32	38	*
Hindistan	98,6	63,2	27,8	50	40	15,3
Güney Kore	98,8	59	35	35	20	47
Tayland	98	64	*	47	50	*
Singapur	97	44	27	43	10	27
AB 27	99,8	67,4	*	57,7	*	*
Türkiye	99,89	76,7	26,5	38	8-10	25

* Veri eksik

Kaynak: (KOSGEB, 2011:29); *Aykaç ve diğerleri, 2008:154-155.*

Ancak şu var ki Türkiye'nin, daha önceki yıllarda yapılan benzer istatistikî çalışmalarda durumunun daha olumsuz görüldüğü de bir gerçektir. Bunun bir nedeni olumlu ekonomik gelişmeler iken diğer bir nedeni KOBİ tanımının genişletilmesidir. Örneğin; yedi yıl öncesine ait benzer bir tabloda KOBİ'lerin istihdamdaki payı %45,6, yatırımlardaki payı %6,5, üretimdeki payı %37,7, ihracattaki payı ise %8-10, banka kredilerindeki payı ise %5-10'dur. KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki payı ise %98,9'dur (Aras, 2007:4). Söz konusu veriler ile karşılaştırıldığında rakamlarda artış olduğu ortadadır. Bunun bir nedeni olumlu ekonomik gelişmelerdir. Ancak, KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki payı genişleyerek %98,9'dan %99,9'a çıkmıştır. Bu karşılaştırmada, 2005 yılında yenilenen KOBİ tanımından ötürü KOBİ sınıfının genişlemesinin etkide bulunabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Tablonun değerlendirilmesinde dikkate alınması gereken bir husus da KOBİ'lerin ihracattaki payına ilişkindir. Tabloda KOBİ'lerin ihracattaki payı %8-10 gözükmesine rağmen, pek çok KOBİ'nin satışlarını yurt dışı pazarlara yaptıkları da bilinen bir gerçektir. Bu yurt dışı satışların dış ticaret şirketleri ile

gerçekleştirilmelerinden dolayı ihracattaki payın gerçekte %20 ve üzeri olduğu tahmin edilmektedir (Koç, 2008:4).

Son olarak; KOBİ'lerin banka kredilerindeki payında da artış olduğu görülmektedir. Geçmiş dönemlere ait verilerle Tablo 1-9'daki yeni veriler kıyaslandığında kredi hacminde bir artış olsa da kredi oranında fazla bir değişiklik olmadığı görülecektir.

Tablo 1-10: Türkiye'de Sanayi ve Hizmet Sektörleri İtibarıyla KOBİ'lere ve Büyük İşletmelere İlişkin Temel Göstergeler, 2007

	Sanayi		Hizmet		Toplam	
	KOBİ	Büyük İşletme	KOBİ	Büyük İşletme	KOBİ	Büyük İşletme
İşletme Sayısı	320.271	1411	2.224.538	1.484	2.564.809	2.895
Yüzde	12,5	48,7	87,5	51,3	100	100
Çalışan Sayısı	1.953.533	1.019.699	5.758.441	1.097.388	7.711.974	2.117.087
Yüzde	25,3	48,2	74,7	51,8	100	100
Katma Değer	38	54	94	46	132	100
Yüzde	28,8	54	71,2	46	100	100

Kaynak: TÜİK, 2010

Tablo 1-10'a göre 2007 yılı itibarıyla KOBİ'lerin yüzde 87,5'i hizmet sektörlerinde yer almakta olup bu işletmeler KOBİ'ler tarafından yaratılan toplam istihdamın yüzde 74,7'sini, katma değerini ise yüzde 71,2'sini oluşturmaktadır. Buna karşın KOBİ'lerin sadece yüzde 12,5'i sanayi sektöründe yer alırken KOBİ'lerin oluşturduğu istihdamın ancak yüzde 25,3'ünü, katma değerini ise yüzde 28,8'ini gerçekleştirmektedir.

Tablo 1-11: Esnaf ve Sanatkarların Mesleklere Göre Dağılımı (2009)

Meslekler	İşletme Sayısı İçindeki Yüzde Pay %
Motorlu Taşıyıcılık (taksicilik, nakliyecilik vb.)	26,4
Bakkallık, bayilik, büfecilik	12,5
Kahvehane İşletmeciliği	5,7
Kuaförlük	4,1
Oto Tamirciliği	2,8
Pazarcılık	2,5
Lokantacılık	2,5
Tuhafiyecilik	1,8
Konfeksiyonculuk	1,5
Diğer*	40,2

* 470 meslek kolu bulunmaktadır.

Kaynak: Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, 2010

Türkiye'deki KOBİ'lerin yaklaşık 1,4 milyonu esnaf ve sanatkârdır.15 Bu kesim, sayıca fazla olmaları ve sağladıkları istihdam nedeniyle, ülkenin ekonomik ve sosyal yapısında önemli bir yere sahiptir. Türkiye'deki esnaf ve sanatkârların yüzde 23'ü imalat, yüzde 77'si ise hizmetler sektöründe faaliyet göstermektedir. Esnaf ve sanatkârlar, çok farklı meslekler icra etmekte olup ağırlıklı olarak buldukları meslekler Tablo 1-11'de yer almaktadır. Bu kesimin yüzde 26,4'ü motorlu taşıyıcılıkla, yüzde 12,5'i bakkallık, bayilik ve büfecilikle, yüzde 5,7'si kahvehane işletmeciliğiyle, yüzde 4,1'i kuaförlükle, yüzde 2,8'i oto tamirciliğiyle, yüzde 2,5'i lokantacılıkla, yüzde 2,5'i pazarcılıkla, yüzde 1,8'i tuhafiyecilikle ve yüzde 1,5'i konfeksiyonculukla uğraşmaktadır.

Bugün, Türkiye ekonomisinin temel direği durumunda olan KOBİ'ler, ülkenin gelecekte de büyümesini sürdürmesinde ve refahını arttırmasında kritik bir öneme sahip olacaktır. Gerçekten, sayısal olarak hem ülkedeki girişimlerin neredeyse tümünü, istihdamın büyük bir kısmını oluşturan KOBİ'ler; bir yandan ekonomik büyümeyi ateşlerken, bir yandan da ülkede daha fazla istihdam yaratılmasını sağlamaktadır. Eğer KOBİ'lerin finansman ve uluslararasılaşma konularında önündeki engeller ortadan kaldırılırsa ve KOBİ'leri destekleyici politikalar izlenirse, KOBİ'ler ülkenin geleceğine damgasını vuracaktır (Aykaç, 2008:150).

1.4.2. KOBİ'lerin Önemi

Ekonomik ve sosyal faktörlerin sürekli değişimi tetikleyen küreselleşme sürecinde, esnek üretime dayalı faaliyet gösterme özellikleriyle ekonominin dinamik güçleri olarak bakılan KOBİ'ler ön plana çıkmaktadır (Koçak, 2002:48). Bu işletmeler, hayati öneme sahip hizmetlerin sunulmasında, ihtiyaç duyulan ürünlerin üretilmesinde önemli bir rol oynamaktadırlar. KOBİ'ler; istihdam yaratmakta, GSMH'ya katkıda bulunmakta ve sahipleri için yaşam sağlamaktadırlar. Böylece, dengeli bir ekonomik ve sosyal kalkınmanın sağlanması ve sürdürülmesinde önemli bir katkı unsuru olmaktadır. KOBİ'lerin ülke ekonomileri açısından sahip olduğu bu önem, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere hemen hemen tüm ülkeleri KOBİ'lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunması için uygun ortamı sağlayacak politikalar geliştirmeye ve uygulamaya yönlendirmektedir (DPT, 2007:22).

Bugün hemen hemen tüm ülkeler, KOBİ'lerin ekonomik büyümeye, sosyal birleşmeye, istihdama, bölgesel ve yerel kalkınmaya sağladığı katkıları fark etmiş durumdadırlar. Bu nedenle de sağlam bir KOBİ yapısının ekonomik gelişme, politik istikrar ve sosyal barış için vazgeçilmez bir şart, en önemli güvence, temel taşlardan biri olduğu yaklaşımı ve değerlendirmesi hakim olmaktadır (Çatal, 2007:17).

KOBİ sektörü üzerine yapılan çalışmalar genellikle KOBİ'lerin büyümenin motoru olduğu ön kabulüne dayanmakta ancak piyasa eksiklikleri ve kurumsal zayıflıklarının kendi büyümelerine engel oluşturduğu ifade edilmektedir (Biggs, 2002: 4). Ülke düzeyinde ve mikro bazda yapılan birçok çalışmada ekonomik kalkınma ve sanayileşme sürecinde KOBİ'lerin önemine değinilmesine karşın (Snodgrass and Biggs, 1996:9) ülkelerarası düzeyde KOBİ'lerle ekonomik kalkınma ve yoksulluğun azaltılması arasındaki ilişkilerde araştırma konusu olmuştur (Beck et al., 2005:11)

KOBİ'lerin bir ülke ekonomisi içindeki varlığı öncelikle piyasada rekabetin korunmasına katkılarda bulunmaları dolayısıyla önemlidir. Onların ekonomik sistemi terk etmelerinin veya terk etmeye zorlanmalarının piyasa rekabetini büyük ölçüde ortadan kaldıracağı ve sistemin asıl işlevinden uzaklaşmasına neden olacağı söylenebilecektir. Bir ülkede güçlü, sağlıklı bir KOBİ topluluğunun mevcut olması; rekabetin korunmasını, sektörlerin tekeli bir yönetim yapısından kurtulmasını ve

böylece o ülke bireylerinin daha iyi kalite ve fiyatlarla mal ve hizmet edinebilmesini sağlayıcı yönde etki göstermektedir (Steinhoff and Burgess, 1989:5).

İkincisi KOBİ'ler, uyumlu ve esnek bir yapıya sahiptirler. Değişen ekonomik koşullara, pazarın değişen ihtiyaçlarına ve farklılaşan taleplerine karşı uyum sağlama yeteneğine ve gerektiğinde kendilerini yenileyebilme esnekliğine sahiptirler (Sondeno, 1985:13). Yeni ürün geliştirme, mevcut modellerde küçük değişikliklerle kolayca yeni ürünlere geçme imkanlarıyla KOBİ'ler, esnek üretim süreçlerinin yaşam bulduğu ortamlardır. Büyük oranda, nihai ürün yerine ürünün bir bölümünü üreten bu işletmeler, gerektiğinde aynı parçaları kullanan başka işletmeler için üretmeyi sürdürerek hayatta kalabilmektedirler.

Bu özelliklerinden yola çıkılarak, KOBİ'lerin aynı zamanda büyük işletmelerle uyumlu oldukları, KOBİ'ler ile büyük işletmelerin birbirlerini tamamladıkları söylenebilecektir (Özdemir ve diğerleri 2006:45-49). Şöyle ki KOBİ'ler, büyük ölçekli işletmelerin kullandıkları hammadde, yardımcı malzeme, işletme malzemesi ve yarı mamul gibi girdileri üreterek, onların gelişimini tamamlamakta, yan sanayi oluşturmaktadır (Atıcı, 2006:31).

KOBİ'lere önem atfedilen diğer bir alan da istihdamdır. Hem gelişmiş hem sosyal refah ekonomilerinde hem de Türkiye'de, KOBİ'lerin en önde gelen özelliklerinden birisi, yeni işler yaratma ve bu yolla istihdam sağlama gücüdür. KOBİ'lerin istihdama olan katkısı günümüz dünyasında çok daha önemli hale gelmiştir (Aykaç ve ark., 2008:162). Vasıflı işçilerin yanında, çoğu zaman iş deneyimi olmayan ve düşük vasıflı işçiler istihdam eden KOBİ'lerin bu istihdam tarzı, ekonomiye pratikte iki şekilde fayda sağlamaktadır. Bu durum, geçici işsizliği mümkün olduğu oranda aşağıya çekmekte; diğer taraftan bu gibi kimselerin istihdamı sayesinde iş eğitimi ve çalışma tecrübesi kazandırıldığı için verimlilik yükselmektedir (Kargül, 1997:2).

Kurumsal yapılarının çok katı olmaması ve ihtiyaca uygun istihdamı hızlı gerçekleştirme yönüyle KOBİ'ler esnek çalışma imkanını daha kolay sunabilecek yapıya sahiptirler. Çok yeni bir konu olan ve KOBİ'ler tarafından ne oranda benimsendiği ve ne oranda uygulandığına dair henüz çok fazla bilgi elde edilemeyen esnek çalışma uygulaması yasal düzenlemeler ile hem istihdam açısından hem de KOBİ'ler açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir (Özdemir ve Parlak, 2010:31).

Tablo 1-12: Sektörel Ortalama Çalışan Sayısı ve Katma Değer Miktarı, 2007

	Ortalama Çalışan Sayısı			Ortalama Katma Değer Miktarı (Bin TL)		
	KOBİ	Büyük İşletme	Genel	KOBİ	Büyük İşletme	Genel
Sanayi	6	723	9	119	38.271	286
Hizmetler	3	739	3	42	30.997	62
Toplam	3	731	4	51	34.542	90

Kaynak: TÜİK, 2010

2007 yılı itibarıyla sanayi sektöründeki bir KOBİ'nin çalışan sayısı ortalama 6 iken bu değer hizmet sektörlerindeki KOBİ'lerde 3'tür. Bunun yanı sıra sanayi sektörlerindeki KOBİ'lerin katma değer miktarı yıllık ortalama 119 bin TL iken hizmet sektörlerindeki KOBİ'lerin ortalama katma değer miktarı 42 bin TL'dir. (Bkz.:Tablo 1-12). Görüldüğü üzere Türkiye'de hizmet sektörlerinde yer alan KOBİ'lerin ortalama çalışan sayısı ve katma değer miktarı, sanayi sektöründeki KOBİ'lere kıyasla daha düşüktür. Bu durum üzerinde Türkiye'de hizmet sektörlerindeki işletmelerin büyük kısmının yalnızca işyeri sahibinden oluşan esnaf ve sanatkârlardan oluşmasının önemli bir etkisi olduğu düşünülmektedir.

Öte yandan, KOBİ'lerin sosyal alanda da önemli bir işlev üstlendiği vurgulanmalıdır. KOBİ'ler farklı gelir grupları içerisinde denge unsuru olarak görev yapmaktadırlar. Küçük birikimlerin doğrudan yatırıma aktarılmasında ve böylece üretim ve sanayinin yurt geneline yayılmasında etkin bir araç olarak faaliyet göstermektedirler (Eleren ve Kayahan, 2008:18). Böylece, bölgesel kalkınmaya ve bölgeler arası gelişmişlik farklarının azaltılmasına katkıda bulunmaktadırlar.

Yine sosyal açıdan bakıldığında, girişimciliği somut biçimde ifade eden kuruluşlar olan KOBİ'ler, geniş halk kitlelerinin girişimciliğe yönelmesi bakımından işlevsel oluşumlardır. Girişimcilik kültürünün geliştirilmesi ve topluma girişimcilik ruhunun kazandırılması, fırsat eşitliğinin sağlanarak geniş kitlelerin enerjisinin ekonomik etkinlikler alanına kanalize edilmesi ve diğer üretim faktörlerinin üretime sokulması, KOBİ'lerin güçlendirilip yaygınlaştırılmasıyla mümkün olacaktır (Demirkol, 2006:10).

Son olarak; yeniliklere açık, yaratıcı görüşlerden yararlanan KOBİ'ler, bu yönleriyle de ekonomiye ve gündelik yaşama canlılık katmaktadırlar. Yeni ürünlerin

çok önemli bir kısmı ilk kez KOBİ'ler tarafından geliştirilmektedir (Özdemir, Ersöz ve Sarıoğlu, 2006:46). Daha önce bilinmeyen bir mamul veya hizmetin piyasa yönünden uygun olup olmadığını anlamak ve böyle bir işi yapmak için sahip olunan yetenekleri ölçmede küçük işletmeler dinamik bir rol oynamaktadırlar (Öz-Alp, 1971:62).

1.5. KOBİ'LERİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ

KOBİ'ler büyük işletmeler ile mukayese edildiğinde, büyük işletmelerin KOBİ'ler karşısında belirli üstünlükleri olduğu görülmektedir. Ancak, KOBİ'lerin dezavantajlarının olması ile birlikte büyük işletmelere kıyasla önemli avantajları da olduğu görülmektedir.

KOBİ'lerin sahip oldukları avantajlar şu şekilde sıralanabilecektir:

- Düşük özsermaye ile kurulabilirler;
- Bürokrasi az olduğundan üretim ve yönetim mekanizmaları daha hızlı işler (Dilik ve Duran, 1998:62);
- Daha az yatırımla daha çok üretim yapabilir ve ürün çeşitliliği sağlayabilirler;
- Tüketicilerin talep değişikliklerine ve çeşitliliklerine daha kolay uyum gösterebilirler;
- Teknolojik yenilikleri almaya esnek yapılarından dolayı daha yatkındırlar;
- Büyük sanayi işletmelerinin destekleyicisi ve tamamlayıcısı işlevi görebilirler;
- Esnek yapılarından dolayı ekonomik dalgalanmaları daha az zararlarla atlatabilirler.

KOBİ'lerin sayılan avantajlarına karşın, daha çok yapısal özelliklerinden kaynaklanan dezavantajları da şu şekilde sıralanabilecektir :

- Çok küçük ölçekli ve dağınık yapıda olduklarından verimlilikleri düşüktür;
- Genellikle, standartlara uygun üretim yapamadıklarından ihracat potansiyelleri düşüktür (Yılmaz, 2003:3);
- İflas etme ve bağımsızlıklarını kaybetme riski yüksektir;

- Sermayeleri yetersiz olup, fon sağlamada sermaye piyasalarından yeterli düzeyde yararlanamazlar;

- Finans kaynaklarından ve bankalardan fon sağlamada zorluklar yaşarlar (Dinçer ve Fidan, 1991:71);

- Uzman bir finansman ekibi veya finansman biriminden yoksundur;

- Finansal planlama yetersizdir;

- Genel yönetim yetersizdir;

- Pazar ve sektör bilgileri yetersizdir;

- Teknoloji düzeyleri düşüktür;

- Kalifiye insan kaynağına ulaşmaları zordur (Atıcı, 2006:35);

KOBİ'lerle ilgili sayılan avantajlara ve dezavantajlara genel olarak bakıldığında, avantaj olarak belirtilen hususların daha çok KOBİ'lerin sahip oldukları esneklikten dolayı yeniliklere ve değişimlere kolay adapte olabilmelerinden ve küçük yatırım tutarları ile ekonomiye sağladıkları katma değerden kaynaklandığı söylenebilecektir. Aynı genel bakış açısıyla, belirtilen dezavantajların da yaşanan fon sıkıntısından ve yeterli düzeyde kurumsallaşamamadan kaynaklanan finansman, üretim, pazarlama, yönetim-organizasyon yetersizlikleriyle ilgili olduğu görülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM: KOBİ'LERİN FİNANSMANI

Bu bölümde öncelikle KOBİ'lerin finansman sorunlarına ve bu sayılacak sorunların aşılmasında yararlanılabilecek finansal araçlara ve tekniklere değinilecektir. Sonrasında, KOBİ'lerin finanse edilmesi konusunda bankalardan kullanılan kredilerin yeri ve önemi belirtilecektir. Son olarak da Türkiye'de yer alan çeşitli bankaların KOBİ'lerin finansmanı için oluşturduğu kredi türlerinden bahsedilecektir.

Günümüzün rekabetçi iş ortamında finansman olanaklarına erişim, firmaların piyasaya girişini büyümelerini ve piyasadan çıkışını kolaylaştırır. Bunun yanında düzgün işleyen bir ekonomik kalkınma süresi için de elzemdir. Tüm firmalar için iş ortamının iyileştirilmesi üzerinde odaklanmak sadece çok sayıda küçük ama durgun firmalar olarak karakterize edilebilecek devasa KOBİ sektörünü teşvik etmeye çalışmaktan daha önemlidir (Beck and Kunt, 2006:11).

Ancak piyasa pratikleri bize firmaların ölçeği ile finansman meseleleri arasında ciddi bir etkileşimin olduğunu göstermektedir. KOBİ'ler özellikle mikro düzeyli işletmeler banka kredileri gibi dış finansman kaynaklarından oldukça sınırlı düzeyde yararlanmaktadırlar. Kalkınma ve diğer kamu bankalarının kaynakları ağırlıklı olarak büyük firmalar tarafından kullanılmaktadır. Sadece finansal kiralama ve tedarikçilerin finansmanı KOBİ'lerin finansman açığını kapatmak için yeterli olamamaktadır (Beck et al., 2008:19).

KOBİ'lerin sorunlarının başında finansman ihtiyacının belirtilmesi, her zaman bu işletmelerin daha çok finans ihtiyaçlarının olduğu ve bunu temin edemedikleri şeklinde değerlendirilmemelidir. Bu soruna öncelikli olarak yer verilmesi, daha çok sübvansiyon sağlamanın ve bu konu üzerine daha fazla önemiyet göstermenin bir yolu olarak değerlendirilmelidir. Genel olarak finansman sorunu, sorunun asıl kaynağı değil; bir tezahürüdür. Dolayısıyla öncelikli olarak bu duruma sebep olan pazarlama, enformasyon, eğitim yenilik ve teknoloji konularındaki eksiklik ve yetersizlikler dikkatle değerlendirilmelidir (Ekinci, 2003:72).

2.1. KOBİ'LERİN FİNANSMAN SORUNLARI

Yapılan akademik çalışmalarda ve ilgili kurumların rapor ve yayınlarında, KOBİ'lerin en önemli sorunlarından birinin finansman olduğu ortaya çıkmaktadır (Kalmış, 2002:6). KOBİ'ler kuruluş aşamasından başlayarak yatırım, hammadde temini, işletme, pazarlama, teknoloji yenileme, büyüme ve rekabet gücü kazanma konularında finansman güçlüğü yaşamaktadırlar. KOBİ'lerin özkaynaklarının da yetersiz olması, yabancı kaynak kullanımını zorunlu kılmaktadır. Ancak, yabancı kaynak kullanımında da ekonomik istikrarsızlık, kurumsallaşma eksikliği, bürokratik engeller, faiz oranlarının yüksekliği gibi nedenler sorun yaratmaktadır (Gültekin, 1999:11).

Finansman, KOBİ'lerin yenilik yapabilme, büyüme ile faaliyetlerini devam ettirmede en önemli etmenlerden birisidir. Diğer işletme türlerinde de olduğu gibi KOBİ'ler için de finansman sorununun aşılmasında iki ana finansman yolunu kullanmaktadırlar: borçlanmak ve özkaynak kullanımı. Borçlanma seçeneğinde satıcı kredileri, banka kredileri en önemli kaynaktır. Özkaynak kullanımı ile de mevcut veya yeni ortakların sermayeye sağlayacağı katkılar ifade edilmektedir. Ayrıca, elde edilen karın ortaklara dağıtılmayıp sermayeye eklenmesiyle yeni kaynak yaratılması mümkün olmaktadır (Yılmaz, 2009:2). Ancak kaynak sağlamaktan daha önemlisi bu kaynakların etkili ve verimli kullanılarak sürdürülebilirliği sağlayacak bir istikrara dönüşmesidir.

KOBİ'lerin sermaye piyasasında fon temin etmek için gerekli şartları sağlamakta yetersiz kalmaları, hisse senedi ve tahvil yoluyla finansman kaynağı yaratma konusunda çok önemli bir engel teşkil etmektedir. KOBİ'ler kredi için bankalara yöneldiklerinde de farklı kısıtlarla karşılaşmaktadırlar. Bankalardan kredi temininde KOBİ'lerin yapısal özelliklerinden, bankacılık sisteminin yapısından ve ekonomik istikrarsızlıktan kaynaklanan çeşitli sorunlardan ötürü, KOBİ'lerin bankacılık kanalından beslenmesi de zor olmaktadır.

Son olarak, KOBİ'lerin finansal açıdan sahip oldukları dezavantajlar şu şekilde sıralanabilecektir:

- Yetersiz finansman bilgisi,
- Modern finansman tekniklerini yeterince izleyememe,

- Sermaye piyasalarına giriş zorluğu,
- Yeni ortak alımında her iki tarafta da tereddütler,
- Otofinsman olanaklarının kısıtlı olması,
- Genelde kredi almada teminat sorunu,
- İşletme sahibinin kişisel varlıklarıyla sorumlu tutulması,
- Kredi hacminin düşük, kredi maliyetinin yüksek olması (Akgemci, 2001:35).

Genel anlamda KOBİ'lerin karşılaştıkları sorunlar şu konu başlıkları altında sıralanabilir:

- Özkaynak yetersizliğinden kaynaklanan finansman sorunları,
- İşletme sermayesi yetersizliğinden kaynaklanan finansman sorunları,
- Finansman kuruluşlarının çalışma yöntemlerinden kaynaklanan finansman sorunları,
- Sermaye piyasalarından kaynaklanan finansman sorunları,
- Modern finansman araçlarının yeterli düzeyde takip edilmemesi ve kullanılmamasından kaynaklanan finansman sorunları,
- Yönetim ve organizasyondan kaynaklanan finansman sorunları.

2.1.1. Özsermaye Yetersizliğinden Kaynaklanan Finansman Sorunları

Özkaynak, firmanın kuruluşunda ve faaliyet dönemi sırasında firmanın sahip ve ortakları tarafından sağlanan kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır. Firmaların özkaynak kullanmaksızın sürekli olarak borçlanarak kaynak sağlaması normal şartlarda olası bir durum olarak değerlendirilemez. Aynı zamanda özkaynak firmalar açısından sürekli bir kaynak niteliğindedir (Demir ve ark., 2008:32).

Kuruluş aşamasında olan KOBİ'ler ağırlıklı olarak özkaynak kullanmaktadırlar. Yeterli özkaynağa sahip olmayanlar, yeni yatırımlarını gerçekleştirmede ve büyümelerinin finansmanında kaynak sağlama sorunuyla karşılaşmaktadırlar. KOBİ'lerin kendi yapılarından kaynaklanan temel finansman sorunu özkaynak yaratamamaktır. Özellikle kuruluş aşamasında yeterli özkaynağın

bulunmaması, girişimcilerin önünde büyük bir engel oluşturmaktadır (Müslümov, 2002:16).

Başlangıç sermayelerinin sınırlı olması, kredi sağlamada yaşanan sorunlar ve kredi maliyetleri nedeniyle KOBİ'ler, hem özkaynak sorunu ile hem dış kaynak sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum işletmenin mevcut faaliyetlerini olumsuz etkilediği gibi, yeni projeleri finanse etmede de güçlükler yaşanmasına neden olmaktadır (Oktay ve Güney, 2002:4).

KOBİ'lerin finansman kaynakları incelendiğinde, ilk sırada kişisel tasarrufların, ikinci sırada ise akrabalarından ve arkadaşlarından alınan borçların yer aldığı görülmektedir (Steinhoff & F. Burgess, 1989:149). Fakat bu şekilde sağlanan kaynaklar yeterli olmamakta veya piyasa ve ekonomi koşulları nedeniyle zamanla azalmakta; nakit sıkıntıları ortaya çıkmaktadır. Zamanla yetersizleşen özsermaye yerine maliyeti daha yüksek olan banka kredileri çözüm olarak gündeme gelmektedir. Bazen banka kredilerine ulaşamamakta, bazen de yüksek maliyetli banka kredileri gibi nedenlerle daha sıkıntılı durumlarla karşılaşabilmektedir (Koç, 2008:127).

Tablo 2-13: Kurucuların Finansman Tercihleri

	Hiçbir zaman(%)	Bazen(%)	Çoğu zaman(%)
Uzun vadeli Banka kredileri yatırım ihtiyaçlarıma uygundur	47	28	25
Mümkün olduğu kadar karımı kullanmayı tercih ederim	10	22	68
Mümkün olduğu kadar karımı ve banka kredilerini kullanmayı ve zorunda kalırsam sermayeyi artırmayı tercih ederim	30	28	42
Yabancı kaynak kullanmayı ancak son çare olarak tercih ederim	50	21	29

Kaynak: Teresa Hogan, Elaine Hutson, Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector, Global Finance Journal, 2005, s. 14

Tablo 2-1'ten de görüleceği üzere işletme sahiplerinin çoğunluğu (% 68) finansman için öncelikli olarak kendi karlarını ve özkaynaklarını kullanmayı tercih etmektedirler. Ancak zorunluluk halinde banka kredisi kullanmayı ve sermaye artırmayı tercih ettikleri görülmektedir. İşletme kurucularının büyük kısmı yabancı kaynak kullanımını son çare olarak bile görmemektedir (Hogana & Hutson, 2005:14)

Ayrıca, işletme sahipleri yeni ortak alma konusunda da çekimser davranarak sermaye artırımını çözümünü de elimine etmektedirler. Bir diğer yol da sermaye piyasasından fon sağlamaktır. Ancak, genellikle işletme sahibi ile yöneticinin aynı olduğu bir aile şirketi olma özelliği gösteren KOBİ'lerde, yönetimi kaybetme, başkalarına hesap verme ve kar paylaşma endişesi bu işletmelerin halka açılmasında önemli bir engel oluşturmaktadır (Demir ve ark., 2008:34).

2.1.2. Çalışma Sermayesi Yetersizliğinden Kaynaklanan Finansman Sorunları

İşletme sermayesi, firmanın kısa süreli, normal olarak bir hesap döneminde paraya çevrilebilir ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade etmektedir. Net işletme sermayesi de firmanın dönen varlıkları ile kısa süreli borçları arasındaki farktır. İşletme sermayesi; firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimi kesintisiz sürdürebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, likitide riskini azaltması, kredi değerliliğini arttırması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmemesi, faaliyetlerini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 2010:201).

Sabit yatırımlarını tamamlamış olan KOBİ'lerin faaliyete geçebilmeleri için işletme sermayesi ihtiyacını da karşılamış olmaları gerekmektedir. Ancak, yatırım karar ve planlama aşamalarında daha çok sabit yatırımlar dikkate alınmakta olup işletme sermayesi tutarı ihmal edilmektedir. KOBİ'ler işletme sermayesi ihtiyaçlarını kendi sınırlı kaynakları ile çözemediklerinden, çeşitli kaynaklardan borçlanma yoluna gitmektedirler. Özkaynakları yetersiz bu işletmelerden, ticari bankalar kredilendirme için büyük oranlarda ipotek ve kefalet istemektedir. Ayrıca, kredi ile kaynak maliyeti oldukça yüksek olmaktadır (Yörük ve Ban, 2003:29). Yeterli işletme sermayesine sahip olmayan KOBİ'ler, bu ihtiyacın giderilmesi için kaynak temini konusunda da sıkıntı yaşamaya devam ettikleri takdirde söz konusu açığın doğuracağı kötü sonuçlara maruz kalabilmektedirler.

2.1.3. Finans Kurumlarının Çalışma Yöntemlerinden Kaynaklı Finansman Sorunları

Finansman arayışında olan KOBİ'ler, banka kredilerine müracaat ettiklerinde çeşitli engellerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumu yansıtan ve 2005 yılında Bankakademie International tarafından Türkiye'nin değişik bölgelerinden 13 şehirde yer alan KOBİ statüsündeki 653 işletme üzerinde yapılan araştırmanın sonuçlarına göre, KOBİ'lerin krediye erişimde karşılaştıkları başlıca engeller sırasıyla şu şekilde sıralanmaktadır: teminat koşulları, yüksek faiz oranları, bürokrasi/prosedür, güven eksikliği, yetersiz kredi vadeleri ve koşulları, geri ödeme kapasite yetersizliği, geri ödeyememe korkusu, diğer engeller (European Commission, 2005:8).

KOBİ'ler kredi yoluyla finansman konusunda en çok teminat gösterememe sorunuyla karşılaşmakta ve kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla başvuru yaptıkları kredi kuruluşunun kredi verebilmesi için şart koştuğu ipotek veya kefalet koşulunu karşılayamamaktadırlar (Akbulut ve diğerleri, 2005:198).

İpotek ya da teminat gösterebilecek bir varlığı olsa bile KOBİ'ler açısından kredilerle ilgili en önemli sorunlardan birisi de faizlerin yüksek olmasıdır. KOBİ'lerin sahip oldukları mali yapıdan ötürü kredilerden yararlanma oranı düşük olmaktadır. Türkiye'de banka kredi faizlerinin gelişmiş ülkelere hatta çoğu gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek oranlarda seyretmesi, özellikle büyüme ve modernleşme çabasında olan KOBİ'leri kredi sorunuyla karşı karşıya bırakmaktadır.

Öte yandan, Türkiye'de orta vadeli kredi oranı düşük olduğundan; KOBİ'ler, orta vadeli yatırımlarını finanse etmede özkaynakları yetersiz kaldığında, kısa vadeli banka kredilerine başvurmak durumunda kalabileceklerdir. Orta vadeli bir yatırım için kısa vadeli kredi kullanıldığı için de firma yatırımının karşılığını alamadan geri ödeme süresi başlayacak ve işletme mali krizle karşılaşabilecektir. Bu duruma düşmek istemeyen KOBİ'ler de kredi almaktan çekinmekte ya da yeni yatırımdan kaçınmaktadırlar (Çatal, 2007:47).

Son olarak, bankaların da KOBİ'lere kredi sağlamada çeşitli nedenlerden ötürü isteksiz davrandıkları görülebilmektedir. Söz konusu nedenlerin başlıcaları şunlardır:

- KOBİ'ler, bankalar nezdinde, yetersiz aktifleri, düşük sermayeleri, piyasa düzensizliklerine karşı kırılganlıkları, yüksek iflas oranları gibi gerekçelerle, yüksek riskli müşteriler olarak görülmektedir.

- KOBİ'lerin muhasebe kayıtlarının yokluğundan kaynaklanan enformasyon asimetrisi, yetersiz ve eksik mali raporlar ya da iş planları, bankaların KOBİ'lerin kredi değerliliğini saptamasını güçleştirmektedir.

- Küçük miktarlarda yatırım yapmanın veya borç vermenin yüksek idari ve işlemsel maliyetlerinin olması, KOBİ finansmanını karlı bir iş olmaktan çıkarmaktadır (Atik, 2003:85).

Bankaların KOBİ kredileri ile ilgili sayılan çekinceleri, uzun yıllar boyunca oluşan güvensizliğin bir sonucudur. Ancak, son yıllarda bankalar KOBİ'ler için özel paketler hazırlayarak bu alanda da önceki dönemlere kıyasla etkinleşmeye başlamışlardır.

2.1.4. Mali Piyasalardan Kaynaklanan Finansman Sorunları

Mali piyasalarda kaynak sağlamak etmek isteyen işletmelerin düzenlenen hukuki mevzuata gereği bazı niteliklere sahip olmaları, hukuki ve idari açıdan aranan bazı şartları yerine getirmeleri gerekmektedir. Bu nedenle kurumsal yapıları eksik olan KOBİ'lerin aranan şartları sağlamada önemli eksiklikleri olması, fon sağlamada sermaye piyasasını kullanmaları zorlaşmaktadır.

KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon temin edebilmeleri için, fon arz edenlere karşı birtakım teminatlar göstermeleri gerekmektedir. Ancak, kendi özkaynakları buna müsaade etmediği için bu piyasadaki faydalanmaları güçleşmektedir. Söz konusu teminatların talep edilmesinin nedeni de tasarruf sahiplerinin garanti altına alınmak istenmesidir. Çünkü tasarruf sahipleri, KOBİ'leri büyük işletmelere kıyasla daha riskli görmekteler ve bu yüzden de sermaye piyasasında faaliyet gösteren büyük işletmeleri daha çok tercih etmektedirler. KOBİ'ler, ne kadar yüksek karlılık performansına sahip olsalar da büyük işletmelerin ülke çapındaki referansları ve sahip oldukları kurumsal kimlikleri onların tercih edilmelerine yol açmaktadır.

Önemli diğer bir husus hukuki formlardır. KOBİ'lerin hukuki yapıları da sermaye piyasasının kullanımını açısından sorun teşkil etmektedir. Örneğin, menkul kıymet ihraç etmek için anonim şirket statüsünde olunması gerekirken, KOBİ'lerle ilgili istatistiklere bakıldığında anonim şirket statüsünde olanların oranının çok düşük düzeyde kaldığı görülmektedir (Ekinci, 2003:81). Türkiye genelinde anonim şirket

statüsündeki işletmelerin oranının %10'un altında olması da bu durumun en bariz göstergesidir (Bayülken ve Kütükoğlu, 2012:27).

Diğer yandan, başka kişi ya da kurunlar tarafından denetlenme ve bunun sonucu bağımsız davranabilme kabiliyetinde oluşabilecek sınırlamalar KOBİ sahiplerinin karşılaştıkları sahiplik kültürü ile çoğu zaman çelişir gibi algılanmaktadır. KOBİ'lerin bir kısmı sermaye piyasasından fon temin etmede daha istekli davranırken, önemli bir kısmında ise bu konuda bir isteksizlik, çekingenlik, tedirginlik söz konusudur. İşletme sahipleri, işletme üzerindeki egemenliklerini başkalarıyla paylaşmak konusuna çok sıcak bakmamaktadırlar (TMMOB , 1999:65).

2.1.5. Yeni Gelişen Finansman Yöntem ve Araçlarının Kullanılmamasından Kaynaklanan Finansman Sorunları

Son yıllarda döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişkenliklerin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan riskleri gidermek için ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda yeni finansal ürünlerin kullanımına başlanmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan, ekonomilerin birçoğunda küçük ve orta büyüklükteki işletmeler dahil olmak üzere bütün firmalar finansman ihtiyaçlarını, leasing, faktoring, forfaiting, kredi garanti fonu uygulaması, risk sermayesi yatırım ortaklığı gibi finansman yöntemlerini kullanmak sureti ile de karşılamaktadırlar (Çimat ve Laçinel, 2002:71). Ülkemizde kısmen de olsa KOBİ'ler bu finansman araçlarını kullanabilme imkanına sahiptir.

1970'lerden sonra mali piyasalarda yatırım finansmanı, risk yönetimi ve portföy yönetimi gibi konularda ortaya çıkan yeni ihtiyaçlara cevap verebilmek için türev araçlar ortaya çıkmıştır. Yatırım kararlarında büyük ölçüde etkili olan gelecekte oluşacak emtia fiyatlarını, faiz oranlarını ve döviz oranlarını tahmin etme güçlüğünden korunma çabaları sonucu ortaya çıkan türev piyasalar ve bu piyasalarda kullanılan ürünler, fiyat dalgalanmaları arttıkça daha da ön plana çıkmaktadır. Forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, swaplar ve opsiyon sözleşmeleri türev piyasaların en temel araçlarıdır (Özalp, 2003:1-3).

Ancak, sayılan finansal teknik ve araçların kullanımı her ülkede aynı şekilde yaygın değildir. Türkiye'de de bu tekniklerin bir kısmı yeterli düzeyde olmasa da uygulanabilir durumda olmasına rağmen, örneğin risk sermayesi yatırım ortaklığı uygulaması ve türev araçların kullanımında beklenen düzeye ulaşılabilmiş değildir.

Hele KOBİ'ler bu noktada çok daha geri düzeyde yer almaktadır. Bu noktada, ilgili finansman araçlarının kullanımını teşvik edici düzenlemeler yapılmalıdır. Ayrıca, KOBİ'ler bu araçlardan yararlanmalarının önemi ve gerekliliği konusunda bilgilendirilmelidir.

2.1.6. Kurumsal Yapı ve Yönetim Organizasyondan Kaynaklanan Finansman Sorunları

KOBİ'lerin yönetim ve organizasyon yapıları da finansman konusunda sorun yaşanmasına neden olabilmektedir. İşletme sahibinin aynı zamanda yönetim sorumluluğunu üstlenmiş olması ve bu kişilerin genelde yönetim hususunda yeterli bilgi birikimine sahip olmaması, işletmede yürütülen faaliyetlerde işbölümü ve uzmanlaşmanın yeterli düzeyde sağlanamamış olması, finansal piyasalar hakkında bilgi eksikliğinin olması sayılabilecek temel sorunlardır. Söz konusu sorunlardan ötürü işletmeler finansman arayışında çeşitli sıkıntılarla karşılaşmaktadırlar.

İşletmelerin finansal performansları ile yönetsel faaliyetleri arasında ciddi bir ilişki olduğu yapılan çalışmalarla da ortaya konmuş bir gerçekliktir. Birçok KOBİ yöneticisi için kesin ve net bir şekilde ortaya konmuş planların birçok olumsuz yönü olabilir. Karmaşık ve sıkı bir iş planının, içeriğinde yer alan “sınırlayıcı eylem kurallarının” sebep olduğu atalet dolayısıyla, KOBİ'lerin çevresel dinamizme karşı esnekliğini zayıflatması olasıdır (Alpkan ve ark., 2007:7). Özellikle stratejik planlama ve pazarda oluşabilecek fırsat ve tehditlere hızlı uyum kabiliyeti işletmelerin finansal performansı açısından önem arz etmektedir (Alpkan ve Kaya, 2004:6). Dolayısıyla stratejik planlama bağlamındaki eksiklikleri KOBİ'lerin yatırımcılar ve finans kurumları nezdinde yatırım yapılabilirliğini etkilemektedir.

KOBİ'lerde işletme sahibinin işletmesiyle özdeşleşmesi, bu işletmelerin kredilendirilmesi şartlarında etkisini göstermektedir. Nitekim KOBİ'ler kredilendirilirken, kredi verilen işletmenin performansı ve ödeme gücü ile birlikte işletme sahibinin kişi olarak gösterebileceği teminatlara bakılmaktadır. Ayrıca, işletmenin iflası durumunda küçük işletme sahibi işletmenin hukuki yapısı dolayısıyla, işletmesindeki varlıklara ek olarak kişisel varlıklarının tümünü de kaybetmek durumunda kalabilmektedir (Sayılğan, 2006:70).

İşletme sahiplerinin finansal yönetim açısından yeterli bilgiye sahip olmaması da, finansman için ayrıca bir uzman personel istihdam edilmemişse, bir finansal sorun olarak sayılabilecektir. Özellikle sahip yöneticilerin ağırlıkta olduğu firmalarda finans bilgisi anlamında ciddi yetersizliklerin olduğu görülmektedir (Brown ve diğerleri, 2006:10). Büyük işletmelerde genel olarak ayrı bir finansman veya mali işler bölümü bulunmakta olup bu bölümler için istihdam edilen uzmanlar, alternatif finansman olanaklarını ve kredi şartlarını değerlendirerek işletme için uygun finansman kararlarının alınmasında rol oynarlar. KOBİ’lerde ise bu şekilde bir bölüme ender rastlanmaktadır. Genelde bu işlerin takibi için “Mali İşler, İdari İşler ve Muhasebe Bölümü” bulunmaktadır. Fakat bu bölümde de finansal işlere bir “yan iş” gözüyle bakılmaktadır. Küçük işletmelerde ise bahsedilen nitelikte bir bölüm bile yoktur (Ekinci, 2003:73).

İşletme sahipleri arasındaki ailevi ilişkiler ve işletmenin yönetimi ve kontrolü konusundaki ailevi problemlerin de finansman üzerinde etkileri olduğu görülmektedir. İşletmelerin yönetim ve kontrolünde aile ilişkileri arttıkça borçlanma yoluyla finansman daha fazla tercih edilirken öz kaynak kullanımı daha az tercih edilmektedir (Wu et al., 2007:18). İşletme sahiplerinin aile bireyleri arasındaki anlaşmazlıklar ve problemler doğal olarak tam kurumsallaşamayan KOBİ’lerin finansmanını da zorlaştırmaktadır.

Diğer taraftan KOBİ’lerde finansal alternatifler ve kredi şartları yeterince değerlendirilemez. Bu şartlar altında en uygun finansal kararların verilmesi, uygulanması ve sonuçların değerlendirilerek etkin finansal düzenlemelere gidilmesi çok zor olmaktadır. Bu nedenle, KOBİ’lerde esasen sınırlı olan finansal imkanların yeterince değerlendirilebilmesi ihtimali azalmaktadır (TMMOB, 1999:65).

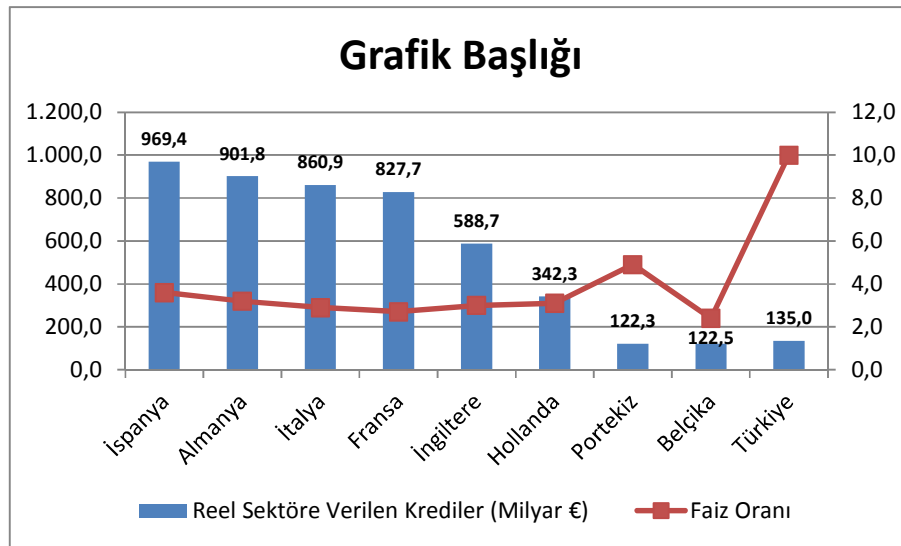
2.2. KREDİ AĞIRLIKLİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

İşletmelerin ilişki ve faaliyetleri dolayısıyla tedarikçilerinden, müşterilerinden alım-satım benzeri ticari işlemlerin doğal sonucu olarak vadeli ve ön ödeme benzeri yöntemlerle kaynak sağlanabilmektedir. Bu tür ilişki ve faaliyete dayanmayan doğrudan mali borç ilişkileri kredi ağırlıklı finansman yöntemlerini

ortaya çıkarmaktadır. Kredi ağırlıklı finansman yöntemleri, bankacılık ve bankacılık dışı finans sektörü olarak iki ayrı kısımda incelenecektir.

2.2.1. Bankacılıkta Kredi Ağırlıklı Finansman Yöntemleri

Bankalar, yeterli özsermayeye sahip olmayan ve sermaye piyasalarından faydalanamayan KOBİ'ler için her zaman önemli bir finansman kaynağı olarak yer tutmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarın sağlanamaması, KOBİ'lerin muhasebe standartlarına uygun mali tablolar düzenleyememesi sonucu mali şeffaflığın elde edilememesi vb. nedenlerden ötürü sermaye piyasalarının sınırlı büyüklükte olması, KOBİ'ler için bankaları öncelikli finansman kaynağı konumuna getirmektedir. Bankalar KOBİ tanımına giren firmalar ile mevcut yapıları itibariyle büyük ölçekli firmalara göre daha yüksek risk taşımaları nedeniyle daha dikkatli çalışmayı tercih etmektedirler. Kredi ilişkisine girilirken istenen yüksek teminatlar ve KOBİ'lere sunulan kredi maliyetlerinin yüksek oluşu reel sektörün en önemli parçası olan KOBİ'lerin zaten az olan fon sağlama olasılığını daha da düşürmektedir.



Şekil 2-1: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Reel Sektör Kredilerine ve Faiz Oranlarına

Kaynak: ECB, BDDK, TÜİK 2010 yılı verilerinden derlenmiştir

Şekil 2-1'de seçilmiş bazı ülkeler ile Türkiye'de 2009 yılı sonu itibarıyla reel sektör kredi miktarları (sol eksen), bu kredilere uygulanan faiz oranları (sağ eksen) bilgileri verilmektedir. Buna göre; Türkiye'deki işletme sayısına yakın değerde işletmeye sahip olan Almanya, İspanya, Fransa, İtalya gibi ülkelerin, Türkiye'nin yaklaşık 7-8 katı büyüklüğünde krediyi işletmelerine kullandırdıkları görülmektedir. Hollanda'da işletme sayısı Türkiye'nin beşte biri kadar olmasına rağmen, işletmelere

sağlanan kredi miktarı Türkiye'nin yaklaşık üç katıdır. Kredi miktarı bakımından Türkiye ile yaklaşık değerlere sahip olan Portekiz ve Belçika'nın işletme sayılarının, Türkiye ile kıyaslandığında oldukça düşük olduğu görülmektedir.

Reel sektör kredilerine uygulanan faiz oranlarına bakıldığında (sağ eksen); bahse konu ülkelerde faiz oranları yüzde 3-6 seviyeleri arasında değişirken, Türkiye'de yüzde 10-25 arasındadır. Bu verilerden Türkiye'de işletmelerin oldukça yüksek faiz oranlarıyla kredi kullanabildikleri anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu durum, Türkiye'de işletmelerin krediye erişimlerini olumsuz etkileyen önemli bir faktördür.

Son yıllarda yaşanan gelişmeler bankaların KOBİ'lere yönelik çalışmalarını arttırdığını göstermektedir. Bankacılık sektöründe yaşanan rekabet ile birlikte reel sektörün temelini oluşturan KOBİ'lere sunulan özel bankacılık hizmeti giderek artmaktadır. Bankaların KOBİ'ler ile mevcut ilişkilerini arttırmaya çalıştıkları gözlemlenmektedir. Bu doğrultuda bankaların KOBİ'ler ile iletişim sağlamada proaktif davranarak sektörde mevcut paylarını arttırmaya çalıştıkları izlenmektedir.

Bankaların kredilendirme de firmalardan bekledikleri güveni ya teminatlar ya da uzun vadeli kredi ve iş ilişkileri sonucunda edinilen özel bilgiler sağlayabilmektedir (Chakraborty and Hu, 2006:18). Belirli bir değer oluşturan büyüklükte teminata sahip olamamak veya bankalar ile uzun süreli güven sağlayıcı bir borç alacak ilişkisi kuramamak KOBİ'ler için zor olan krediye ulaşım olanaklarını daha da umutsuz vaka haline getirmektedir.

Bankalar KOBİ'lere yönelik pazarlama stratejileri ile işletmelere cazip fırsatlar sunarak, pazar paylarını arttırmaya çalışmaktadırlar. İlgili durumdan daha fazla fayda sağlamak isteyen KOBİ'lerin bu bağlamda bankalardan birtakım beklentileri oluştuğu söylenebilir. KOBİ'ler; (Çelikkol ve ark., 2008:261-264)

- KOBİ'ler bankaları iş ortağı gibi görerek, kendilerine pratik çözümler üreten, danışmanlık hizmeti alabileceği kurumlar olarak yaklaşmaktadır.

- Temelinde güven unsurunun yer aldığı, uzun ve istikrarlı bir ilişki içerisinde yol almak istemektedirler.

- Bankacılık sektöründeki rekabeti göz önünde bulundurarak minimum maliyet ile çalışabilecekleri finans kurumu ile çalışmayı tercih etmektedirler.

- Kaliteli hizmet anlayışının yanında süreçlerin en hızlı şekilde sonuçlanması işletmelerin önem verdiği noktalardandır.

Bankaların KOBİ'lere olan ilgisinin artması ve çeşitli ürün paketleri hazırlayarak işletmelere sunması ile birlikte yeni bir dönemin başladığı söylenebilir. Uzun dönemde iki tarafında bu ilişkiden karlı çıkacağı tahmin edilmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar banka ile işletme arasındaki ilişki süresi arttıkça kullanılan kredi miktarının arttığını, istenen teminatların ise azaldığını göstermektedir (Çelikkol ve ark., 2008:260). Çapraz satış ile diğer ürünlerin işletmeye sunulması bankanın firmadan elde ettiği kar rakamını arttırmaktadır.

Son dönemde Banka-KOBİ ilişkileri artmakla birlikte uluslararası gelişmeler ve uygulamalar doğrultusunda, BASEL II sermaye yeterliliği düzenlemesi kapsamında belirlenen altyapının tamamlanmasına istinaden finans sektöründe önemli gelişmeler yaşanacaktır. BASEL II ile birlikte bankacılık sektörü ve KOBİ'lerin ilgili değişikliklerden önemli derecede etkilenmesi beklenmektedir. BASEL II'nin KOBİ'lere muhtemel etkileri aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (Alkin ve Okay, 2008:37);

- BASEL II ile bankanın kredilendirilen işletmeye karşı kendini koruması için derecelendirme veya risk notu belirlemesi amaçlanmaktadır. Derecelendirme sonucunda ortaya çıkacak risk notu sonucuna göre, bankanın işletme için ayıracağı karşılık tutarı değişecektir. Risk notu düşük olan işletme için banka daha fazla karşılık ayıracaktır. Bu da kredi maliyetinin işletme için artması anlamına gelmektedir.

- Derecelendirmeye göre oluşacak kredi notu üzerinden fiyatlama yapılacağı için kayıt dışı işlemlerin ortadan kalkması ve şeffaf bir yapının oluşması gerekmektedir.

- BASEL II'ye göre bir işletmenin bir bankadan kullanmış olduğu nakdi ve gayri nakdi kredi toplamı 1.000.000 Euro'nun altında ise işletme "Perakende KOBİ", 1.000.000 Euro üzerinde ise "Kurumsal KOBİ" olarak sınıflandırılacaktır. İşletme banka ile olan ilişkisine göre bir bankada "perakende" sınıfına girerken, bir başka bankada "kurumsal" sınıfına girebilecektir. İşletmelerin risk ağırlıklarına göre kredi maliyetleri değişeceğinden, yapılacak olan derecelendirme önem kazanmaktadır. Derecelendirme kuruluşları işletmeyi % 0 - % 150 arası risk ağırlığına tabi tutabilmektedir. Perakende KOBİ tanımına giren işletme derecelendirmeye tabi tutulmadığında risk ağırlığı % 75 olarak kabul edilmektedir. Kurumsal KOBİ için risk ağırlığı % 100'dür (Turgut, 2007:3-6). Bu durumda işletmenin banka ile olan kredi ilişkisini 1.000.000 Euro altında tutması ve herhangi bir dışsal derecelendirme

kuruluşu tarafından risk ağırlığının belirlenmemesi durumunda, işletme otomatik olarak % 75 risk ağırlığına tabi tutulacak ve daha düşük maliyetle kredi kullanma imkanına sahip olacaktır (TBB, 2004:5-9).

▪ BASEL II'ye göre kredi riskinin hesaplanması standart yöntem ve içsel derecelendirme yöntemi olarak iki farklı hesaplama ile yapılmaktadır. Standart yöntem dışsal derecelendirme kuruluşlarının risk ağırlığını tespiti, içsel derecelendirme yöntemi ise bankaların kendi bünyelerinde kredi risk ağırlığının tespiti olarak tanımlanabilir (Aras, 2009:9).

BASEL II ile yaşanacak olan önemli değişikliklerden biri de risk azaltıcı olarak kabul edilebilecek teminatlardır. Ülkemizde teminat olarak kabul edilen firma ortaklarının kefaleti, grup şirket kefaleti ve müşteri çek ve senetleri BASEL II ile birlikte risk azaltıcı teminatların içinde yer almamaktadır (Aras, 2009:12). Teminat olarak kabul edilecek gayrimenkul ipoteği ikamet amaçlı veya ticari amaçlı olmasına göre, yatırım fonları içerisinde bulunan menkul kıymetlerin tipine göre, hisse senetleri ihraç eden kuruluşun reytingine göre farklı risk ağırlıklarında kabul edilecektir.

BASEL II'ye göre kabul edilebilecek teminatlar (Yüksel, 2005:22-23);

- Nakit,
- Altın,
- Hisse senetleri,
- Mevduat Sertifikası,
- Yatırım fonları,
- Borçlanma senetleri

2.2.2. Banka Dışı Kredi Ağırlıklı Finansman Yöntemleri

Banka dışı kredi ağırlıklı finansman yöntemleri içerisinde faktöring, finansal kiralama ve satıcı kredileri üzerinde durulacak, ilgili konuların tanımı ve süreçlerin işleyişi hakkında bilgi verilecektir. Bu yöntemler ağırlıklı olarak bankalar haricindeki finans kurumlarının ve ilişkili kurumların işletmelere sağladıkları finansman tekniklerinden müteşekkildir.

2.2.2.1. Faktoring

Faktoring, mal ve hizmet satışı sonucu doğmuş ve doğacak faturaya dayalı alacakları temlik alarak satıcı firmaya finansman, garanti ve tahsilat hizmetlerinden en az birinin sunulduğu finansal bir üründür. Faktoring; faktoring hizmetinden yararlanan (müşteri), temlik konusu alacağın borçlusunu (borçlu) ve faktoring hizmeti veren kuruluş (faktoring şirketi) arasında gerçekleştirilen bir işlemdir.

İşleyiş açısından faktoring kısaca şu şekilde özetlenebilir (Factoring Finansal Hizmetleri A.Ş. 2010);

- Faktoring talebinde bulunan satıcı için faktoring şirketi tarafından limit belirlenir. Alınacak komisyon ve ücret konusunda mutabakata varıldıktan sonra faktoring şirketi ve satıcı arasında sözleşme imzalanır.

- Satıcı malları ve temlik edilmiş faturayı alıcıya, faturanın kopyasını faktoring şirketine yollar.

- Satıcının finansman talebi olması durumunda temlik edilmiş faturanın bir bölümü satıcıya ödenir.

- Alıcı fatura vadesinde faktoring şirketine ödeme yapar.

- Fatura bedelinden satıcıya ödenen tutar, faktoring ücreti ve BSMV düşüldükten sonra kalan kısım satıcıya ödenir.

İşlemin uluslararası gerçekleşmesi durumunda faktoring işleminde dört taraf bulunur. Yurt dışında faaliyet gösteren firma ile ilgili istihbarat çalışmasının yapılabilmesi için firma ile aynı ülkede faaliyet gösteren muhabir faktör ile irtibata geçilir. Bu durumda faktoring firması işlem ile ilgili faturanın kopyasını yurtdışında bulunan muhabir faktöre gönderir. Tahsilatı yapan muhabir faktör, satıcının faktörüne ödeme yapar.

Factor'ün müşterisine verdiği söz konusu hizmetler şunlardır:

- Vadeden önce ön ödeme yapmak,
- Vadeli alacakların tahsil edilememe riskini üstlenmek,
- Muhasebe kayıtlarını tutmak.

Bu hizmetler, bir firma tarafından farklı kurumlardan da alınabilir. Factoring'in en önemli özelliği, bütün bu hizmetlerin tek bir kurum tarafından bir arada verilmesidir (Internal Revenue Service , 2006:2-5).

Dünya genelinde önemli bir finansal enstrüman olarak talep gören faktoring ile ilgili yıllar itibariyle karşılaştırmalı ciro rakamlarına aşağıda yer verilmiştir. Tablo 2-2'den de anlaşılacağı üzere Avrupa'da Faktoring hacminin diğer bölgelere oranla ciddi bir düzeye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 2-14: Dünya Genelinde Faktoring Ciro Dağılımı

TOPLAM CİRO (MİLYON €)	2006	2007	2008
AVRUPA	806.983	932.269	888.533
AMERİKA	140.944	150.219	154.450
AFRİKA	8.513	10.705	13.263
ASYA	149.945	174.617	235.619
AVUSTRALYA	27.853	33.780	33.246

Kaynak: (Factors Chain International, 2009) www.factors-chain.com/statistics

2.2.2.2. Finansal Kiralama (Leasing)

Finansal kiralama, şirketlerin yatırımları doğrultusunda satın alacakları makine ve ekipmanların finansal kiralama şirketi tarafından satın alınarak, yatırımcıya orta ve uzun vadede sağlanan finansman kaynağıdır. Leasing ile alımı gerçekleştirilecek makine ve ekipman finansal kiralama şirketi tarafından alınarak yatırımcıya kiralanır, kira süresi sonunda mülkiyet devri gerçekleştirilir.

Finansal kiralama faaliyeti genel hatlarıyla beş aşamada gerçekleşmektedir. Birinci aşamada, kiracı kuruluş, kiralamak istediği varlığı seçer; fiyat ve teslim koşulları için üreticiyle anlaşma yapar. İkinci aşamada; kiracı kuruluş, kiralanacak varlığın satın alınması için leasing şirketiyle anlaşır. Üçüncü aşamada; leasing şirketi, imalatçı kuruluştan kiralanacak varlığı satın alır. Dördüncü aşamada; kiralanacak varlık, kiracıya teslim edilir. Böylece; son aşamada kiracı, varlığın kullanım hakkını elde eder (Söyler, 2007:32).

Leasing işleminin avantajları ise şu şekilde sayılabilecektir:

- Yatırım projelerinin tamamı finansal kiralama ile finanse edilir. İhtiyaç duyulan malın finansmanı, başka kaynağa ihtiyaç duyulmaksızın sağlanmış olur.
- Finansal kiralama kredi olmadığı için bilançonun pasifinde yer almaz ve borç/özsermaye oranını etkilemez.

- Uygun ve istikrarlı bir finansman yöntemidir. Ödeme planı, banka kredisine oranla daha esnek bir yapıya sahiptir.

- Finansal kiralama yoluyla kullanıma alınan varlıklar için ödenen kiralardan tamamı ödendiği dönemde gider yazılır. Bu durum, daha az vergi ve daha çok vergi sonrası kar anlamına gelir.

- Finansal kiralama, kredi ve özsermaye ile karşılanamayacak kadar büyük ve uzun vadeli yatırımların gerçekleştirilmesine olanak sağlar.

- Yatırımcı şirket, finansal kiralama sözleşmesinin sonunda sözleşmeye konu olan mala, sözleşmede bahsedilmiş ise, o tarihteki pazar fiyatının altında bir bedel ile sahip olabilir (Ergül ve Dumanoglu, 2003:10).

Tablo 2-15: Dünyada Finansal Kiralama İşlemi ve Yatırımlardaki Payı (2011)

		İşlem Hacmi (Milyar \$)	Yatırımlardaki Payı %
1	ABD	268,80	21
2	Çin	60,396	4,97
3	Almanya	60,11	14,7
4	Japonya	59,33	6,77
5	Fransa	33,30	11,1
6	İtalya	22,94	12,3
7	Rusya	22,84	28
8	Kanada	22,45	20,8
9	İngiltere	14,64	19,8
10	İsviçre	11,85	10,9
24	Türkiye	4,29	4,1

Kaynak: Finansal Kiralama Derneği, 2011

Dünyada ve Türkiye’de finansal kiralama işlemlerine ilişkin tablo 2-3’teki veriler incelendiğinde; Türkiye’deki işlem hacminin ABD, Almanya, Japonya, Fransa ve İtalya gibi gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde olduğu görülmektedir. Finansal kiralama işlemlerinin yatırımlardaki payına bakıldığında ise ABD, Almanya, İngiltere, Rusya ve Kanada’da yatırımların yüzde 15-28’ler civarında; İtalya, Fransa ve İsviçre’de yüzde 10-12’ler civarında, Çin, Japonya ve Türkiye’de ise 6-7’sinin finansal kiralama yöntemiyle finanse edildiği görülmektedir.

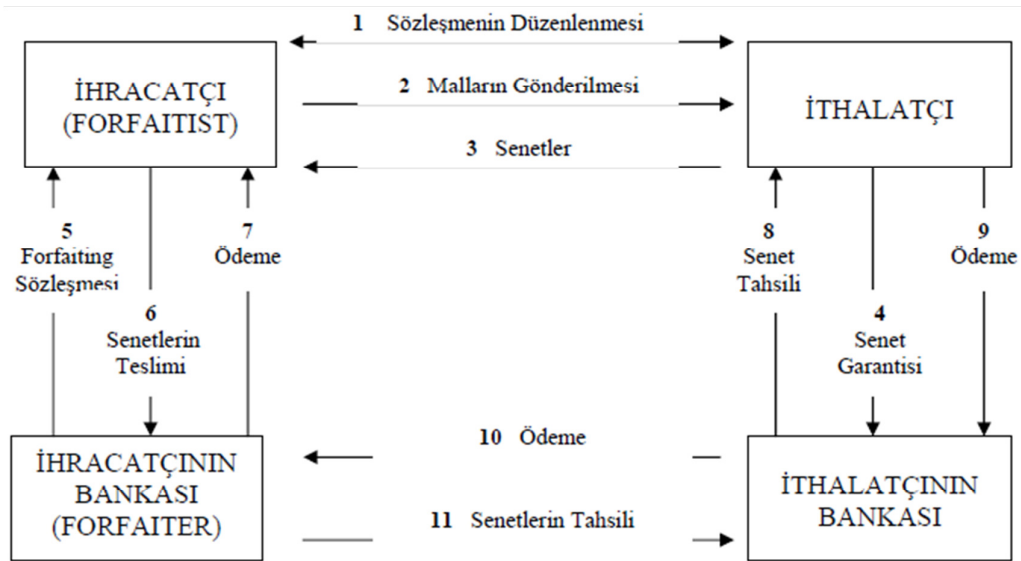
2.2.2.3. Forfaiting

Forfaiting, ihracatçı firmaların yapmış oldukları en az 6 ay vadeli satışlardan doğan ve kambiyo senedi, garanti mektubu veya başka bir araç ile belgelenmiş

alacakların, ihracatçıya veya belgelerin lehtarına rücu etme şartı olmadan bir finansman kuruluşu tarafından satın alınması işlemidir (Toroslu, 2011:2-3).

Forfaiting de faktoring’de olduğu gibi vadesi gelmemiş alacağı olan ihracatçılara finansman ve ilave bir garanti sağlamak amacını taşır. Bu garanti, faktoring’den farklı olarak ülke riskini de kapsayan bir garantidir. Forfaiting bir iskonto işlemidir ve genellikle yatırım malları ve altı aydan uzun vadeli işlemler için kullanılır. İhracatçı, sattığı mal ve hizmetin bedeli olarak elinde bulunan alacak senedini veya akreditifi kendisine rücu hakkı olmaksızın forfaiting şirketine devreder.

Şekil 2-3, karmaşık bir yapıya sahip olduğu düşünülebilecek forfaiting işleminin işleyiş sürecini daha anlaşılır bir şekilde göstermektedir:



Şekil 2-3: Forfaiting İşlem Süreci

Şekil 2-3’te de görüleceği üzere; forfaiting sürecinin birinci aşamasında, ihracatçı, kredili satıştan önce forfaiter’a başvurmaktadır. İkinci aşamada; forfaiter, ihracatçıdan değerlendirme yapabilmek için bazı bilgi ve belgeler istemektedir. Bu bilgi ve belgelerin elde edilmesinden sonra, forfaiter ile ihracatçı arasında sözleşme imzalanmaktadır. Forfaiter, elde ettiği bilgilere dayanarak, ihracatçıya bir taahhüt mektubu göndermektedir. Son aşamada; ihracatçı, ithalatçıya krediyle mal satmakta ve ondan poliçe veya bono almaktadır. İhracatçı, aldığı bono veya poliçeleri forfaiter’a teslim etmekte ve bono veya poliçenin iskonto edilmiş tutarını almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:60).

Forfaiting işleminde, ithal edilecek malın bedeli, söz konusu malın ekonomik ömrüne yayılarak taksitlerle ödenmektedir. Önce ithalatçı ve ihracatçı firma arasında bir

ticari anlaşma yapılmakta, fiyat ve ödeme planı saptanmaktadır. İthalatçı firma malları teslim alıp banka garantisini de sağladıktan sonra, borç senetlerini banka aracılığı ile ihracatçı firmaya iletmektedir.

Poliçeler, ihracatçı firma tarafından hazırlanıp, ithalatçı firma tarafından kabul edilip, garantör banka tarafından garanti edilmektedir. Garantör banka ile ithalatçı firma arasında tazminat anlaşması bulunsa da bu durum forfaiter'i ilgilendirmemektedir (Uğur, 2006:86).

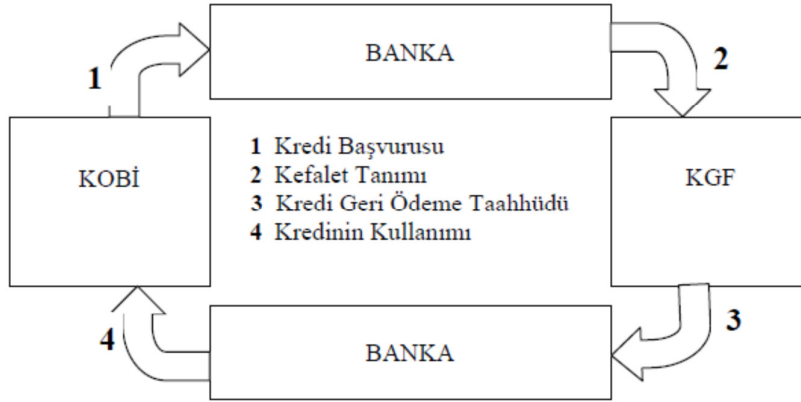
2.2.2.4. Kredi Garanti Fonu (KGF)

Bankalardan kredi temin etmede KOBİ'lerin karşılaştığı en büyük sorunlardan birisi olan teminat sorunu, KGF kefaleti ile aşılabilmekte ve KOBİ'lerin banka kredisi kullanma imkanı arttırılmaktadır. Başarı vadeden girişimcilerle KOBİ'lerin büyüme ve gelişmelerine destek veren KGF'nin amacı, iyi iş fikirlerinin önündeki teminat engelini ortadan kaldırmaktır.

Bu imkandan yararlanılabilmesi için KGF'nin belirlediği değerlendirme kriterleri da şu şekilde sayılmaktadır:

- KGF'dan yararlanabilmek için, başvuran taraf KOBİ olmalıdır.
- KGF kefaletinin kullanılacağı proje; karlı, gerçekleştirilebilir ve yapılabilir olmalıdır.
- Projeyi yürütecek yönetim kadrosu, proje becerisi ve mesleki deneyime sahip olmalıdır.
- Proje, istihdam artışı sağlamalı ve istihdamı korumalıdır.
- Proje, kabul edilebilir risklere sahip olmalıdır.

Şekil 2-4, KGF kefaletinin kullanılması sürecinde tarafların pozisyonlarını göstermektedir.



Şekil 2-4: KGF Uygulama Süreci

İşletmenin KGF'dan yararlanabilmesi için, bankadan kredi talebinde bulunurken KGF kefalet talebini de bildirmesi gerekmektedir. İlgili banka da bu talebi KGF'ye iletmekte ve yapılan değerlendirme sonucunda firmanın fondan yararlanıp yararlanamayacağına karar verilmektedir.

Kefalet talebinde bulunan firmaların değerlendirmeye alınabilmesi için, maktu bir inceleme ücreti alınmaktadır. Talebin uygun bulunması ve kredinin KGF kefaleti ile kullanılması durumunda ise kredi vadesi boyunca her yıl peşin olarak, kefalet bakiyesi üzerinden %1,5 ile %3 arasında değişen oranlarda komisyon alınmaktadır.

Ayrıca, KGF kefaleti ile kullanılacak kredilere ilişkin iki kısıtın belirtilmesi gerekmektedir:

- KGF'nin bir KOBİ veya risk grubuna kullandıracığı kefaletin toplam tutarı, 750.000 TL'yi geçmemektedir.
- KGF, kredinin en çok %80'ine kadar kefalet vermektedir (KGF, 2010)

2.2.2.5. Satıcı Kredileri

Genelde kredili ya da vadeli mal veya hizmet alımı yapan tüm işletmeler söz konusu vade içerisinde kaynak kullanımı sağlamış olurlar. Özellikle tedarikçiler satışlarını artırmak, pazar alanını genişletmek vb. sebeplerle satışlarını belirli bir vadeye yaymayı kabullenirler. Hatta bazı sektörlerde bu genel kabul görmüş bir uygulamaya dönüşebilmektedir.

Özellikle diğer finansman kaynaklarından yararlanma olanakları sınırlı olan küçük ölçekli veya yeni kurulmuş firmalarda, satıcı kredileri en önemli kısa süreli finansman kaynağını oluşturur. Örneği bir kısım küçük ölçekli perakendeciler

genelde ilk alımlarını belirli bir vade sonunda ödeme koşuluyla alarak kuruluş anındaki sermaye eksikliklerini azaltmakta, böylece hem ödemelerini satış gerçekleştikten sonraya tehir edebilmekte hem de girişim sermayesi olarak konsinye yöntemini kullanabilmektedir. Malın ekonomik olarak nakde dönüşümü diğer bir deyişle stok devir hızı, satıcı ve alıcının mali gücü, arz-talep dengesi, piyasadaki rekabet düzeyi, işkolundaki yerleşik adetler ve nakit iskontosu gibi faktörler satıcı kredilerini etkileyen önemli unsurlardır. Diğer finansman türlerine oranla sağlanmasındaki kolaylıklar, formalite azlığı ve en önemlisi de maliyetinin azlığı satıcı kredilerinin cazibesini artırmaktadır.

Satıcı kredileri ağırlıklı olarak reel sektörde faaliyet gösteren işletmelerin genelinin tercih ettiği bir finansman yöntemidir. Belirli bir ana işletmeye bağlı üretim yapan küçük işletmeler, kısa vadede finansman açısından üretim yaptıkları işletmeye bağlıdırlar. Uygulamada işletmeler mal alımlarında nakit kullanmak yerine çek vermeyi tercih etmekte, çekin üzerinde belirtilen keşide tarihine kadar nakdi bünyelerinde tutarak bu yolla finansman sağlamaktadırlar. Sektörel bazda piyasada ortalama vade değişmekte, ortalama vadede yapılan bir satış satıcı ve alıcı arasında peşin satış olarak ifade edilmektedir. Otuz, altmış, doksan günlük vadeler en meşhur satıcı kredisi vadeleri olarak esnaf arasında dillendirilmektedir. Reel sektörde yoğun olarak tercih edilen bu finansman yöntemi kriz dönemlerinde ödeme sıkıntısı yasayan firmaların sayısının artması ile sektördeki likidite sıkıntısını arttırabilmektedir (Aras ve Müslümov, 2002:19). Bu sebeple bir firmanın ödemesini geciktirmesi ya da yapamaması durumunda bir tür domino etkisiyle kriz daha da derinleşebilmektedir.

2.2.3. KOBİ'lerin Finansmanına Yönelik Kamu Destekleri

Türkiye'de 1960'lı yıllardan itibaren küçük sanayiciler ile esnaf ve sanatkârlara kamu bankaları tarafından uygun koşullu kredi imkânları sunulmaktadır. 2000'li yıllarda KOBİ'lere ve KOBİ destek yapılanmalarına verilen önemin artmasıyla birlikte finansman desteklerinde de önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde KOSGEB tarafından sıfır faizli kredi uygulamaları başlatılmış, Halk Bankası esnaf ve sanatkâr kredilerinin miktarı artırılmış ve kredi garanti sisteminin güçlendirilmesine yönelik tedbirler alınmıştır. Ancak yaşanan ilerlemelere rağmen

KOBİ finansman desteklerinin geliştirilmesine ve etkinliğinin artırılmasına duyulan ihtiyaç devam etmektedir.

Yapılan literatür taramalarında KOBİ destekleri gerekçeleri genelde şu dört kapsam içerisinde özetlenebilir (Biggs, 2002:17):

- KOBİ'ler iş geliştirme, çalışanların refahının artırılması vb. alanlardaki katkıları dolayısıyla ekonomik kalkınmayı destekler ve yoksulluğun önlenmesine yardımcı olur.
- Piyasa eşitsizliği KOBİ'lerin pazara erişimi ve teknolojik yeterliliklerini geliştirmelerinde problemler oluşturmaktadır.
- Kurumsal eksiklikler KOBİ'lerin işlem maliyetlerini yükseltmekte ve ekonomik fırsatlardan yararlanma açısından yeteneklerini sınırlamaktadır.
- KOBİ'lerin stratejileri, örgütsel yapıları ve temel yetenekleri yetersiz ve bunları geliştirmek için gerekli olan "öğrenme mekanizmaları" zayıf ya da eksiktir.

KOBİ'lerin kredilere erişiminin artırılmasına yönelik başlıca destekler KOSGEB, Halk Bankası ile kredi garanti kuruluşları tarafından verilmektedir. Diğer taraftan, KOBİ'lere yönelik Türkiye Kalkınma Bankası, Türk Eximbank tarafından ve uluslararası kuruluşların sağladığı kaynaklardan da kredi imkânları yaratılmaktadır.

2.2.3.1. KOSGEB Kredi Faiz Desteği

KOSGEB kredi destek programlarına 2003 yılında başlamıştır. Bu programlarda KOSGEB, kredi faizlerinin tamamını veya bir kısmını karşılamaktadır. 22.03.2004 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı² ile KOBİ'lere kamu bankaları tarafından kullanılacak işletme sermayesi, yatırım ve ihracat kredilerinin faiz giderlerinin, KOSGEB tarafından karşılanmasına ilişkin düzenleme yapılmıştır. Kredilerin üst sınırı, 100 bin ABD Dolarına karşılık gelen TL olarak belirlenmiş ve sıfır faizli kredi programları başlatılmıştır.

² 2004/ 7131 sayılı Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Geliştirilmesi ve Desteklenmesi Amacıyla KOSGEB Tarafından Uygun Koşullarda Finansal Destek Sağlanması Hakkında Karar

2008 yılında alınan yeni bir Bakanlar Kurulu Kararı³ ile kredi programlarında kamu bankalarının yanı sıra, özel bankalarla da çalışılması sağlanmış, kredi üst sınırı kaldırılarak, kredi faiz desteğinin üst sınırı işletme başına 300 bin TL olarak belirlenmiştir. Ayrıca azami kredi vadesi, 24 aydan 48 aya yükseltilmiştir.

İlk yıllarda işletme, istihdam ve ihracat kredileri verilirken, 2007 yılından itibaren Gıda Sektörü Makine-Teçhizat Kredisi, Deri Sektörü OSB'ye Taşınma Kredisi, Makine Teçhizat Kredisi ve Bilişim Kredisi gibi belli sektörler veya amaca yönelik krediler de verilmeye başlanmıştır. Ayrıca 2008 yılında imalatçı esnaf ve sanatkârlara özel kredi programları uygulanmıştır. 2009 yılındaki uygulamalarda sıfır faizli yerine düşük faizli krediler sağlanmıştır. Özellikle 2008 ve 2009 yıllarındaki uygulamalar "Cansuyu Kredileri" olarak adlandırılarak bu kredilerle esnaf ve sanatkârlar, küçük işletmeler ve krizden olumsuz etkilenen işletmeler ağırlıklı olarak desteklenmiştir.

Tablo 2-4'da 2004 yılından itibaren sağlanan KOSGEB kredi faiz desteklerine ilişkin veriler yer almaktadır. Buna göre; bu tarihten itibaren verilen faiz desteğinin ve kullanılan kredi miktarının, özellikle 2007 yılı sonrasında önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Bu yıldan itibaren sağlanan kredi miktarı, önceki yılların ortalamasına kıyasla yaklaşık 5 kat, kredi sayısı ise yaklaşık 10 kat artış göstermiştir.

2004 ve 2005 yıllarında kullanılan krediler, ortalama 100 bin TL iken, 2006 yılından itibaren bu değer azalmaya başlamıştır. Son 3 yılda kullanılan krediler ortalama 50 bin TL civarında olup kredilerin yüzde 61'i mikro, yüzde 29'u küçük ve yüzde 10'u orta ölçekli işletmelere kullanılmıştır. Bu durum, son yıllardaki kredi programlarında işletme başına daha düşük tutarlarda kredi verilmesi ile esnaf ve sanatkârlara özel programlar yürütülmesinin bir sonucudur. Böylelikle, uygun maliyetli kredi sağlanarak küçük işletmelerin finansman ihtiyaçları karşılanmaya çalışılmıştır.

³ 2008/13524 sayılı Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinin Geliştirilmesi ve Desteklenmesi Amacıyla KOSGEB Tarafından Uygun Koşullarda Finansal Destek Sağlanması Hakkında Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar

Tablo 16: Yıllar İtibarıyla Sağlanan KOSGEB Kredi Desteğine İlişkin Bilgiler

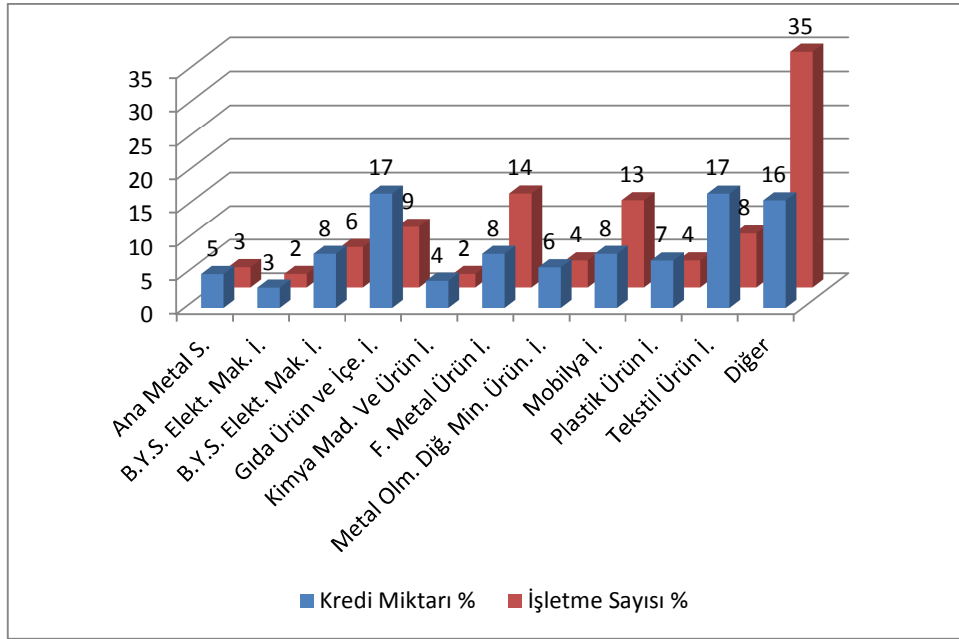
	Kredi Miktarı (Milyon TL)	Kredi Sayısı	Ort. Kredi Miktarı (Bin TL)	Faiz Desteği (Milyon TL)	Kredi Miktarı/Faiz Desteği	KOSGEB Kredileri Toplam KOBİ Kredi İçindeki Pay %
2004	295	2.864	103	37	8,1	*
2005	451	4.598	98	49	9,2	*
2006	322	4.384	74	60	5,4	0,7
2007	1.363	33.949	40	164	8,3	1,7
2008	1.435	21.691	67	165	8,7	1,6
2009	2.594	60.831	43	142	19,7	3,1

* Veri eksik

Kaynak: KOSGEB, 2010

2004-2008 yılları arasında sağlanan faiz desteğinin ortalama 8 katı büyüklüğünde bir kredi hacmi yaratılmışken 2009 yılında sıfır faizli yerine düşük faizli kredi uygulamasına geçilmesiyle birlikte destek miktarının 20 katı kadar bir kredi hacmi oluşturulmuştur (Bkz.:Tablo 2-4). Düşük faiz uygulaması sağlanan kamu kaynağının daha etkin kullanılmasına katkıda bulunmuştur. Ayrıca kredilerin sıfır faizli olmaması amaç dışı kullanımları da azaltan önemli bir unsurdur.

2006 yılında KOSGEB destekli krediler toplam bankacılık sektörü KOBİ kredilerinin yaklaşık yüzde 0,7'si kadarken yıllar içinde artış göstererek 2009 yılı sonu itibarıyla bu oran yüzde 3,1'e yükselmiştir. Son 4 yıl ortalaması ise yüzde 1,7'dir (Bkz.:Tablo 2-4). Kriz tedbirleri kapsamında kaynakların artırılmasının da etkisiyle özellikle son yıllarda KOSGEB'in önemli miktarda kredi desteği verdiği görülmektedir.



Şekil 2-5: KOSGEB Kredi Desteklerinin ve Toplam İmalat Sanayi İşletmelerinin Sektörler İtibarıyla Dağılımı (2007-2009)

Kaynak: KOSGEB, TÜİK, 2009

2007-2009 yılları arasındaki KOSGEB kredi desteklerinden en fazla yararlanan sektörler sırasıyla gıda ürünleri imalatı, tekstil ürünleri imalatı, makine ve teçhizatı hariç metal ürünleri imalatı, mobilya imalatı ve başka yerde sınıflandırılmamış makine ve teçhizat imalatı sektörleridir. Bu veriler, KOSGEB kredi desteklerinin sektörel dağılımının teknoloji sınıflandırması bakımından imalat sanayinin yapısıyla paralel olduğunu göstermektedir.

KOSGEB bankalar aracılığıyla kullandığı kredilerin yanı sıra kendi kaynaklarından da geri ödemeli destekler sağlamaktadır. Dolayısıyla belli hedef gruplarına ve belli destek türleri için KOSGEB'in de bir tür kredi mekanizması geliştirdiğini söylemek mümkündür. Bu kapsamda, yeni girişimcilere teminat karşılığında 70 bin TL'ye kadar geri ödemeli destek verilmektedir. Ödemeler destek alındığı tarihten 24 ay sonra başlamakta olup faiz alınmamaktadır. 2007-2009 yılları arasında 22 yeni girişimciye yaklaşık 730 bin TL destek verilmiştir. Yeni girişimcilere diğer kurum ve kuruluşlar tarafından verilen mali destekler de düşük seviyededir. Türkiye'de yeni kurulan işletmelerin sayısı ve finansman ihtiyaçları göz önünde bulundurulduğunda yeni girişimcilere sağlanan mali desteklerin yetersiz olduğu anlaşılmaktadır.

KOSGEB bankalar aracılığıyla kullandığı kredilerin yanı sıra kendi kaynaklarından da geri ödemeli destekler sağlamaktadır. Dolayısıyla belli hedef gruplarına ve belli destek türleri için KOSGEB'in de bir tür kredi mekanizması geliştirdiğini söylemek mümkündür. Bu kapsamda, yeni girişimcilere teminat karşılığında 70 bin TL'ye kadar geri ödemeli destek verilmektedir. Ödemeler destek alındığı tarihten 24 ay sonra başlamakta olup faiz alınmamaktadır. 2007-2009 yılları arasında 22 yeni girişimciye yaklaşık 730 bin TL destek verilmiştir. Yeni girişimcilere diğer kurum ve kuruluşlar tarafından verilen mali destekler de düşük seviyededir. Türkiye'de yeni kurulan işletmelerin sayısı ve finansman ihtiyaçları göz önünde bulundurulduğunda yeni girişimcilere sağlanan mali desteklerin yetersiz olduğu anlaşılmaktadır.

KOBİ'lerin KOSGEB tarafından aranan kriterler açısından eksiklikleri söz konusu desteklerden pay almada hedeflenen etkililiğe ulaşmayı engellemektedir. KOBİ'lere verilen desteklerden büyük kısmının yararlanmamasının nedeni, bu eksikliklerin bir sonucu olarak yorumlanabilir. KOBİ'lerin büyük çoğunluğunun bir iş planının olmaması ve olduğunu beyan edenlerinde güven verememesi bu yargıyı güçlendirmektedir (Başar, 2007).

2.2.3.2. Halk Bankası Kredileri

Halk Bankası tarafından 1960'lı yıllardan itibaren esnaf ve sanatkarlar kredi ve kefalet kooperatiflerinin kefil olduğu esnaf ve sanatkârlara düşük faizli krediler kullanılmaktadır. Bu kredilerin faiz tutarının belli bir kısmı Hazine tarafından karşılanmakta olup sağlanacak destek oranı, her yıl çıkarılan Bakanlar Kurulu Kararı ile belirlenmektedir. 2006-2008 yılları arasında Bankanın belirlediği cari faiz oranının yüzde 35'inin Hazine tarafından karşılanması kararlaştırılmıştır. 2009 yılında ise bu oran, yüzde 50 olarak tespit edilmiştir.⁴

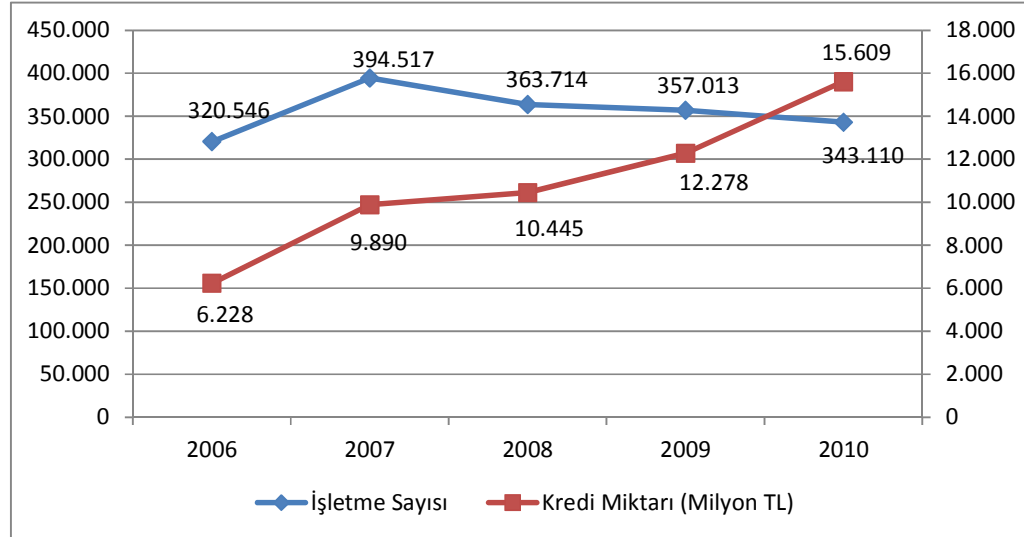
2000 yılında çıkarılan 4603 sayılı Kanun ile Halk Bankasının özelleştirmeye hazırlanacak şekilde yeniden yapılandırılması süreci başlatılmıştır. Özelleştirmenin ilk adımlarından biri olarak 2007 yılı Mayıs ayında banka hisselerinin yüzde 24.98'i halka arz edilmiştir. 12.03.2007 tarih ve 2007/11835 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Bankadaki kamu payının yüzde 50'nin altına düşmesi halinde, ESKKK

⁴ 10.01.2009 tarih ve 2008/14564 sayılı Türkiye Halk Bankası Anonim Şirketince Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri Kefaletiyle Esnaf ve Sanatkarlara Kredi Kullanılmasına Dair Karar

kefaletiyle esnaf ve sanatkârlara düşük faizli kredi kullandırılmasına 5 yıl süreyle Banka kanalıyla devam edilmesine karar verilmiştir.

Halk Bankası tarafından verilen esnaf ve sanatkâr kredileri ile diğer KOBİ kredileri Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisinden (BSMV) muaftır. ESKKK kefaletiyle kullandırılan krediler, ihtisas kredisi niteliğinde olduğundan, Kaynak Kullanımını Destekleme Fonundan da muaf tutulmuştur. Ayrıca taraflar arasında düzenlenecek senetler Damga Vergisinden de istisnadır.

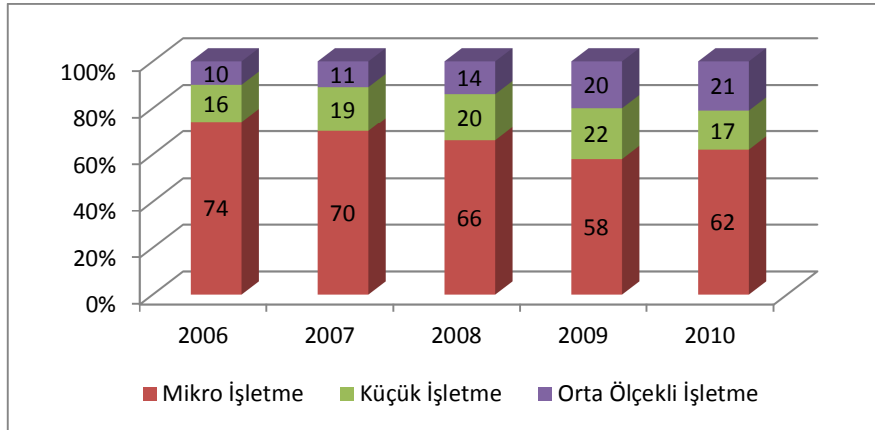
Hazine sübvansiyonlu esnaf ve sanatkâr kredileri dışında Halk Bankası tarafından KOBİ'lere yönelik birçok kredi çeşidi sunulmaktadır. Bu krediler piyasa şartlarında verilmekte olup, BSMV muafiyeti dışında herhangi bir kamu desteği bulunmamaktadır.



Şekil 2-6: 2006-2010 Yılları Halk Bankası KOBİ Kredi Miktarı ve Kredi Kullanan İşletme Sayısı

Kaynak: Halk Bankası, 2011

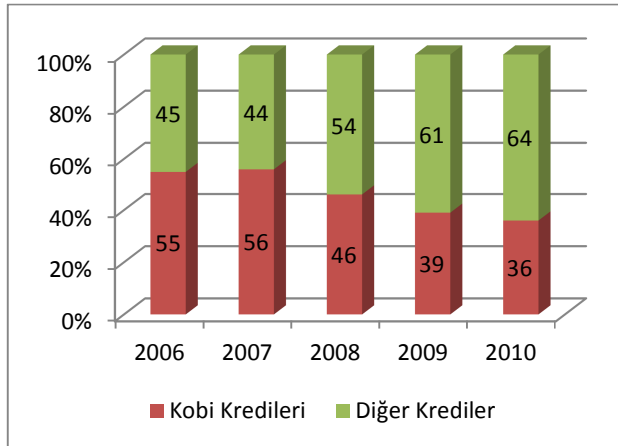
Şekil 2-6'ya göre Halk Bankası tarafından KOBİ'lere verilen krediler 2007 yılında bir önceki yıla göre yüzde 59 artarken, 2008 yılından itibaren artış hızı yavaşlamaya başlamıştır. 2008 yılında kredi miktarı yüzde 6; 2009 yılında yüzde 18 ve 2010 yılında ise yüzde 27 artarak 15,6 milyar TL'ye yükselmiştir. Kredi kullanan KOBİ sayısı ise 2007 yılında yüzde 23 artış gösterirken, 2008 yılından itibaren azalmaya başlamış olup 2010 yılı sonu itibarıyla kredi kullanan KOBİ sayısı yaklaşık 343 bin'dir.



Şekil 2-7: Halk Bankası KOBİ Kredilerinin İşletme Ölçekleri İtibarıyla Dağılımı (2006-2010)

Kaynak: Halk Bankası, 2011

Halk Bankası KOBİ kredilerinin büyük kısmı mikro işletmelere kullanılmaktadır. Şekil 2-7’de yer alan veriler incelendiğinde 2006 yılından itibaren mikro işletmelerin payında düşüş yaşanırken özellikle orta ölçekli işletmelerin payı önemli ölçüde artış göstermiştir. 2010 yılı sonu itibarıyla Halk Bankası KOBİ kredilerinin yüzde 62’si mikro işletmeler, yüzde 17’si küçük işletmeler ve yüzde 21’i orta ölçekli işletmeler tarafından kullanılmıştır.



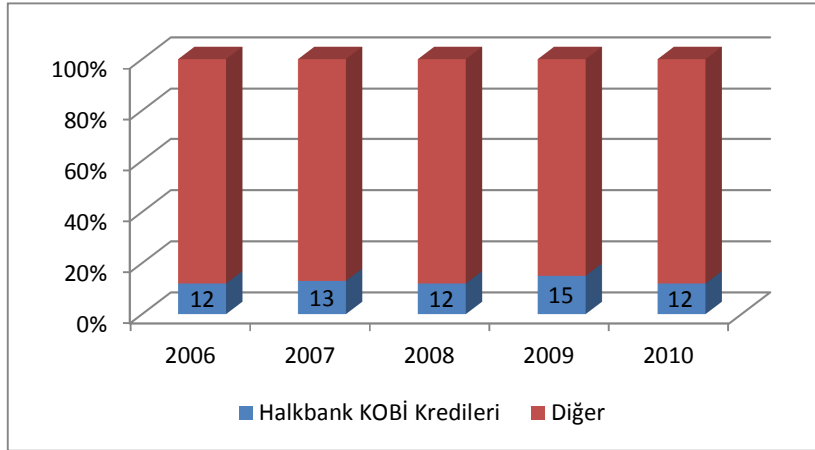
Şekil 2-8: Halk Bankası Kredileri İçinde KOBİ Kredilerinin Payı

Kaynak: Halk Bankası, 2011

Şekil 2-8’de Halk Bankası kredi toplamı içinde KOBİ kredilerinin payı 2006 ve 2007 yıllarında yaklaşık yüzde 55 iken, 2008 yılında bu oran yüzde 46’ya, 2009 yılında yüzde 39 ve 2010 yılında yüzde 36’ya gerilediği görülmektedir. Bu durum, büyük ölçüde küresel kriz nedeniyle Halk Bankası KOBİ kredilerinin bireysel ve ticari kredilere kıyasla daha az artış göstermesinden kaynaklanmıştır. 2010 yılında bankacılık sektörü kredilerinin yüzde 24’ünün KOBİ’lere verildiği göz önünde

bulundurulduğunda, son yıllarda yaşanan düşüşe rağmen Halk Bankası kredileri içindeki KOBİ kredi payının, sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Kuruluş amacı⁵ esnaf sanatkar ve küçük ölçekli meslek erbabına uygun koşullarda kredi vermek olan Halk Bankasının bile KOBİ'lere sağlamış olduğu kredilerinin oranının %36'lara düşmüş olması KOBİ'lerin durumu bağlamında acı bir gerçeğin vesikası olarak karşımızda durmaktadır.

Şekil 2-9'a göre bankacılık sektörü tarafından KOBİ'lere sağlanan toplam kredilerin içinde Halk Bankası KOBİ kredilerinin payı, 2009 yılında önceki yıllarına kıyasla artarak yüzde 15 olarak gerçekleşmiştir. Küresel krizin etkisiyle bankacılık sektörü toplam KOBİ kredilerinde düşüşün yaşandığı dönemde Halk Bankası KOBİ kredi miktarını az da olsa artırarak KOBİ finansmanındaki rolünü güçlendirmiştir. 2010 yılında ise sektör genelinde KOBİ kredilerinde yaşanan hızlı toparlanmayla birlikte, Halk Bankası'nın toplam KOBİ kredileri içindeki payı yine yüzde 12 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 2-9: Bankacılık Sektörü Toplam KOBİ Kredileri İçinde Halkbank KOBİ Kredilerinin Payı %

Kaynak: Halk Bankası, 2011

Yukarıda yapılan değerlendirmelerden de anlaşıldığı üzere Halk Bankası geçmişte olduğu gibi halen KOBİ bankacılığında en önemli aktör konumundadır. Özellikle Hazine destekli esnaf ve sanatkâr kredilerinin de etkisiyle KOBİ müşterilerinin büyük kısmını kredilendirilmesi zor bir kesim olan mikro işletmeler oluşturmaktadır. Diğer taraftan, özellikle 2008 ve 2009 yıllarında KOBİ kredilerinin

⁵ Kalıcı bir ekonomik kalkınma, sosyal denge ve toplumsal barışın korunması için uygun koşullarla esnaf-sanatkar ve küçük meslek sahibine kredi verme amacıyla, Türkiye Halk Bankası'nın kurulmasına karar verilmiştir. 1933 yılında çıkartılan 2284 sayılı Halk Bankası ve Halk Sandıkları Kanunu ile Türkiye Halk Bankası'nın kuruluş süreci resmîyet kazanmıştır (Halk Bankası, 1933).

toplam krediler içindeki payında ve mikro işletmelerin toplam işletmeler içindeki paylarında azalmalar yaşanmıştır. Bu durumun, büyük ölçüde küresel krizin etkisiyle gerçekleştiği düşünülmele birlikte son yıllarda Halk Bankasının bireysel ve ticari bankacılık alanlarında faaliyetlerini ve etkinliğini artırması da bu değişim üzerinde etkili olmuştur.

2.2.3.3. Uluslararası Kuruluşlardan Sağlanan Krediler

Uluslararası ekonominin gelişimi, liberal politikaların yaygınlık kazanması ve küresel ekonomik sistemin entegrasyonu bağlamında misyonlar yüklenen kimi uluslararası kurumlar bazı gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelere destek olmak için kredi sağlamaktadırlar.

Türkiye’de de Hazine garantisi altında Avrupa Yatırım Bankası, Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarından sağlanan uygun koşullu kaynaklarla, kamu bankaları tarafından KOBİ’lere kredi imkânı yaratılmaktadır. Bu kapsamda, Tablo 2-5’e göre 1999-2008 yılları arasında yaklaşık 3,6 milyar ABD Doları tutarında 2.107 adet kredi kullanılmıştır. Uluslararası kuruluşlardan sağlanan krediler özellikle 2004 yılından sonra artış göstermiştir. Bu kapsamda 1999-2005 yılları arasında yılda ortalama 121 adet kredi verilirken, kredi sayısı 2006 yılında 353’e, 2007’de 409’a ve 2008 yılında 495’e ulaşmıştır.

Tablo 17: 2006-2008 Yılları Arasında Uluslararası Kuruluşlardan Sağlanan KOBİ Kredi Bilgileri

	2006		2007		2008	
	Kredi Sayısı	Yüzde	Kredi Sayısı	Yüzde	Kredi Sayısı	Yüzde
Dünya Bankası	146	41%	195	48%	219	44%
Avrupa Yatırım Bankası	169	48%	154	38%	226	46%
Diğer*	38	11%	60	15%	50	10%
Toplam	353	100%	409	100%	495	100%

*Alman Kalkınma Bankası ve Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası tarafından sağlanan krediler
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, 2010

2.2.3.4. Türkiye Kalkınma Bankası Kredileri

Türkiye Kalkınma Bankası (TKB), 4456 sayılı Kuruluş Kanunu gereğince anonim şirket statüsündeki işletmelere proje, yatırım ve işletme kredisi sağlamaktadır.

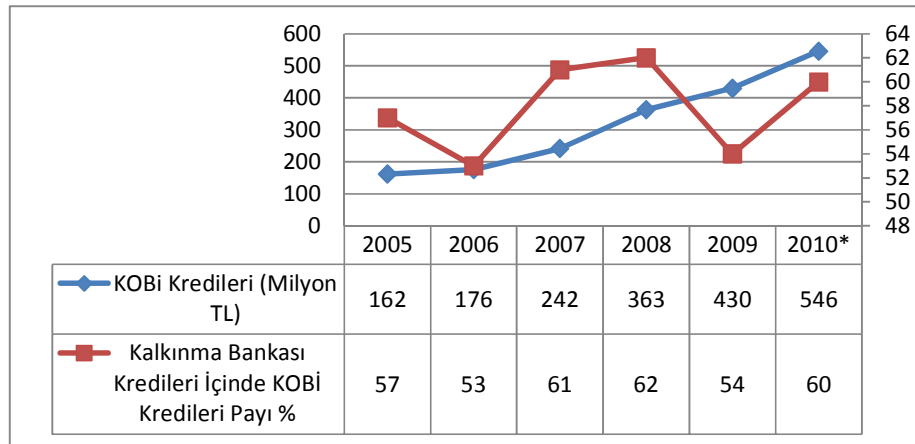
Tablo 18: Türkiye Kalkınma Bankası KOBİ Kredileri (2005-2010)

	KOBİ Kredileri (Milyon TL)	KOBİ Sayısı	Kalkınma Bankası Kredileri İçinde KOBİ Kredileri Payı %	Banka Kredileri İçinde Kalkınma B. KOBİ Kredileri Payı %
2005	162	352	57	-
2006	176	313	53	0,3
2007	242	247	61	0,3
2008	363	244	62	0,4
2009	430	226	54	0,5
2010*	546	219	60	0,5

* 2010 yılı haziran ayı itibarıyla

Kaynak: Türkiye Kalkınma Bankası, 2010

Tablo 2-6'ya göre 2005 yılı sonu itibarıyla 352 KOBİ Kalkınma Bankası'ndan 162 milyon TL tutarında kredi kullanmakta iken 2009 yılı sonu itibarıyla 226 KOBİ 430 milyon TL tutarında kredi kullanmıştır. Dolayısıyla bu süreçte KOBİ'ler tarafından kullanılan TKB kredilerinin ortalama büyüklüğünün arttığını söylemek mümkündür. Bu yıllar arasında KOBİ kredileri TKB toplam kredilerinin ortalama yüzde 58'ini oluşturmuştur. TKB KOBİ kredilerinin, toplam bankacılık sektörü KOBİ kredileri içindeki payı ise ortalama yüzde 0,4 ile sınırlı kalmıştır.

**Şekil 2-10: Türkiye Kalkınma Bankası KOBİ Kredileri**

Kaynak: Türkiye Kalkınma Bankası, 2010

Şekil 2-10'a göre kredi verilerinden anlaşıldığı üzere TKB, küresel krizin etkilerinin yoğun hissedildiği dönem de dahil olmak üzere 2005 yılından itibaren KOBİ kredi miktarını sürekli artırmıştır. Ancak TKB'nin KOBİ kredi miktarı ve kredilerinden yararlanan KOBİ sayısı çok düşüktür. Dünya genelinde kalkınma bankacılığı, yatırımlara ve projelere uzun vadeli finansman sağlayarak ülke

ekonomilerinde önemli görev üstlenmektedir. Türkiye’de de özellikle yenilikçi, yüksek teknolojlili sektörlerdeki KOBİ’lerin ve yeni girişimcilerin projelerini ve yatırımlarını değerlendirerek uzun vadeli finansman sağlayan bir bankacılık anlayışına ihtiyaç duyulmaktadır. TKB’nin bu ihtiyacı karşılamada önemli bir aktör olabileceği düşünülmektedir.

Son yıllarda TKB, KOBİ’lere yeni kredi imkânları yaratmak amacıyla, toptancı bankacılık (apeks) yaklaşımını uygulamaya koymaktadır. Bu uygulamalarda TKB, doğrudan kendisi kredi vermemekte olup ticari bankalar aracılığıyla kredi sağlamaktadır. TKB, istihdamı ve işletmelerin rekabet gücünü artırma amacına yönelik olarak hazırladığı projeleri bankalarla müzakere etmekte ve bu projelerin gerçekleştirilmesi için bankalara uygun koşullu finansman sağlamaktadır. Bankalar da sağlanan kaynağı, proje kapsamında belirlenen amaç ve koşullarda KOBİ’lere kredi olarak kullanmaktadır.

Geliştirilen bu yeni yaklaşım, KOBİ politikalarına hizmet edecek nitelikte kredilerin verilebilmesi bakımından önem taşımaktadır. Ayrıca sağlanan kredilerin genellikle bankacılık kesiminin vermekte zorlandığı orta ve uzun vadeli krediler olması da olumlu bir durumdur.

2.2.3.5. Mikro Krediler

Mikro kredi ya da diğer adıyla mikrofinans, belirli bir düzeyin altında gelire sahip bireylere yapılacak yardım ve bağışlar yerine bankalar, sivil toplum kuruluşları, kredi kooperatifleri ve diğer resmi mali sistem ögeleri aracılığı ile onların ihtiyaçlarını karşılayacak, onları üretime sevk edecek düşük meblağlardaki kredilerin kullandırılması bu bireylerin mevcut refah seviyelerinin arttırılmasını sağlayacaktır. Diğer yandan ise dolaylı olarak çok küçük değerlerin de üretim sürecinde kullanılması ile kişi başına düşen milli gelirin ve büyüme oranının yükseltilmesi amaçlarına hizmet eden ekonomik bir sistemi ifade etmektedir (Hossain and Knight, 2008: 2-4). Yani, mikrofinans, iş yapma fikri olup gelir getirici bir faaliyette bulunmak üzere, küçük bir başlangıç sermayesine ihtiyacı olan ancak ihtiyaç duyduğu bu sermayeyi klasik yollarla elde edemeyen yoksul insanlara kredi imkânı verilmesidir.

Tablo 19: Mikrofinans Kuruluşları-Geleneksel Bankacılık Farkları

	Geleneksel Bankacılık	Mikrofinans
Kredi verme tekniği	<ul style="list-style-type: none"> • Teminata dayalı • Aşırı dokümantasyon • Daha az emek yoğun 	<ul style="list-style-type: none"> • Karaktere ve nakit akışına dayalı • Asgari dokümantasyon • Daha çok emek yoğun
Ürün tipi	<ul style="list-style-type: none"> • Daha büyük miktar • Daha uzun vadeli • Daha düşük faizli • Daha çok hizmet 	<ul style="list-style-type: none"> • Daha düşük miktar • Daha kısa vadeli • Daha yüksek faizli • Daha sınırlı hizmet
Müşteri profili	<ul style="list-style-type: none"> • Orta ve üst gelir grubu 	<ul style="list-style-type: none"> • Yoksulluk sınırında veya altında yaşayanlar • Dezavantajlı gruplar

Kaynak: COMCEC, 2007:13

Bir ülkede üretim sürecinde yer almayan ve mevcut koşullarda hiçbir finansal kuruluştan istifade edemeyecek durumda olan en fakir grubun geniş bir yelpazede çeşitli kamu ve özel sektör kuruluşlarınca sunulan finansal olanaklardan yasal olarak yararlandırılmaları esasına dayanır. Mikrofinans sistemi bir yandan söz konusu bireylerin ekonomik anlamda bağımlı konumlarından kurtulup onları üretken hale getirerek düzenli bir gelir sahibi olmalarını teşvik etmekte, diğer yandan üretim sürecine katılan yeni iş gücü sayesinde mevcut üretim kapasitesini ve dolayısıyla çıktı seviyesini arttırmaktadır. Tüm bunların doğal sonucu olarak büyüme ve kalkınma gibi diğer makro ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine de yardımcı olmaktadır (Korkmaz ve Bayramoğlu, 2007: 99-100).

Mikrofinans yoluyla yoksullukla mücadele hareketi, 1970'li yılların ortalarında Chitagong Üniversitesi ekonomi Profesörü Muhammed Yunus tarafından başlatılmıştır. Yoksulluğun çok yoğun olarak yaşandığı Bangladeş'te, halkın karşı karşıya olduğu açlık ve bu durum karşısında yaşadığı çaresizlik, Prof. Dr. Yunus'u ekonomik teorilerin öngördüğü modellerin ötesinde farklı çözüm arayışlarına yöneltmiştir. Prof. Yunus, 1974 yılında Chitagong Üniversitesi'nin yakınlarında bulunan bir köydeki yoksul insanlar üzerinde bir araştırmasına başlamıştır. Araştırması sırasında yoksul insanların kişisel becerileriyle oldukça iyi işler yaptıklarını görmüştür. Ancak bu insanlar, teminat eksiklikleri nedeniyle ticari bankalardan uygun faiz oranlarıyla kredi alamıyorlardı. Bu durum onlara, üretim yapıp geçimlerini sağlamak için çok yüksek faiz oranlarıyla tefecilerden borç almaktan başka seçenek bırakmıyordu. Genellikle akşamdan tefeciden borç alıp, ertesi akşama kadar ürünlerini üretip, bu ürünleri çok küçük bir kâr marjı ile -ancak

bir sonraki günün bir ya da iki öğün yemeğini karşılayabilecek bir kar marjı ile- aynı tefeciye satarak borçlarını geri ödüyorlardı. Ancak bu durum bir kısır döngüye sebep oluyordu. Yoksul insanlar kendilerini geçindirip birikim yapabilecekleri fikir ve becerilere sahiplerdi fakat tefecilerden aldıkları kabul edilebilir bir maliyete ve geri ödeme sistemine sahip olmayan borç nedeniyle kendilerini tek finansman kaynağı ve tek alıcı zorunluluğu içerisine düşmüş halde buluyorlardı. Bu durum ise onların geçimlerini sağlamalarını ve birikim yaparak sermaye oluşturmalarını önliyordu (Yunus, 2003: 7-32). Sonuç olarak Yunus, yoksul insanların yoksul olma sebebinin aslında sanıldığı gibi eğitimsiz ya da cahil olmaları değil sermayelerini ellerinde tutamamaları olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Yunus, 1974 yılında araştırmasını yapmış olduğu köyde bir pilot uygulama başlatarak yoksul insanlara yönelik ilk mikrokredi deneyimini gerçekleştirmiştir. Yüksek geri ödeme oranıyla cesaretlenen Yunus, Grameen Bank'ı kurmuş ve daha yüksek meblağlardaki kredi uygulamalarını başlatmıştır. Sadece Grameen Bank bugün yaklaşık 2 Milyon yoksul insana kredi vermektedir. Grameen Bank'ın bu başarıları mikrokredi kavramının gelişmiş-gelişmekte olan ülke ayrımı yapmaksızın tüm dünyada ilgi uyandırmasına ve bu tür kredileri sağlayan Mikrofinans Kuruluşları (MFK)'nin artmasına yol açmıştır. Tüm dünyada yoksullukla mücadelenin kaçınılmaz hale gelip, başta BM Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların gündemlerinde öncelikli hale gelmesi sonucunda ve Binyıl Kalkınma Hedefleriyle bir vizyonun ortaya konmasıyla konunun önemi küresel hale gelmiştir. Bu bağlamda Prof. Yunus'un 30 yılı aşkın süren çalışmalarına Nobel Ödülü verilmesi mikrokredi yoluyla fakirlikle mücadele etme sürecinin yaygın bir farkındalığa dönüşmesine neden olmuştur (Korkmaz ve Bayramoğlu, 2007: 101-102).

Dünyada mikrofinans sistemi içerisinde önemli yeri olan Microcredit Summit Campaign adlı birliğin temelleri 2-4 Şubat 1997 tarihleri arasında 137 ülkeden 2900'ün üzerinde katılımcıyla Washington'da gerçekleşen Mikrokredi Zirvesi (Microcredit Summit)'nde atılmıştır. Zirvede 2005 yılına kadar dünyadaki en yoksul 100 milyon aileye ve özellikle de bu ailelerin kadın üyelerine ulaşmayı amaçlayan 9 yıllık bir süre için bu kampanyanın oluşturulması kararlaştırılmıştır. Bu doğrultuda en başarılı mikrokredi uygulamalarının paylaşımı ve daha başarılı uygulamaların geliştirilmesi amacıyla çeşitli mikrokredi uygulayıcıları, eğitim kurumları, donör ajansları, uluslararası finansal kuruluşlar ve sivil toplum örgütleri bir araya

getirilmiştir. Zirvede ayrıca dünyadaki 100 Milyon en yoksul aileye ulaşılması için 21,6 milyar dolara ihtiyaç olduğu ve bu miktarın sadece 2 milyar dolarının kredi kullananların tasarruflarıyla karşılanabileceğini hesaplanmıştır.

Mikro kredinin ve mikro finansmanın dünyada artan önemine karşılık, Türkiye’de bu konuya gösterilen ilgi düşük seviyede kalmıştır. Son yıllarda uluslararası kuruluşların etkisiyle konu gündeme gelmiş olmakla birlikte, bazı sivil toplum örgütleri tarafından yürütülen az sayıdaki bölgesel uygulamanın dışında fazla bir gelişme yaşanmamıştır (COMCEC, 2007:185).

Türkiye’deki işletmelerin yüzde 95’inin mikro ölçekli olduğu, yaklaşık 1,9 milyon esnaf ve sanatkâr bulunduğu ve bölgeler arası gelişmişlik farklarının fazla olduğu düşünüldüğünde, özellikle KOBİ’lerin ve yeni girişimcilerin finansmana erişimlerinin artırılabilmesi için AB’deki uygulamalara benzer şekilde mikro kredi imkânlarının artırılması önem arz etmektedir. Ancak AB’de kooperatif ve tasarruf bankalarının yerel düzeyde yaygın bir örgütlenmeye sahip olması mikro kredi sisteminin gelişmesine katkı sağlarken Türkiye’de bu alanda etkin olabilecek aktörler sınırlıdır.

Türkiye’de bu alanda faaliyet gösteren kurumların başında 2003’te Grameen Trust ve Türkiye İsrافی Önleme Vakfı işbirliğiyle ve Prof. Muhammed Yunus’un katılımıyla oluşturulan TGMP (Türkiye Grameen Mikrokredi Programı)’dır. TGMP’nin amacı, özellikle kırsal kesimde ve şehirde yaşayan yoksul kadınlara kredi vererek, onların gelir getirici faaliyetlerde bulunmaları suretiyle hayat seviyelerini yükseltmektir. Diğer taraftan, yoksulların küçük birer işletme sahibi olmaları sağlanarak yoksulluğun ortadan kaldırılması hedeflenmektedir. Mikrokredi uygulaması, kırsal kesimde ve şehirlerde yoksulların sermaye sorunlarını çözmeyi hedeflemektedir (TGMP, 2010:5).

Tablo 20: TGMP'nin Mikrokredi Verileri

Bilgiler	2007	2008	2009	2010
Şube Sayısı	9	16	56	65
Personel Sayısı	60	124	194	210
Üye Sayısı	7.397	16.556	29.077	42.306
Merkez Sayısı	422	1.254	2.032	2.906
Mikrokredi Kullanan Üye Sayısı	6.925	15.369	28.314	40.467
Dağıtılan Kredi Miktarı	9.580.336	20.008.556	41.175.379	74.122.621

Kaynak: TGMP, 2010:9

Tablo 2-8’de görüldüğü üzere 2007 sonrası TGMP tarafından hem Mikrokredi kullanan sayısında hem de kullanılan toplam kredi tutarında katlanarak artan bir seyir ortaya çıkmaktadır. Ortalama girişimci başına 2007’de 1383TL kredi kullanılmış iken bu miktar 2010’da 1800TL’nin üzerine çıkmıştır.

Bu alanda hizmet veren bir diğer kurum olan MAYA Haziran 2002’de Kadın Emeğini Değerlendirme Vakfı’nın (KEDV) bir iktisadi işletmesi olarak kurulmuştur. Amacı, küçük çaplı bir iş yapmakta olan dar gelirli kadınlara, bu işlerini geliştirebilmeleri ve ekonomik hayata aktif olarak katılabilmeleri için küçük miktarlarda borç para vermektir. Maya Türkiye’nin ilk mikro kredi kurumudur.

Tablo 21: MAYA’nın Yıllara Göre Verdiği Kredi Miktarı ve Üye Sayısı

	Mikrokredi Kuruluşu	Kredi Miktarı \$	Üye Sayısı
2002	MAYA	7.895	37
2003	MAYA	135.668	364
2004	MAYA	420.911	1.058
2005	MAYA	437.052	1.301
2006	MAYA	539.690	1.689
2007	MAYA	734.650	1.905
2008	MAYA	687.623	1.045
2009	MAYA	849.995	1.854

Kaynak: MAYA, 2010

MAYA’nın kuruluş amacı gereği kadın istihdamındaki dengesizliği gidermek amacıyla 2002 sonrası miktarı çok fazla olmasa da istikrarlı bir artış trendinde olan bir kredi kullanımı söz konusudur. Sadece 2008 yılı kredilerinde üye sayısında bir gerileme söz konusudur. Kullanılan kredi miktarı açısından da başlangıçtan itibaren 2008 yılı müstesna istikrarlı bir yükseliş eğilimi gözlemlenmektedir.

Halk Bankası sanayi ve hizmet sektörlerindeki, Ziraat Bankası ise tarım sektöründeki küçük işletmelere uzun yıllardır mikro kredi niteliğinde kaynak sağlamaktadır. Yaygın şube ağına sahip olmaları ve bu alandaki deneyimleri nedeniyle söz konusu bankalar mikro finans konusunda önemli bir potansiyele sahiptirler (Burrill, 2003:31).

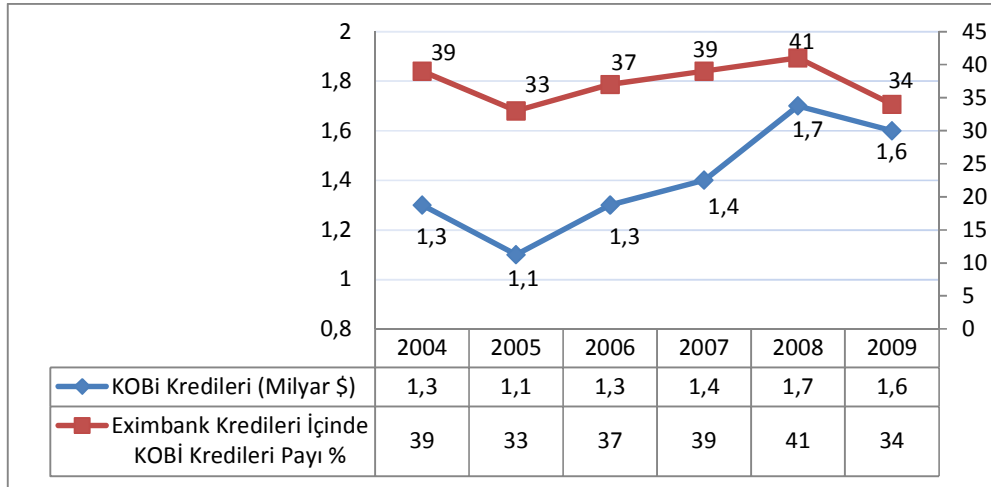
Ticari bankaların son yıllarda KOBİ’lere yönelik ilgisi artmış olmakla birlikte, kısa vadede mikro finans konusunda etkili birer aktör olmaları zor görünmektedir.¹³² Ancak uygun koşullar ve teşvik edici unsurların sağlanması

durumunda, bazı bankaların bu alana ilgi gösterebileceği düşünülmektedir. Örneğin; mikro kredi programlarından yararlanacak kesime yönelik garanti sağlayan yapıların oluşturulması veya mevcutların güçlendirilmesi önem arz etmektedir. Bu çerçevede, esnaf ve sanatkâr kooperatifleri üye sayılarının fazla olması, yaygın bir ağa sahip olmaları ve işletmeleri yakından tanımaları gibi özellikleri nedeniyle mikro kredi sisteminin geliştirilmesinde önemli bir işleve sahip olabilecektir. Ancak öncelikle kooperatiflerin kurumsal yapılarının ve kapasitelerinin güçlendirilmesi gerekmektedir.

Son yıllarda yoksullukla mücadele uluslararası gündemde önemli yer teşkil etmektedir. Bunun sonucunda özellikle gelişmekte olan ülkelerde uluslararası kuruluşların da yardımıyla bir takım politikalar uygulanmaktadır. Mikro-kredi bu politikalardan birisidir. Üretim süreci dışında yer alan kadınlar ve işsizlerin üretim sürecine aktif katılmasına yardım eden ve insanlara kendi işlerini yapma imkanı veren bu uygulama diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de uygulanmaktadır. Türkiye'de henüz yasal altyapının oluşturulmadığı bu alanda sadece belirli vakıfların yürüttüğü mikro kredi uygulamalarında başarılı bir deneyim yaşanmıştır. Kredi gerei dönme oranının %100 gibi memnuniyet verici düzeyde olması, gelecekte mikro kredi uygulamasının genişletilmesi için umut vermektedir. Yasal altyapının biran önce kabul edilmesi ve ticari bankaların mikro kredi konusunda bilgilendirilerek bu konuya kaynak ayırmalarının sağlanması bu alanda yapılması gereken ilk işler olarak göze çarpmaktadır.

2.2.3.6.Türk Eximbank Kredileri

Türk Eximbank, ihracatçılara, ihracata yönelik üretim yapan imalatçılara ve yurt dışında faaliyet gösteren müteahhit ve girişimcilere kredi, sigorta ve garanti desteği sağlamaktadır.



Şekil 2-11: Türk Eximbank KOBİ Kredilerine İlişkin Veriler (2004-2009)

Kaynak: Türk Eximbank, 2010

Şekil 2-11'deki 2004-2009 yıllarına ilişkin kredi verilerine göre; Eximbank tarafından KOBİ'lere yılda ortalama 1,5 milyar ABD Doları tutarında kredi kullanılmıştır. Bu yıllar arasında Eximbank'ın toplam kısa vadeli kredilerinin ortalama yüzde 37'si KOBİ'lere kullanılmıştır.

Yukarıda sayılan kurumlar dışında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) girişimcilerin uluslararası pazarlarda rekabet gücünü Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla oluşturulmuş kurumlardan biridir. Yine TÜBİTAK da Ar-Ge projeleri için finansal destek sağlama amacıyla KOBİ'lere destek vermektedir (Çonkar ve Özdemir, 2009:207-209). Burada bahsedilmeyen buna benzer birçok kurum ve kuruluş KOBİ'lere benzer destekler sağlamak amacıyla faaliyetler yürütmektedir.

2.3. SERMAYE PİYASALARI AĞIRLIKLİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Sermaye piyasaları reel sektörde faaliyet gösteren, üretim yapan işletmeler için en önemli finansman kaynaklarından biridir. Sermaye piyasalarının ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyleri doğrultusunda büyüklüklerinin ve derinliklerinin arttığı görülmekte, bu bağlamda sermaye piyasalarının ülke ekonomisinin gelişimini önemli derecede etkilediği sonucuna varılabilmektedir.

2.3.1. KOBİ Borsaları

Dünya genelindeki uygulamalar incelendiğinde; ülkelerin KOBİ'lere yönelik ana borsa içerisinde ayrı bir yapılanmaya giderek veya ayrı bir tüzel kişiliğe sahip borsalar oluşturdukları görülmektedir. Ülkelerin KOBİ tanımına giren işletmeler için ayrı bir borsa oluşturmasının nedenleri aşağıdaki belirtilmiştir;

- Yatırımcılar, sermaye yapıları ve rekabet güçleri açısından KOBİ'leri daha riskli görmekte ve bu doğrultuda yatırımlarını riski makul bir seviyeye çekecek, hakkında daha çok bilgi edinebildikleri kurumsal şirketlere yönlendirmektedirler. İşlem hacmi yüksek borsayı KOBİ'lere açmak, yatırımcı tarafından piyasanın kalitesinin aşağıya çekilmesi olarak algılanabilir veya yorumlanabilir. Böyle bir durumda yatırımcı riskin artacağını düşünecektir. Bu yatırımcıların sermaye piyasasına olan ilgisini azaltması sonucunu doğurabilir.

- Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borsada işlem hacmi ve derinliğin artırılması konusunda sorunlar yaşanması nedeniyle, farklı kotasyon koşulları oluşturarak işletmelerin sermaye piyasalarından pay almaları sağlanmaya çalışılmaktadır. KOBİ'lerin borsaya kote edilebilmeleri için mevcut kotasyon koşullarında değişiklikler yapılması gerekmektedir. Yasal mevzuatın buna izin vermemesi nedeniyle ayrı bir borsa altında oluşuma gitmek tercih edilmektedir.

- Diğer taraftan işletmeler ve aracı kurumlar yeni kurulmuş bir borsada halka arzı gerçekleştirmek yerine, yatırımcı tarafından kabul edilmiş ana borsada halka arzı gerçekleştirmeyi tercih edeceklerdir. İşletmelerin, KOBİ borsaları gibi yeni kurulan ve statüleri ana borsalara göre biraz daha farklı olan bu borsalarda işlem görmeleri için bazı teşvik ve düzenlemelerin yapılması gerekli görülmektedir.

KOBİ'ler için ayrı bir statüde ve onları cesaretlendirici teşvik ve düzenlemeleri içeren yapıda borsaların oluşturulması liberal bir ekonomik yapıda eleştiriye tabi tutulsa da en azından giriş aşamasında normal karşılanabilir. Ancak finansal yapısını denetlenebilir ve uluslararası standartlara uygun hale getiremeyen işletmelerin borsalara kote edilmesi beklenen gelişimin ötesinde başarısız sonuçlara sebep olabilmektedir (Suret and Carpentier, 2003:23).

Paralel piyasalar olarak da adlandırılan KOBİ borsaları küçük ve orta ölçekli firmaların finansman açığını karşılamak için bir alternatif olarak değerlendirilebilir. KOBİ borsalarının kendi yetenekler ile sıralayacağımız imkanları sunmaları bağlamında beklentiler vardır: halka arz hususunda KOBİ'lerin ilgisini çekmek,

ikincil piyasaların likiditesini sürdürmek, yerel ve uluslararası yatırımcıların sürekli iğsini teşvik etmek, yerel piyasa yetki alanı içerisinde ve uluslararası yatırımcılar arasında KOBİ'lerin sermaye ve döviz değişimi açısından dinamik bir imaja sahip olmalarını sağlamak, sadece değişim ve al sat yoluyla değil aynı zamanda geniş bir hisse pazarı içerisinde ölçek verimliliğinden yararlanarak, tamamlayıcı iş alanları oluşturarak, çapraz piyasa fertilizasyonunu teşvik ederek ve birbiriyle ilişkili iş kollarını geliştirerek karlılık oluşturmak (Samitasa and Kenourgios, 2005:5).

Türkiye'de de KOBİ'ler için İkinci Ulusal Pazar adı altında bir kurumsal altyapı düzenlenmiştir. İkinci Ulusal Pazar'ın amacını Türkiye'de KOBİ'lerin sermaye piyasalarından faydalanmalarını sağlamak ve teşvik etmek olarak ifade etmek mümkündür. Özellikle Kotasyon Yönetmeliğinde belirtilen maddi koşulları sağlayamayan, yerel ya da bölgesel nitelikteki KOBİ'lerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve varlıklarını artırarak Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senedei fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmek bu amaçlara hizmet edecektir (TSPAKB, 2006:4).

2.3.1.1 Genel Özellikleri ve İşleyişi

KOBİ'lere yönelik bir borsanın başarılı olarak kabul edilebilmesi ve bu borsanın faaliyetini büyüterek sürdürebilmesi için işlem görecekt işletmelerin ve aracı kurumların bu oluşumun içinde bulunmaya istekli olması, bireysel yatırımcının tasarruflarını, kurumsal yatırımcının plasmanlarını kurulacak borsa içinde değerlendirme talebinin olması, kısacası piyasada arz ve talep koşullarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

KOBİ borsasının oluşturulabilmesi için (TSPAKB, 2006:40);

- Yatırımcının talebi,
- Şirketlerin talebi,
- Aracı kuruluşların talebi,
- Kotasyon koşullarında ana borsaya göre esneklik sağlanması,
- Ana borsa içinde veya ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olarak kurulması,
- Şeffaflığın sağlanabilmesi,
- İşleyiş açısından talep yaratacak nitelikte olması koşulları sağlanmalıdır.

Ana borsa içinde KOBİ'lere yönelik bir piyasanın oluşturulması genel olarak ayrı bir borsa oluşturulması için yeterince talep olmadığı durumlarda söz konusu olmaktadır. Organize olmuş bir piyasada, kotasyon koşullarında birtakım esneklikler sağlayarak tezgahüstü piyasaların organize edilmesi mümkündür. Ancak yatırımcının güveninin sağlanabilmesi için işletmelerin yatırımcı talebini etkileyebilecek her türlü bilgiyi paylaşması gerekmektedir. KOBİ'lere yönelik oluşturulacak borsada, kotasyon koşullarında uygulanacak esnekliklere bilgi paylaşımında taviz verilmesi eklenirse, yatırımcının oluşturulacak piyasaya olan talebi azalacak, bu da borsanın başarısını olumsuz yönde etkileyecektir.

KOBİ'lere yönelik kurulacak sermaye piyasalarının başarılı olabilmesi için işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamaya istekli olması ve aracı kuruluşların böyle bir piyasanın oluşumuna destek vermesi gerekmektedir (TSPAKB, 2006:42).

Piyasanın çalışmasına iliksin işlem yöntemi mevcut talebi arttıracak nitelikte olmalıdır. İşlem yöntemi olarak piyasa yapıcılığı, müşteriler tarafından üyelere verilen emirlerin, ilgili piyasa yapıcılarına iletilmesini ve piyasa yapıcıların verdikleri kotasyonlar üzerinden emirlerin karşılanmasını ifade etmektedir. Bir diğer işlem sistemi sürekli müzayede sistemidir. Koşullar doğrultusunda piyasa yapıcılığı ile sürekli müzayede sistemi aynı anda kullanılabilir.

2.3.1.2. Uygulama Örnekleri

Ana borsa içinde ve ayrı bir tüzel kişilik olarak yapılandırılmış KOBİ borsalarına örnek teşkil etmesi açısından başarılı uygulamalar incelenecektir.

2.3.1.2.1. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)

1961 yılında Merkezi Düzenleyici Otorite tarafından (SEC), tezgahüstü piyasaları organize etmek amacıyla Aracı Kuruluşlar Birliği'ne (NASD) yetki verilmiş, 1971 yılında elektronik işlem ağı olarak NASDAQ faaliyete geçmiştir.

Şirket hisselerinin tamamı 2000 yılında NASD'ye geçmiş, 2002 yılında ortaklık yapısı yönetim NASD'de olacak şekilde genişlemiş ve NASDAQ hisse senetleri tezgahüstü piyasada işlem görmeye başlamıştır (TSPAKB, 2003:10).

İşlem hacmi, toplam piyasa değeri ve işlem gören firma sayıları açısından karşılaştırıldığında NYSE ile basa bas büyüklüğe sahip olduğu görülen NASDAQ'ın başarısı özellikle Avrupa ve Asya ülkeleri tarafından örnek alınmış ve benzer uygulamalar hayata geçirilmeye çalışılmıştır. NASDAQ, KOBİ borsası olarak nitelendirilmemekle birlikte bünyesinde çok fazla sayıda KOBİ tanımına giren şirket işlem görmektedir. NASDAQ ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olarak faaliyet göstermektedir.

2.3.1.2.2. KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotations)

1996 yılında kurulan KOSDAQ, 1999 yılında KOSDAQ borsası olarak faaliyete geçmiştir. Kuruluş amacı yüksek teknoloji şirketleri ve KOBİ'lere finansman sağlamaktır.

KOSDAQ elektronik sürekli müzayede işlem sistemi ile faaliyet göstermektedir. Piyasada menkul fiyatı alım-satım emirlerinin fiyat ve zaman önceliği göz önünde bulundurularak belirlenmektedir.

KOSDAQ, Kore borsasından ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olarak kurulmuştur. Kore borsasının kotasyon koşullarına göre daha esnek kotasyon koşullarına sahip KOSDAQ, en başarılı KOBİ borsası uygulamalarındandır. Bunun en önemli nedeni devletin piyasanın oluşumuna olan katkısıdır. 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik kriz sonrasında devlet KOBİ'lere yönelik teşvik paketi hazırlamış ve bu paketi aşağıda belirtilen sistem doğrultusunda uygulamaya koymuştur (TSPAKB, 2003:10);

KOSDAQ ve risk sermayesi yatırım şirketleri üzerine kurulan sistem iki ayaklı çalışmaktadır. Devlet çeşitli teşviklerle (KOSDAQ'a kayıtlı şirketlerin yıllık gelirlerinin % 50'sini karşılık ayırmak suretiyle vergiden muaf tutmuştur vb.) KOSDAQ'a olan talebi arttırmaya çalışmış, risk sermayesi şirketlerinin KOBİ'lere yatırım yapmasını sağlayacak adımlar atmıştır. Yapılan yasal düzenlemeler ile devlet risk sermayesi şirketlerine yatırım yapabilir, fon sağlayabilir konuma gelmiştir. Bununla birlikte getirmiş olduğu sertifikasyon sistemiyle risk sermayesi şirketlerini sınıflandırmış, KOSDAQ'a kote olabilmeleri ve sermaye piyasasından fon sağlayabilmeleri için teşviklerde bulunmuştur.

Devletin sermaye piyasasına olan doğrudan katkısı ve yapılan teşvikler sonucunda kote şirket sayısı, toplam işlem hacmi göz önünde bulundurulduğunda

KOSDAQ yatırımcı tarafından kabul edilmiş olan organize bir piyasaya dönüşmüştür. Güney Kore'nin büyüme stratejisi doğrultusunda 2005 yılında KOSDAQ, KSE (Kore Menkul Kıymet Borsası) ve KOFEX (Kore Vadeli İşlemler Borsası), KRX (Kore Borsası) olarak birleştirilmiştir (Akbulak, 2008:15)

2.3.1.2.3. AIM (Alternative Investment Market)

Londra Borsasına bağlı olarak 1995 yılında kurulan AIM, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon sağlayabilmesi için faaliyete geçirilmiştir. AIM'de piyasa yapıcılığı ve sürekli müzayede işlem sistemi bir arada kullanılmaktadır.

AIM kayıtlı olunabilmesi için şirketlerin sürekli olarak görevlendirilmiş bir danışmanı (nominated adviser) olması gerekmektedir. Danışmanın görevi şirketin AIM'ye katılması için görüş bildirmesi ve kotasyon sonrasında şirketin AIM'nin kurallarına uyup uymadığının kontrol edilmesidir (TSPAKB, 2006:16).

AIM'ye kayıtlı olmak için herhangi bir mali koşul aranmamaktadır. Esas olarak üzerinde durulan yatırımcı kararlarını etkileyebilecek bilgilerin paylaşılmasıdır. AIM buradaki sorumluluğu şirket ile birlikte danışmana yüklemektedir. Bu nedenle bankalar, aracı kurumlar, bağımsız denetim şirketleri danışman olarak atanabilmektedir (TSPAKB, 2006:15).

2.3.2. Girişim Sermayesi

KOBİ'lerin, bankalar ve sermaye piyasaları aracılığı ile finansman sağlamada güçlük çekmesi girişim sermayesi kavramını ortaya çıkarmıştır. Girişim sermayesi (venture capital); banka, finans kurumları ve sermaye piyasalarından yeterince kaynak sağlayamayan KOBİ'lere yönelik bir finansman türüdür. Bu bağlamda girişim sermayesi, yüksek büyüme potansiyeli bulunan işletmelere veya yatırım projelerine ortaklık kurarak, işletmelerin mevcut yapısının büyümesi ve gelişmesine katkıda bulunacak finansman ve yönetim desteği sağlamak olarak tanımlanabilir (Aypek, 1998:123).

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve özel sermaye şirketleri, sektörde geleceği olan firmalara finansman sağlamaktadır. Buradaki amaç şirket yönetiminde pay sahibi olmaktan ziyade, firmanın belirli bir büyüklüğe ve rekabet gücüne sahip olması ile birlikte halka arz yoluyla veya firma ana sahiplerine pay satışı yoluyla yatırımdan çıkmaktır. "Girişim sermayesi" kavramı literatürde "risk sermayesi"

olarak da kullanılmaktadır. Ancak kavramın riskli yatırımları ifade etmekten çok, teknolojik yenilikleri yüksek getiriye dönüştürmeyi amaçlayan bir yatırım türü olarak nitelendirilmesi gerekir (IFC, 2011:39-41).

Türkiye’de girişim sermayesi faaliyetlerine ilişkin ilk yasal düzenleme 1993 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile yapılmıştır. Bu kapsamda Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ortaklıklar olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, 1993 yılında KOSGEB ve TOBB ortaklığında KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş (KOBİ A.Ş) kurulmuştur. Ancak şirket faaliyetlerine aktif olarak 2004 yılından sonra başlayabilmiştir. 2010 yılı sonu itibarıyla şirketin sermayesi 38 milyon TL olup toplam 8 şirkete sermaye desteği sağlayarak ortak olmuş durumdadır.

Türkiye’de girişim sermayesi alanında sağlanan destekler gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında çok kısıtlı düzeyde olup sistemin geliştirilmesi özellikle yenilikçi ve yüksek teknoloji sektörlerinde yer alan KOBİ’lerin ve yeni girişimcilerin desteklenmesi için önem arz etmektedir.

2.3.2.1 Girişim Sermayesi Genel Özellikleri

Girişim sermayesi ağırlıklı olarak yüksek teknolojiye yönelik fikir ve projeleri bulunan, büyüme potansiyeli yüksek küçük işletme ve girişimcilerin yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadır (Zaimoğlu, 1995:173). Girişim sermayesi uygulamasında girişim sermayesi şirketi, proje sahibi işletme ve sermaye koyan yatırımcı olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Girişim sermayesi şirketlerinin en önemli finansman araçları hisse senedi ve hisse senetlerine dönüştürülebilir tahviller oluşturmaktadır (Çolakoğlu, 2002:173).

Girişim sermayesi yatırım aşamaları taşıdığı risk doğrultusunda aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (SPK, 2010:5);

- Çekirdek yatırım (seed investment) finansman fiilen üretime geçmeyip, yalnızca fikir veya proje doğrultusunda yapılan yatırımlardır. Belirsizlikler nedeniyle en riskli yatırım aşamasıdır.

- Taşıdığı risk açısından, ürün geliştirme süreci ve pazara sunma aşamasına yapılan başlangıç sermayesi (start up investment) yatırımı ikinci sıradadır. Bu aşamada üretim ve satış için fon ihtiyacı bulunan işletmelere yatırım yapılır.

- Gelişme sermayesi (expension) ve destek (bridge finance) aşaması, halka arz olmayı amaçlayan faal bir işletmenin halka arz gerçekleşene kadar faaliyetlerinin sürdürülebilmesine yardımcı olmak için yapılan yatırımdır.

- Yatırımdan çıkış, girişim sermayesinin son aşamasını oluşturmaktadır. Yatırımdan çıkış hisse senetlerinin halka arz edilmesi, hisselerin başka bir şirkete satılması, girişim sermayesi şirketinin hisselerinin yatırımcı şirket tarafından geri alınması, şirket yapısının yeniden organize edilmesi veya şirketin tasfiye edilmesi şeklinde olabilir.

Uygulamada girişim sermayesi yatırımlarının gelişmesi için devletlerin çeşitli teşvik ve avantajlar sağladığı görülmektedir. Girişim sermayesi şirketinin yatırımdan çıkışının halka arz ile gerçekleşmesi sistemden temel beklentidir. Bu bağlamda sermaye piyasaları girişim sermayesi yatırımlarının önemli bir ayağını oluşturmakta, girişim sermayesi yatırımlarının artması sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmaktadır.

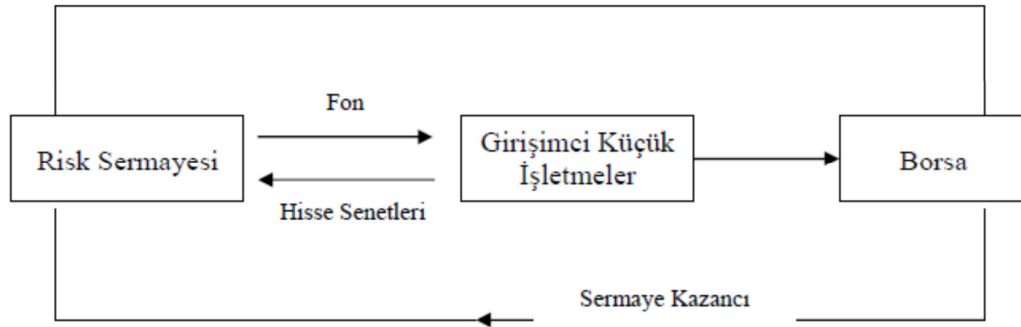
Girişim sermayesi bir yatırım ortaklığı olarak düşünüldüğünde, kurumsal girişim sermayesi şirketinin yatırımcı firmaya yapmış olduğu katkı yalnızca finansman sağlamakla kalmaz. Bunun yanında yatırım yapılan işletmenin rekabet gücünün arttırılması, işletmenin dünya pazarlarına açılması, kurumsallaşma ve operasyonel anlamda gelişimine katkıda bulunulması vb. bir işletmenin başarılı olabilmesi için gerekli her konuda is ortaklığı şeklinde gerçekleşmektedir.

2.3.2.2. Risk Sermayesi ve İşleyişi Modeli

Türkçe literatürde girişim sermayesinin yanında risk sermayesi olarak da ele alınmaktadır. Risk sermayesi, gelişme potansiyeli olan ve özellikle teknolojik yeniliklere dönük projeleri destekleyen bir finansman yöntemidir. Bu tür yatırımlar, yüksek risk taşımakla birlikte gelecekte ortalamanın üzerinde kar sunmaları beklenir. Risk sermayesinde temel amaç, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmaktır (Zaimoğlu, 2001:3). Risk sermayesi modelinin temelini oluşturan kurumlar, fon toplayan ve bu fonları sabit

sermaye yatırımlarına dönüştürmede uzmanlaşmış finans kuruluşları olan risk sermayesi şirketleridir (Kalmış, 2002:10-12).

Risk sermayesi modelinin işleyişi, şekil 2-13'de gösterilmektedir:



Şekil 2-13: Risk Sermayesinin Çalışma Sistemi

Kaynak: (İşeri, 2001:11)

Yukarıda yer alan şekil 12'de görüldüğü gibi; risk sermayedarları, gelecekte yüksek kar getirmesini bekledikleri bir küçük işletmeye finansman desteği sunmakta ve bunun karşılığında firmanın gelişiminde çeşitli şekillerde yer almaktadır.

Risk sermayesi; girişimcilerin özgün fikirlerine, küçük işletmelere kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme aşamalarında öz sermaye iştiraki, kredi artırımı veya sadece yönetimde destek şeklinde ortaya çıkmaktadır. Risk sermayesi, özellikle başlangıç aşamasında olan işletmeler için önemli bir kaynak sağlama aracı olmaktadır. Bankalar, yalnızca güvendikleri işletmelere ve kendilerini çeşitli şekillerde güvenceye alarak kredi sağlamaktadırlar. Oysa risk sermayesi şirketleri, daha yolun başındaki işletmelere fon sağlamaktadırlar (İşeri, 2001:11).

Risk sermayesi modelinin işletmeler açısından faydaları şu şekilde sıralanabilecektir:

- Geliştirilecek ürün veya tasarım için profesyonel fizibilite raporu yardımı alınır.
- Başarıya ulaşma olasılığı, risk sermayedarı sayesinde daha yüksek olur.
- Diğer finansman tekniklerine göre daha uzun vadeli ve maliyeti daha düşüktür.
- Küçük işletmeler için yatırım yapılması şansını artırır.
- Teknoloji transferi sağlar (Çoban ve Saban, 2006:135)

Risk sermayesi yatırım ortaklığı, işletmenin karşılaşacağı riskleri girişimciyle birlikte üstlenmek suretiyle riskin daha fazla taraf arasında paylaşımını ve dağılımını sağlar. Girişimcinin uzun vadeli finansmanını sağlar ve yatırımcı isterse pay senetlerini borsada satarak yatırımdan çekilebilir. Yatırım ortaklığının teminat ya da ipotek yerine girişimcinin yetenekleri ve yatırım projesinin başarı potansiyeline itimat etmesi yatırım maliyetini ve fonlamayı kolaylaştırır. Bu sebeple risk sermayesi yatırım ortaklığının üslendiği risk yüksektir fakat işleyiş bir yatırım ortaklığı şeklinde olduğu için riskin az olduğu yatırımlar da değerlendirilerek dağıtılması mümkündür. Risk sermayesi yatırım ortaklığı yatırım yaptığı girişimin yönetiminde aktif katılım sağlayabilir. Böylece belirsizliğin yüksek, değişimin hızlı olduğu ortamda girişime sahip olduğu tecrübe ve bilgi birikimiyle müdahil olarak riski azaltabilir (Çimat ve Laçinel, 2002:102-103).

2.3.3. KOBİ Borsası

Daha önceki bölümde KOBİ borsaları detaylı olarak ele alındığı için burada yüzeysel olarak değerlendirilecektir.

Borsalar, işletmelere her an ulaşabilecekleri fonlar sağlamakla, riskli projeleri finanse etmekle, işletmeler üzerinde denetim aracı olmakla ve işletmeleri piyasalara tanıtmakla işletmelerin büyüme, nakit akışları, faaliyet etkinliği, likitide ve borç-özsermaye yapısı gibi çeşitli finansal değişkenlerini etkileyebilmektedir. Bu nedenle; borsalara giriş, işletmelerin yalnızca finansman ihtiyacını gidermekle kalmayıp, bu işletmelerin performanslarını geliştirmelerine de yol vermektedir (Müslümov, 2002:16). Borsalar; ortaklara likitide sağlamada, piyasadaki itibar düzeyini yükseltmede, yaygın tanıtım sağlamada ve kurumsal yönetimin oluşturulmasında etkin bir araç olmaktadır (Güler ve Taner, 2008:523-525).

Bu durumda, sermaye piyasaları ve onların aracılığı ile oluşturulacak araçlar, işletmeler için önemli bir finansman kaynağı olacaktır. Ancak, özellikle Türkiye’de KOBİ’ler için sermaye piyasasının kullanımında, borsa kotasyon kriterlerinin KOBİ’lere ağır gelmesi, halka arz yolu ile hisse senedi finansmanını kullanılabilir olmaktan uzaklaştırmaktadır (Koç, 2008:128). Öte yandan, birçok KOBİ için yönetimi kaybetme, başkalarına hesap verme, elde edilen karı paylaşma kaygıları, bu işletmelerin halka açılmasında önemli bir engel oluşturmaktadır. Yine birçok KOBİ’nin kamu düzenlemelerinden kaçınmak amacıyla küçük kalmayı tercih

etmeleri, gerektiğinde mevzuat dışı işlemlere girişilebilir olma konusunda esneklik sağladığı için küçük kalmayı avantajlı bulmaları da sermaye piyasasına girme konusunda engel oluşturmaktadır (Erkumay, 2000:11-12).

Ancak, KOBİ'lerin sermaye piyasasına girmeleri önünde en önemli engel, daha önce de belirtildiği gibi, mevcut borsa koşullarında KOBİ'lerin bu kanaldan fon sağlamalarının çok düşük ihtimalde kalmasıdır. Bu nedenle, KOBİ'lere özgü faaliyet gösterecek bir borsanın kurulması yerinde olacaktır.

Bununla ilgili olarak, KOBİ piyasasının kuruluşu için Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş. (GİP) adlı şirket, 6 Temmuz 2005 tarihinde kurulmuştur. GİP'in iki temel görevinden birincisi, hisse senetlerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla alım ve satımının yapıldığı işlem platformunu ve bunun gerektirdiği organizasyonu oluşturmak; diğeri ise piyasanın güven ve istikrar içinde faaliyette bulunmasını sağlamaktır. GİP'in ülke çapında temsilcilik veya şubeler vasıtasıyla bir ağ oluşturması ve bu şekilde hem firmaların hem de yatırımcıların katılımını maksimum düzeyde tutması amaçlanmaktadır (İşeri ve Aslan, 2005:184).

2.4. KOBİ'LERİN FİNANSMANINDA BANKA KREDİLERİNİN YERİ

Bankalar faaliyet alanları itibarıyla sermaye ihtiyacı olan ile sermaye fazlasını değerlendirmek isteyenleri, birbirleri arasındaki güven riskini üstlenmek suretiyle bir araya getiren ve bu riske karşılık kazanç sağlayan kurumlardır. Sermaye olanaklarının kısıtlı olması ve piyasada karlı bir kurum olarak ayakta kalma, büyüme ve buna bağlı olarak yatırım yapma gerekliliği, KOBİ'lerin yabancı kaynak ihtiyacını kaçınılmaz kılmakta ve bu durum öncelikle banka kredilerini akla getirmektedir. Ancak banka kredilerinin hangi ölçüde KOBİ'lere ulaşabildiği, meselenin esas boyutunu ortaya çıkarmaktadır.

Tablo 2-10'da seçilmiş bazı ülkeler ile Türkiye'de 2009 yılı sonu itibarıyla reel sektör kredi miktarları, bu kredilere uygulanan faiz oranları ile toplam işletme sayısı bilgileri verilmektedir. Buna göre; Türkiye'deki işletme sayısına yakın değerde işletmeye sahip olan Almanya, İspanya, Fransa, İtalya gibi ülkelerin, Türkiye'nin yaklaşık 7-8 katı büyüklüğünde krediyi işletmelerine kullandırdıkları görülmektedir. Hollanda'da işletme sayısı Türkiye'nin beşte biri kadar olmasına rağmen, işletmelere

sağlanan kredi miktarı Türkiye'nin yaklaşık üç katıdır. Kredi miktarı bakımından Türkiye ile yaklaşık değerlere sahip olan Portekiz ve Belçika'nın işletme sayılarının, Türkiye ile kıyaslandığında oldukça düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 22: Seçilmiş Ülkeler Reel Sektöre Verilen Krediler ve Faiz Oranlar (2009)

Ülkeler	Reel Sektöre Verilen Krediler (Milyar €)	Faiz Oranı (%)
İspanya	969,4	3,6
Almanya	901,8	3,2
İtalya	860,9	2,9
Fransa	827,7	2,7
İngiltere	588,7	3
Hollanda	342,3	3,1
Belçika	122,5	2,4
Portekiz	122,3	4,9
Türkiye*	135	22,8

Kaynak: TCMB, ECB, 2011

Reel sektör kredilerine uygulanan faiz oranlarına bakıldığında; bahse konu ülkelerde faiz oranları yüzde 3-6 seviyeleri arasında değişirken, Türkiye'de yüzde 10-25 arasındadır. Bu verilerden Türkiye'de işletmelerin oldukça yüksek faiz oranlarıyla kredi kullanabildikleri anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu durum, Türkiye'de işletmelerin krediye erişimlerini olumsuz etkileyen önemli bir faktördür.

Türkiye'de banka kredisiyle fon sağlama, KOBİ'lerin yatırımları için finansman sağlamada tercih ettikleri ilk iki yöntem arasında yer almaktadır. Bu durum, işletmenin başlangıç veya büyüme aşamasında olup olmadığına ve işletmenin stratejilerine bağlı olarak değişebilmektedir. Birçok KOBİ, faaliyet bölgesinde bulunan banka şubeleri ile ilişki içerisinde olup; bankaları yalnızca finansman sağladığı bir kurum olarak değil, bilgi ve danışmanlık hizmeti sağlayabildiği bir kurum olarak da görmektedir.

Türkiye'de KOBİ bankacılığı yürüten kurumlar iki grup halinde incelenebilir: kamu bankaları, özel bankalar. Kamu bankaları içerisinde en önemlilerinden birisi, Halkbank'tır. Halkbank; esnaf, zanaatkar ve küçük işletmelere yönelik faaliyette bulunmak üzere 1933 yılında kurulmuştur. 1960 yılından sonra Halkbank, KOBİ'lere destek sağlamada daha belirgin bir rol üstlenmiştir. KOBİ'lere, diğer kamu kuruluşları ile de işbirliği içine girerek finansal destek sağlayan diğer bankalar olarak

Vakıfbank, TKB (Türkiye Kalkınma Bankası), TSKB (Türkiye Sınai Kalkınma Bankası), Eximbank sayılabilecektir.

Özel bankalar, uzun bir dönem boyunca KOBİ'leri çok riskli bulduklarından KOBİ'lere yönelik çok da istekli kredi politikaları yürütmemişlerdir. Ancak, son yıllarda KOBİ bankacılığını karlı bir alan görerek geniş çaplı bir faaliyet içerisine girmişlerdir. Buna rağmen, Türkiye'de KOBİ'lerin banka kredilerinden yararlanma oranı dünya devletleriyle kıyaslandığında henüz yetersiz bir düzeydedir. Bankacılık sektörü, KOBİ kredilerinde seçici ve temkinli davranmakta; bir yandan KOBİ piyasasında faaliyetlerini genişletmek isterken, diğer yandan sunulan kredinin kalitesi konusunda tavizden kaçınmaktadır (Özalp, 2006:52).

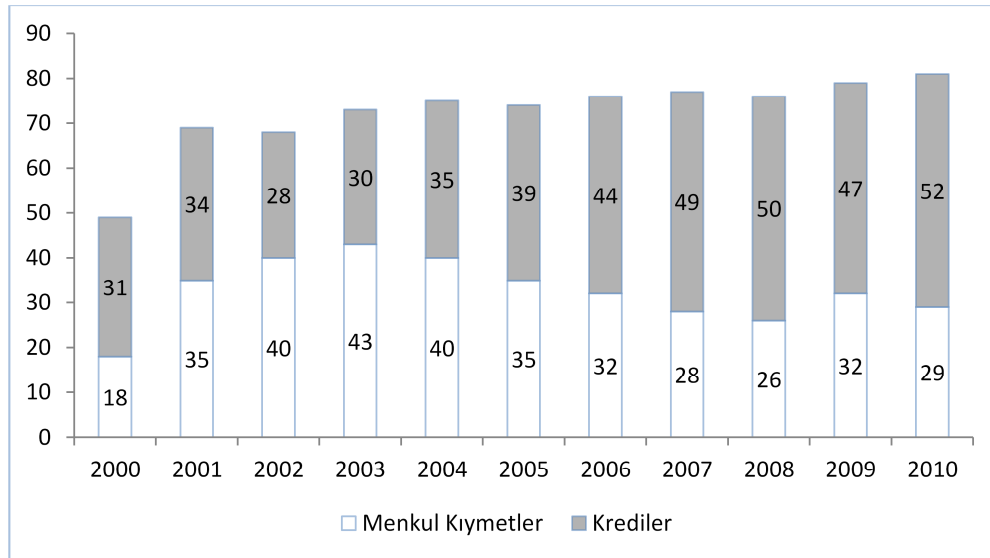
Türkiye'de çok uzun zaman boyunca bankacılık sisteminin yaşadığı sorunlar, KOBİ'lere de yansımıştır. Sınırlı tasarruflar, bankalarca kamu kesiminin açıklarının finansmanında kullanılmak üzere devlete yüksek faizlerle aktarılmış; işletmelere kullandırılan krediler hem sınırlı kalmış, hem de yüksek faizlerden ötürü işletmelerin altından kalkamayacakları bir maliyet unsuru haline gelmiştir. KOBİ'ler ise çoğu zaman kredi için aranan teminatları gösteremedikleri için, bankaların kredi müşterisi olma şansını en başında kaybetmişlerdir (Aykaç ve ark., 2008:160).

Burada, bankacılık sektörünün işletme kredileri açısından son on yıl içerisindeki gelişimine de değinmek yerinde olacaktır. 2000'li yılların henüz başında bankacılık sektörünün yaşadığı krizle birlikte bankaların sundukları kredilerde hissedilir düzeyde bir azalma olmuştur. Kriz dönemi ve sonrasında likit kalmayı tercih eden bankalar, daha az riskli ve daha yüksek getirili devlet borç senetlerine yönelmişlerdir. Zaten yetersiz olan kredi hacminin krizle birlikte daha da azalmış olması, KOBİ'ler açısından finansman sorunlarının derinleşmesine neden olmuştur (TCMB, 2010:25).

Özellikle 2000 yıllarda, kriz sonrası dönemde yaşanan bankacılık sektöründeki sıkı denetim prosedürleri ve bankaların aralarında satın alma ve birleşme süreçlerinin önemli bir ivme kazanması bankaları daha temkinli davranmaya yöneltmiştir. Bankaların satın alma ve birleşme dönemleri sürecinde ve sonrasında özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde KOBİ'lerin finansmanında daha çekimser davrandıkları ve büyük ve kurumsal işletmeleri tercih ettikleri gözlemlenmektedir (Marsch et al., 2007:22).

Ancak 2003 yılı, krediler açısından bir kırılma noktası olmuştur. Makroekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler, 2003 yılı içinde bankaları da olumlu etkilemiştir. 2003 yılı, bankacılık sektöründe toplam aktiflerin, kredilerin, karlılığın ve sermaye yeterliliğinin arttığı bir yıl olmuştur. 2003 yılı sonunda özellikle kredi faizlerinde geline düşük seviye sonucunda tüketici kredilerinde yaşanan önemli canlanma, sektör açısından olumlu gelişmelerden biri olmuştur. Enflasyon oranının düşme eğilimine girmesiyle birlikte faiz marjlarında yaşanan daralma, birçok bankayı müşteri odaklı gelirlerini artırma eğilimine yöneltmiştir. 2003 yılında TL kredilerde yaşanan artışla birlikte tüketici kredileri önemli rol oynarken, KOBİ'lere de yönelmesiyle birlikte ticari kredilerde de büyüme yaşanmıştır (Chambers, 2004:77).

Aşağıda yer alan şekil 2-13; kriz dönemi ve sonrasında banka aktifleri içerisinde menkul kıymetlerin payı artarken kredi payının düştüğünü, 2003 yılından sonra ise tersi yönde bir eğilim oluştuğunu net bir şekilde göstermektedir.



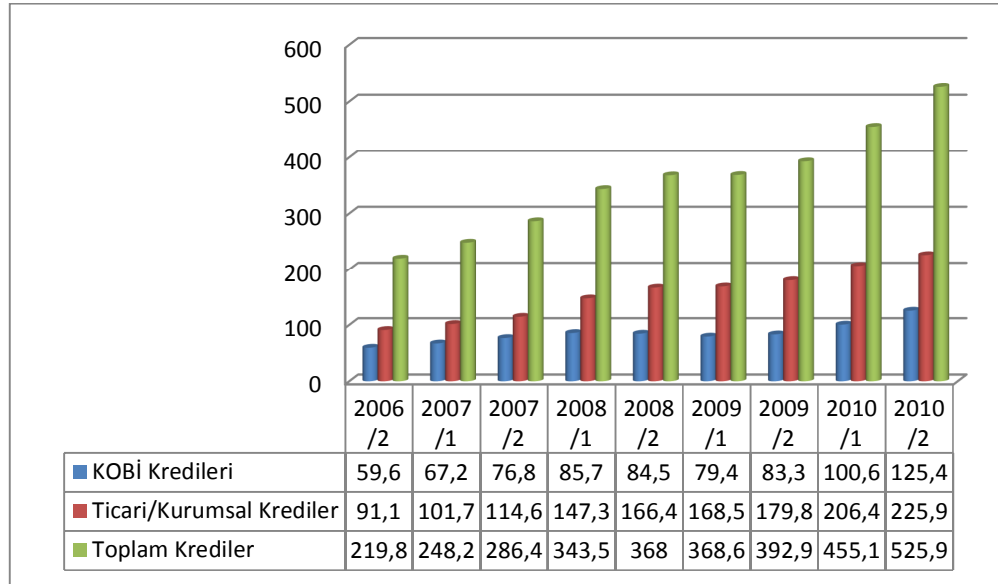
Şekil 2-13: Yıllar İtibariyle Banka Aktifleri İçinde Menkul Kıymet ve Kredilerin Payı

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Şekil 2-13'te, kredilerin banka aktifleri içindeki payının kriz döneminde sert bir düşüş gösterdikten sonra, 2003 yılı ile birlikte yükseliş eğilimine girdiği görülmektedir.

Uygulanmakta olan ekonomik programdaki kararlılık, makroekonomik göstergelerde ve beklentilerde ortaya çıkan iyileşmeler, döviz kurlarında ve faiz oranlarında kriz döneminin etkisi atlatılarak yakalanmaya başlanan istikrar ve özellikle

İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki kredilerin yapılandırılması ile kredi hacmi 2003 yılında artmaya başlamıştır. Ertilenmiş kredi taleplerinin de canlanmasıyla birlikte artış eğilimi 2004 yılında daha belirgin bir hal almıştır (TCMB, 2010:29). Takip eden yıllarda da artış eğilimi devam ettikten sonra, yakın dönemde ortaya çıkan küresel ekonomik krizin etkisiyle kredi hacminde kuvvetli artış eğilimi sona ermiş gözükmektedir.



Şekil 2-14: 2006-2010 Yılları Arasında KOBİ Kredileri, Ticari/Kurumsal Krediler ile Bankacılık Sektörü Toplam Kredilerinin Değişimi (Milyar TL)

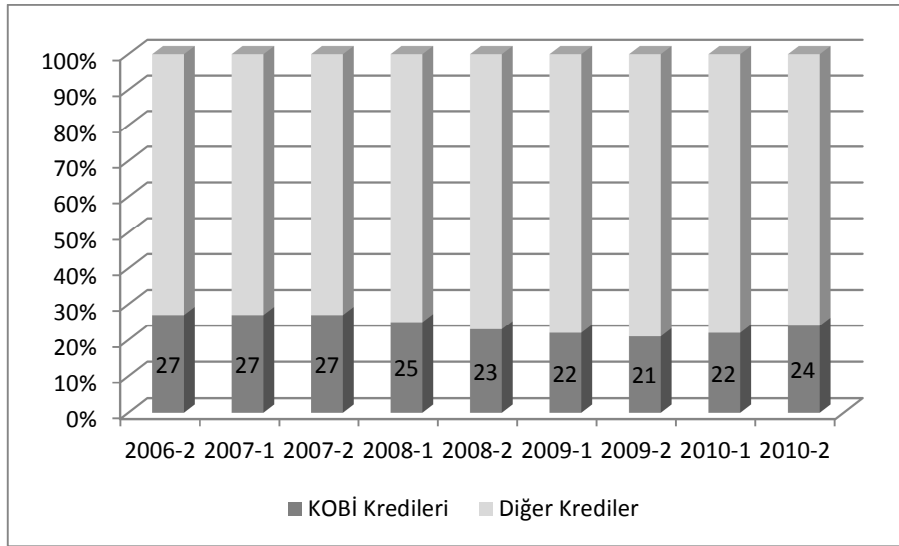
Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bültenler, 2011

2006 Aralık ayında 59,6 milyar TL olan KOBİ kredileri toplamı 2008 yılı Haziran ayına kadar sürekli artış göstererek 85,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde KOBİ kredileri yüzde 44 artarken, kurumsal krediler yüzde 62 artış göstermiştir. 2008'in ikinci yarısından itibaren KOBİ kredileri düşüşe geçerek 2009 yılı Haziran ayı sonuna kadar olan dönemde yüzde 7 azalmıştır. Bankacılık sektörü toplam kredileri ise, 2008'in ikinci yarısında önceki dönemlere kıyasla daha az bir artış göstermiştir(Bkz.:Şekil 14). Bu dönemde kredilerin artışında görülen yavaşlama eğilimi, özellikle KOBİ kredilerindeki gerilemenin etkisiyle, 2009 yılının ilk döneminde yerini durgunluğa bırakmıştır. Bu gelişmede, küresel krizin etkisiyle bankaların daha az riskli plasmanlara yönelmesi, kredi koşullarının sıkılaşması ve ekonomik faaliyetteki daralma nedeniyle kredi talebinin azalması etkili olmuştur (DPT, 2009:94).

2009'un ikinci yarısından itibaren KOBİ kredileri yeniden artmaya başlamış olup Haziran 2009-Aralık 2010 döneminde yüzde 58 artarak 125,4 milyar TL'ye

yükselmiştir. Aynı dönemde ticari/kurumsal krediler ve bankacılık sektörü toplam kredileri sırasıyla yüzde 34 ve yüzde 43 artış göstermiştir.

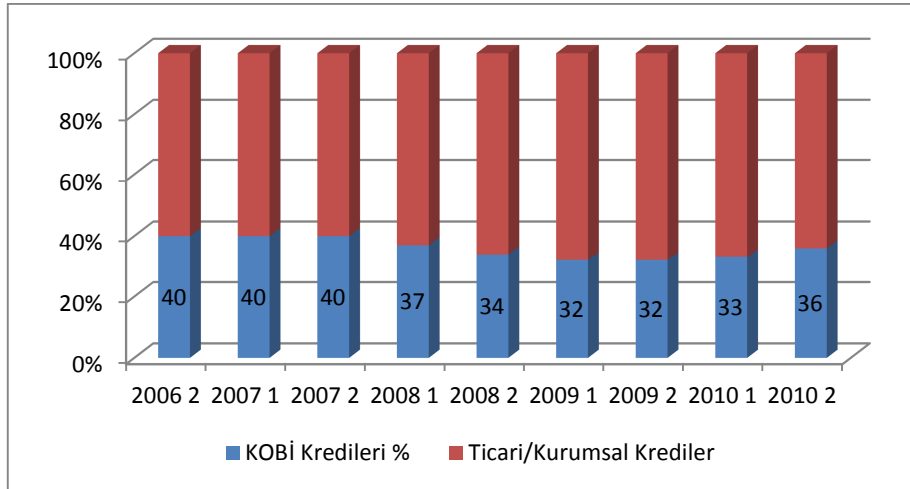
Banka kredilerine erişim bakımından küresel krizden en fazla etkilenen kesim KOBİ'ler olmuştur. Bu durum, altı aylık dönemler itibarıyla KOBİ kredilerinin toplam krediler içindeki payını gösteren şekil 2-15'ten de görülebilmektedir. Aralık 2006-2007 döneminde KOBİ kredileri toplam kredilerin yüzde 27'si kadardır. 2008 yılından itibaren bu oran azalmaya başlamış olup 2009 yılı sonu itibarıyla toplam banka kredilerinin yüzde 21'ini KOBİ kredileri oluşturmuştur. 2010 yılı Haziran ayı itibarıyla ise bu oran yüzde 22'ye, yılsonu itibarıyla ise yüzde 24'e yükselmiştir.



Şekil 2-15: Dönemler İtibarıyla KOBİ Kredilerinin Toplam Krediler İçerisindeki Payı (%)

Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, 2011

Aynı şekilde KOBİ kredilerinin reel sektöre verilen toplam krediler içindeki payı da, yüzde 40 seviyesinde iken 2009 yılı sonu itibarıyla yüzde 32'ye gerilemiştir. 2010 yılında bu oran da artış göstererek yılsonu itibarıyla yüzde 36'ya yükselmiştir. Ancak KOBİ'lerin ekonomi içindeki ağırlıkları ve miktarları düşünüldüğünde bu oranların çok yetersiz olduğu en azından %50 düzeylerine yaklaşmasının sağlanması KOBİ'ler için ciddi bir önem arz etmektedir.



Şekil 2-16: Reel Sektöre Verilen Krediler İçinde KOBİ Kredilerinin Payı (%)

Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, 2011

Şekil 2-16'ya göre reel sektöre verilen krediler içinde KOBİ kredilerinin payı incelendiğinde 2006 ve 2007 yıllarında %40 civarında olan oranın 2008 sonrası ciddi bir düşüş içerisine girdiği ve 2010 yılı sonu itibariyle halen 2006 oranlarına ulaşamadığı görülmektedir.

Bankaların kullandırdığı krediler incelendiğinde ekonomide meydana gelebilecek en küçük bir olumsuzluk hızlı bir şekilde KOBİ kredilerine yansımakta ve hem miktar hem de diğer kredilere oranla azalmalara sebep olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum KOBİ'lerin kredi kullanım imkanları açısından makroekonomik faktörlere oldukça duyarlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 2-11'de toplam bankacılık sektörü kredileri ile KOBİ kredilerinin takibe düşen miktarları ve takibe dönüşüm oranları verilmektedir. Aralık 2006-Haziran 2008 döneminde takipteki toplam krediler yüzde 27, takipteki KOBİ kredileri ise yüzde 57 artmıştır. Haziran 2008-Aralık 2009 döneminde ise takipteki toplam krediler ile KOBİ kredilerinde yaklaşık yüzde 100'lik bir artış yaşanmıştır. Bu durum, 2008'in ikinci yarısından itibaren küresel krizin, kredi kullanan kesimlerin ödeme gücünü olumsuz etkilediğini göstermektedir. 2010 yılında ise takipteki toplam kredi miktarında yüzde 9, takipteki KOBİ kredi miktarında ise yüzde 14 düşüş yaşanmıştır.

Tablo 23: Toplam Banka Kredilerinin ve KOBİ Kredilerinin Takibe Dönüşüm Oranı*

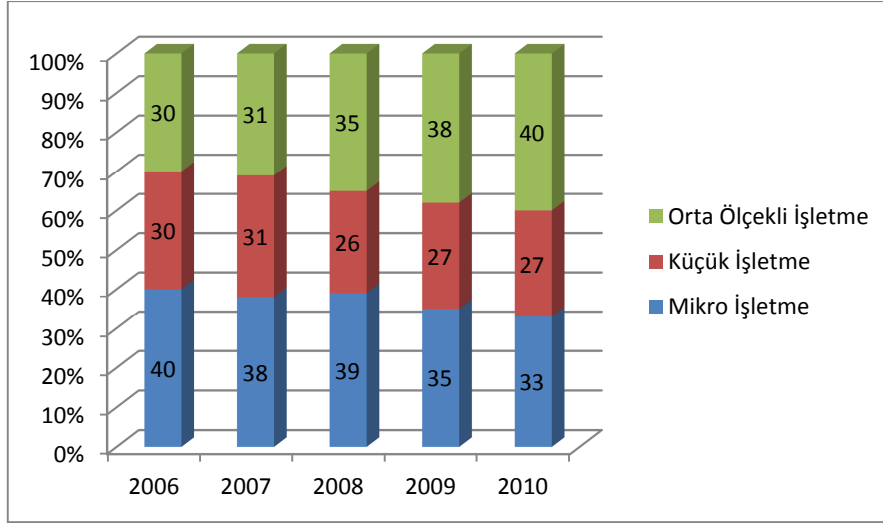
	Takipteki Toplam Krediler (Milyar TL)	Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranı %	Takipteki KOBİ Kredileri (Milyar TL)	KOBİ Kredilerinin Takibe Dönüşüm Oranı %
2006 2	8,55	3,7	2,16	3,5
2007 1	9,44	3,7	2,6	3,7
2007 2	10,35	3,5	2,87	3,6
2008 1	10,84	3	3,39	3,8
2008 2	14,05	3,7	4,26	4,8
2009 1	18,79	4,9	5,58	6,6
2009 2	21,85	5,4	6,85	7,8
2010 1	20,99	4,4	6,27	5,9
2010 2	19,99	3,7	5,89	4,6

* Takibe Dönüşüm Oranı = Takipteki Krediler / Brüt Krediler
Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, 2011

Aralık 2006'da yüzde 3,7 olan bankacılık sektörü kredilerinin takibe dönüşüm oranı, Haziran 2008'de yüzde 3'e gerilemiştir. Küresel krizin etkisiyle bu tarihten itibaren tekrar artışa geçerek 2009 yılı sonu itibarıyla yüzde 5,4'e yükselmiştir. KOBİ kredilerinin takibe dönüşüm oranı ise Aralık 2006-Haziran 2008 döneminde ortalama yüzde 3,7 iken bu tarihten itibaren artarak Aralık 2009 itibarıyla yüzde 7,8'e yükselmiştir. Görüldüğü üzere, bankacılık sektörü ortalamasında seyreden KOBİ kredileri takibe dönüşüm oranı, küresel krizin etkisiyle sektör ortalamasının oldukça üzerine çıkmıştır. 2010 yılı sonu itibarıyla ise toplam kredilerin takibe dönüşüm oranı yüzde 3,7'ye, KOBİ kredileri takibe dönüşüm oranı ise yüzde 4,6'ya gerilemiştir. KOBİ kredilerinin takibe dönüşüm oranı önemli ölçüde azalarak bankacılık sektörü ortalamasına yaklaşmıştır.

Şekil 17'ye göre 2010 yılı sonu itibarıyla toplam KOBİ kredilerinin yüzde 33'ü mikro, yüzde 27'si küçük ve yüzde 40'ı orta ölçekli işletmeler tarafından kullanılmaktadır. 2006-2010 yılları arasında işletme ölçekleri itibarıyla kredilerin paylarındaki değişimlere bakıldığında; mikro ve küçük işletmelerin toplam krediler içindeki payı azalırken orta ölçekli işletmelerin payının arttığı görülmektedir. Özellikle 2009 ve 2010 yıllarında mikro işletmeler tarafından kullanılan kredilerin toplam içindeki payında önemli bir düşüş yaşanmıştır. Dolayısıyla küresel krizden krediye erişim bakımından en fazla etkilenen kesimin mikro işletmeler olduğunu söylemek mümkündür.

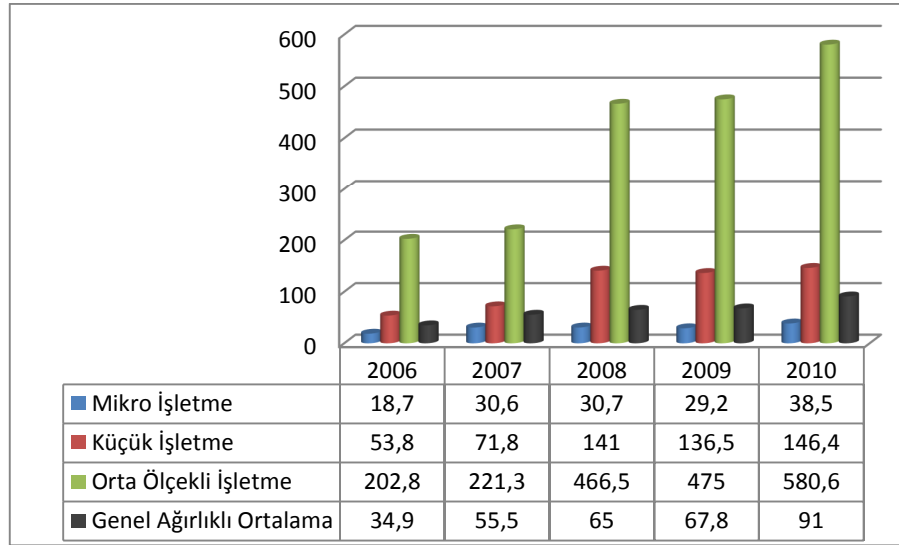
Kredi kullanan işletmeler içinde mikro işletmelerin payının fazla olmasının sayıca KOBİ'lerin büyük çoğunluğunu oluşturmalarından kaynaklandığı, orta ölçekli işletmelerin payının fazla olmasının ise bu işletmelerin krediye daha kolay erişebilmelerinden ve daha büyük miktarlarda kredi kullanmalarından kaynaklandığı düşünülmektedir.



Şekil 2-17: 2006-2010 Yılları Arasında İşletme Ölçekleri İtibarıyla Kullanılan KOBİ Kredilerinin Değişimleri (%)

Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, 2011

Şekil 2-18'de işletme ölçekleri itibarıyla ortalama kredi miktarları yer almaktadır. Tablodaki değerler belirtilen tarihler itibarıyla kredi bakiyesinin kredi sayısına bölünmesiyle elde edilmiş olup tam olarak ortalama kredi miktarını vermemekle birlikte yaklaşık olarak ölçekler arasında karşılaştırma yapma imkânı sağlamaktadır. Bu değerlerden görüldüğü üzere küçük ölçekli işletmeler mikro işletmelerin yaklaşık 3-4 katı, orta ölçekli işletmeler ise mikro işletmelerin yaklaşık 10-15 katı büyüklüğünde kredi kullanmaktadır.



Şekil 2-18: İşletme Ölçekleri İtibarıyla Ortalama Kredi Miktarları (Milyon TL)

Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten, 2011

Bankaların firmalara sağladığı krediler içerisinde KOBİ kredilerinin payının da ne kadar olduğu önemlidir. Veriler incelendiğinde sayısal olarak büyük çoğunluğu teşkil eden mikro işletmelerin hem diğerlerine göre oransal olarak hem de miktar olarak kredilerden çok daha az pay aldıkları görülmektedir.

Sonuç olarak, son yıllarda gelişen KOBİ bankacılığı ve bu çerçevede miktar ve oransal olarak toplam krediler içerisindeki payı küçük de olsa artış eğiliminde olan KOBİ kredilerinin küresel ekonomik krizler dolayısıyla sekteye uğradığı söylenebilecektir. Yine de özellikle 2001 bankacılık krizi sonrası iyice daralan KOBİ kredi hacminin gelinen noktada görece daha iyi bir yerde olduğu söylenebilir. Fakat kriz harici dönemlerde de aslen KOBİ'lerin büyük oranda kredi kullanım miktarı açısından çok yeterli bir düzeyde olmadığı tekraren vurgulanması gereken bir noktadır.

2.5. BANKALARIN KOBİ'LERE SAĞLADIKLARI KREDİ TÜRLERİ

Kamu bankaları; diğer finansal olmayan kamu kurum kuruluşlarının projeleri çerçevesinde, yurtdışı kalkınma ve yatırım bankalarından sağlanan fonlar ile veya kendi ana faaliyetleri ile yarattıkları fonlar ile KOBİ'lere kredi sağlamaktadırlar. Özel bankalar tarafında da son yıllarda KOBİ bankacılığı konusunda bir rekabet oluşmuş ve bankalar, çeşitli KOBİ paketleri ile bu rekabette yer edinmeye çalışmışlardır.

“Kral KOBİ”, “Turuncular”, “KOBİ Şişsak Kredi” gibi farklı isimler altında oluşturulan KOBİ paketleri ile bankalar, KOBİ'lere hem kredi ve hem danışmanlık

hizmeti sunmaktadırlar. Burada, her bankanın farklı uygulamalarına değinilmeyecek; KOBİ'lere sunulan kredi türleri temel olarak sıralanacaktır.

2.5.1. Nakdi Krediler

Bankanın müşteriye nakit ödeme yaparak kullandığı kredidir. Bankalar tarafından kullanılan kredilerin büyük bir kısmı nakdi kredidir. Nakdi krediler kendi içerisinde alt bölümlere ayrılmaktadır (Reisoğlu, 1997:360-363):

İşletme İhtiyaç Kredisi, kısa veya orta vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere kullanılan kredilerdir.

Araç ve Araç Filo Kredisi, KOBİ'lerin her türlü araç veya araç filosu alımlarını destekleyen kredi türüdür.

Franchising Kredisi, bir ticari faaliyeti bulunan ve franchising yöntemi ile yeni iş kurmak isteyen ya da mevcut bir işi olmayıp franchising yöntemi ile yeni iş kurmak isteyen gerçek ve tüzel kişilerin ticari faaliyetlerini desteklemek amacıyla kullanılan kredilerdir.

Hammadde Alım Kredisi, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların hammadde ihtiyaçlarının finansmanına yönelik olarak satın alınan hammaddenin proforma faturasının ibraz edilmesi karşılığında kullanılan kredilerdir.

İşyeri Edindirme Kredisi, ticari faaliyette bulunan gerçek ve tüzel kişilere işletme faaliyetlerini sürdürecekleri veya şirket faaliyetlerinde kullanılmak kaydıyla firma bünyesine katacakları büro, dükkan, mağaza, lojman, depo vb. gayrimenkullerin alımını finanse etmek amacıyla kullanılan kredilerdir.

Yatırım Kredisi, gerçek ve tüzel kişilerin uzun vadeli makine, teçhizat ve/veya ekipman alımlarının finansmanına yönelik kullanılan kredilerdir.

Esnaf, çiftçi ve diğer sektör gruplarına yönelik spesifik krediler, banka tarafından dönemsel olarak desteklenmesi uygun bulunan belirli sektörlerin ihtiyaçlarına yönelik kullanılan kredilerdir.

İskonto Kredileri, senet portföyü yüksek hacimli olan ve nakit döngüsü yoğun firmalarda kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının giderilmesinde kolaylık ve esneklik sağlamak amaçlı kullanılan kredilerdir (Güney, 2007:86).

Spot Krediler, firmaların kısa süreli nakit ihtiyaçlarını gidermeye yönelik kullanılan kredilerdir. Faiz oranı diğer kredilere göre düşüktür.

Rotatif Krediler, nakit akışı nispeten belirsiz olan firmaların kısa süreli finansman ihtiyaçlarının karşılanması, nakit akışına göre kredisini vadesinden önce kapatabilme, rotatif kullanabilme imkanı verilmesi ve faizini dönem sonunda sağlaması amacıyla yönelik kredilerdir.

Çek-Senet Karşılığı Krediler, firmaların vadeli mal ve hizmet satışları nedeniyle elde ettikleri senet ve çekleri daha likit bir değer olan nakde dönüştürebilmek amacıyla talep ettikleri bir kredi türüdür. Teminat olarak alınan çek ve senetlere belirli bir marj uygulanmak suretiyle, teminatın belirli bir oranına kadar nakit ödeme yapılmaktadır.

Döviz Kredileri, ihracat, ihracat sayılan satış ve teslimler ile döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunan firmalara ihracatın finansmanı amacıyla banka kaynaklarından döviz üzerinden kullanılan kredilerdir.

Döviz Endeksli Krediler, bir firma lehine tespit edilen kredinin belirli bir döviz cinsine endeksenerek, firmalara bu limit dahilinde ödeme tarihindeki döviz alış kurları üzerinden TL olarak ödenen kredilerdir. Döviz kurlarındaki artışın, TL faizlerinin altında kalacağını öngören firmalar için uygun bir finansman kaynağıdır.

Eximbank Kredileri, Eximbank tarafından ihracatçı/imalatçı firmalar ile küçük ve orta ölçekli ihracatçı ve imalatçı firmalara bankalar aracılığıyla kullanılan bir kredi türüdür. İhracatçı firmanın, ihracata hazırlık aşamasında Eximbank'ın belirlediği Türk menşeli malların kesin olarak ihracı ve taahhüdü karşılığı daha uygun fiyat avantajı ile kullanılır.

2.5.2. Gayri nakdi Krediler

Gayri nakdi kredilerin ortak özelliği, bankaların müşterisine nakit ödeme yapmaması, onun yerine müşteri adına sorumluluk üstlenmesidir. Burada banka olumsuz bir durumun, yani müşterisinin bir yükümlülüğünü yerine getirmemesinden ortaya çıkacak zararı karşılamayı müşterisinin hukuki ilişkiye girdiği tarafa garanti etmektedir (Kocaman, 1992:1-7). Gayrinakdi kredinin Bankalar Kanunu'nda tanımı yapılmamış bunun yerine tek tek sayılmıştır⁶ (TBB, 2011:50).

Teminat Mektupları, yurtiçinde veya yurtdışında yerleşik gerçek veya tüzel kişiler lehine bir malın teslimi, bir işin yapılabilmesi ya da bir borcun ödenmesi vb. konularda bankalar tarafından verilen ve bu yükümlülüğün yerine getirilmemesi

⁶ Bknz. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, Madde 48

durumunda, mektup tutarının kayıtsız şartsız ödenmesi taahhüdünü içeren bir garantidir. Herhangi bir konuda iş yaptırmak isteyen kişi/kuruluş ile bu işi üstlenmek isteyen kişi/kuruluş arasındaki ilişkiyi banka güvencesi altına alan teminat mektubu, bankaların müşterilerine verdikleri bir tür gayrinakdi kredidir (Güney, 2007:90:99).

Referans Mektupları, genelde inşaat ve taahhüt işleri ile uğraşan kredili müşterilere yönelik düzenlenen bir üründür. Referans mektupları TL veya yabancı para olarak düzenlenebilir.

Akreditif, uluslararası ticarete kullanılan ve bankaların ödeme garantisini içeren, hem ithalatçıyı hem de ihracatçıyı güvence altına aldığı için sıklıkla tercih edilen bir ödeme şekli olup; bir bankanın, alıcının (ithalatçının) talep ve talimatı ile, belirli bir tutara kadar, belli bir vade dahilinde ve öngörülen şartların yerine getirilmesi kaydıyla, satıcıya (ihracatçıya) ödeme yapacağını ihracatçıya karşı yazılı olarak taahhüt etmesidir.

Aval Kabul Kredileri, ihracatçının düzenlediği poliçenin ithalatçı tarafından vadesinde ödeneceğinin banka tarafından garanti edilmesi ile ithalatçıların vadeli mal alımına olanak sağlayan bir gayrinakdi kredi türüdür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin yönü ve boyutları değişmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinde de bu bağlamda önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu durum sermaye hareketlerine konu olan ülke için olumlu katkılar sağladığı gibi olumsuzluklara da neden olabilmektedir. Özellikle son dönemlerde ülkemiz menkul kıymetler borsasında işlem yapan yatırımcıların yarıdan fazlasının (Elmas, 2010:5) yabancı yatırımcılar olduğu düşünüldüğünde bu yatırımlarının ülke istikrarı, ülkenin ekonomik yapısı ve sermaye piyasası üzerindeki etkisi iyi analiz edilmeli ve yorumlanmalıdır.

Bunun gerçekleştirilebilmesi için yapılan analizlerde birçok değişken kullanılabilir. Fakat bir gösterge özelliği taşıyan endeks üzerindeki etkinin incelenmesi hayati bir öneme sahiptir. Tabii ki endeks üzerinde sadece yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş olduğu işlemlerin etkisi olduğunu söylemek doğru değildir. Fakat özellikle yatırımcıların büyük çoğunluğun yabancı yatırımcılar olduğu bir ülkede bunun bir gösterge olacağı da açıktır.

Hızla büyüyen ve gelişen dünyamız, sınırların oluşturduğu bir yer olmaktan çıkarak ortak bir yaşam alanına sahip, küresel bir ekonomi haline gelmiştir. Oluşan küresel piyasa ortamı, sermaye hareketlerinin de sınırları aşmasını ve farklı ülkelerde, bölgelerde yatırıma dönüşmesini gerekli kılmıştır. Küreselleşme olarak ifade edilen ve finans piyasalarını birbirine yaklaştıran bu yeni oluşum ülkeler arasındaki sınırların kaldırılmasında ve ülkelerin global bir ekonomi haline gelmesinde büyük pay sahibidir. Küreselleşme sürecinde önemli bir asama olan kambiyo denetimlerinin serbestleştirilmesi, ülkeler arasındaki fon transferi trafiğinin yoğunlaşmasına katkı sağlamıştır.

Bununla birlikte küreselleşme geleneksel sermaye hareketlerinin yapısında da pek çok değişiklik meydana getirmiştir. Ödemeler dengesinin cari işlemler hesabı ile sermaye ve finans hesabı arasındaki ilişki büyük ölçüde zayıflamıştır. Mal hareketlerinden bağımsız olarak piyasalar arasında dolayan spekülasyon nitelikli sermaye dünya genelinde önemli boyutlara ulaşmıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda meydana gelen ve yeni dönem sermaye hareketi olarak ifade edilen bu süreç, sermaye hareketini doğuran etkenlerin, sermaye hareketlerinin niteliklerinin,

kanallarının ve sonuçlarının farklı olması nedeniyle oldukça farklı bir yapıda ortaya çıkmıştır. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama görevini yüklenen geleneksel sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok spekülâtif nitelikli para hareketine dönüşmüştür (Yalçiner, 2008:83).

Yeni dönem sermaye hareketlerini geleneksel sermaye hareketlerinden farklı kılan özelliklerden bir diğeri ise, sermaye hareketlerinin kaynaklarının ve kanallarının farklılaşmasıdır. Nitekim geleneksel sermaye hareketlerinin kaynağı çoğunlukla resmi nitelikli borçlanmalardan oluşmakta iken, yeni dönem sermaye hareketlerinde bu yapı kendini özel sektör nitelikli bir yapıya bırakmıştır. Geleneksel sermaye hareketlerinin çoğunluğu (resmi nitelikliler hariç) özel kesimden kamu kesimine doğru olurken, 1990'ların sermaye hareketi genellikle özel kesimden özel kesime doğru yoğunlaşmıştır. Yeni dönem sermaye hareketleri, uzun vadeli finansman kaynağı olan kurumsal yatırımcıların önemini artırmış, kamu sektöründe yoğunlaşan ödünçlerin daha dengeli bir hal alarak özel sektör firmalarına da akısını sağlamıştır (Yalçiner, 2008:84).

Bu dönemde banka kaynaklı sermaye hareketlerinden, banka dışı kaynaklı sermaye hareketlerine, özellikle de portföy ve direkt sermaye hareketlerine doğru bir gelişmenin olduğu gözlenmiştir. Borç enstrümanlarında bir azalış, hisse senedi enstrümanlarında ise bir artış meydana gelmiştir. Yeni dönem sermaye hareketleri geleneksel nitelikli sermaye hareketlerine nazaran daha fazla seçici, vadeleri daha kısa, daha akışkan, daha spekülâtif, daha hareketli ve daha tedirgin bir yapıya sahiptir. Özellikle bilgisayar kaynaklı teknolojilerdeki gelişmeler ve haberleşme sistemlerinin gelişimi ve etkin kullanımı piyasalar arasındaki fon akısını kolaylaştırırken, fon sahiplerini birbirine daha yakın hale getirmiştir. Doğal olarak oluşan bu durum sermaye hareketlerinin yoğunluğu yanında çeşitlerinin de artmasına olanak sağlamıştır (Yalçiner, 2008:85).

Dünya Ekonomik Görünümü Raporuna göre (IMF, 2007:3); 1990'da başlayıp günümüze kadar devam eden yeni dönem sermaye hareketlerinde iki önemli sermaye hareketi dalgasının varlığından söz edilebilir (Yalçiner, 2008:85). Bunlardan birincisi 1990-1998 yılları arasında meydana gelen ve gelişmiş ülkelere yönelen sermaye hareketi, ikincisi ise 2002'den günümüze kadar devam eden ve gelişmekte olan piyasalardan daha iyi cari işlem pozisyonlarına sahip, uluslararası rezervleri daha kuvvetli ülkelere yönelen akımdır.

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili olarak değişik tanımlamalar yapmak mümkündür. Seyidoğlu'na göre; uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2003:231). IMF'nin yaptığı tanımlamaya göre, bir ülkede yerleşik kişilerin, başka bir ülkede yerleşik bulunan kişilere fon aktarması veya söz konusu yerleşik kişilerden bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkan sermaye akımlarıdır. OECD'nin yaptığı tanımlamaya göre ise, yabancı yatırımcının şirketin dağıtılmayan karlarındaki payını, ana şirketten hisse ve borç senetleri alımını, şirkete sağladığı kredileri ve şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımlarını kapsamaktadır.

3.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili değişik sınıflandırmalar yapmak mümkündür. Fakat bunlar arasında en çok kullanılanı, fonun sahipliği açısından sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasıdır. Uluslararası sermaye hareketleri fonun sahipliği açısından iki ana grup olarak sınıflandırılabilir. Bunlar, resmi nitelikli sermaye hareketleri ve özel nitelikli sermaye hareketleridir. Bu bölümde sermaye hareketleri genel anlamda kavramsal olarak ele alınacak çalışmanın ana konularından biri olan portföy yatırımları (3.5. bölümde) daha detaylı bir şekilde incelenecektir.

3.1.1. Resmi Nitelikli Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin resmi kredilerden oluşan kısmına resmi nitelikli sermaye hareketleri denir. Bu tür sermaye hareketleri resmi kurumlar arasında oluşmaktadır. Bunlar ekonomik kalkınma amacıyla, ikili anlaşmalar yoluyla, hükümetler arasında gerçekleşen krediler ile belirtilen amaç dâhilinde faaliyette bulunan uluslararası kuruluşlar (Dünya Bankası, IMF gibi) tarafından sağlanan kredilerdir.

3.1.2. Özel Nitelikli Sermaye Hareketleri

Uluslararası para ve sermaye piyasalarında, fon talep edenlerle fon arz edenlerin yaptıkları işlemler özel nitelikli sermaye hareketlerini ifade etmektedir. Yurt içinde yerleşik kişi ve kurumların kontrolünde bulunan fonların uluslararası

piyasalarda mevduat olarak değerlendirilmesi ve aracı kurumların oluşan bu fonları kredi olarak plase etmesi özel nitelikli sermaye hareketlerinin özünü oluşturur. Özel nitelikli sermaye hareketlerini; doğrudan yatırımlar, dolaylı (portföy) yatırımlar ve diğer yatırımlar olarak üç kategoride incelememiz mümkündür.

3.1.3. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları; firmaların ana merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelerde kurulu bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama veya kurulu bir firmanın öz sermayesini artırarak, firmanın kendine bağlı duruma getirilmesi şeklinde yapılan yatırımlardır (Seyidoğlu, 1996).

OECD normlarına göre ise, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede yerleşik kişi yâda kurumların(doğrudan yatırımcı) bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını yansıtmaktadır. Kalıcı çıkar kavramı, yabancı sermaye yatırımcısı ile yatırım ve yatırımın kontrolü konularında uzun dönemli bağımlılığı ifade etmektedir (Demircan, 2003:1).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının KOBİ'lerin dış pazarlarla bütünleşmesi anlamında katkıları olduğu tespit edilmekle birlikte KOBİ'lerin ortaklık anlamında yabancı sermayeye mesafeli durdukları belirlenmiştir (Malkoç, 2009:61).

3.1.4. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları; belli bir ülkede yerleşik olarak bulunan kişi ya da kurumların, başka bir ülkedeki yerleşik kişi ya da kurumlara fon aktarması veya ilgili kişiden bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkmaktadır (Özkan, 2002:13).

Farklı bir açıdan bakıldığında ise, tasarruf sahiplerinin politik risk, kambiyo riski, bilgi edinme riski gibi ek riskleri üstlenmek koşuluyla uluslararası sermaye piyasalarından sermaye kazancı, faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla çeşitli sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.

3.1.5. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ya da rezervde gösterilmeyen bütün sermaye hareketlerini içerir. Diğer yatırımlar içerisinde gösterilen sermaye çeşitleri genellikle heterojen özelliğe sahiptir ve ülkeden ülkeye fark edilir biçimde değişmektedir (Bal, 2002:59).

3.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin çoğunlukla yatırımcıların sermaye aktaracakları ülke ekonomilerindeki getiri oranlarının uluslararası piyasalardaki getiri oranlarından daha yüksek olduğu durumlarda meydana geldiğini söyleyebiliriz.

Uluslararası sermaye hareketlerinde elde edilen getirinin yönü ve büyüklüğü, getirinin göreceli olarak çekiciliğine olduğu kadar yatırım işlemlerinde karşılaşılabilecek sorunların minimum düzeyde olmasına da bağlıdır. Bu durum sermaye hareketleriyle ilgili olarak özellikle finansal serbestleşmeler sonucu gerçekleşen güçlü artış eğilimi ile açıklanabilir (İnandım, 2005:16).

Finansal serbestleşme ve bilgi iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinde önemli bir artış olduğu genel kabul görmekle birlikte, söz konusu artışa neden olan faktörler konusunda tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Fakat uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri çekici faktörler ve itici faktörler olarak sınıflandırmamız mümkündür (Montial and Reinhart, 2000:4). Bu noktada uluslararası sermaye hareketlerine neden olan çekici faktörleri, sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkeye ait faktörler; itici faktörleri ise sermaye ihraççısı ülkelere ait faktörler şeklinde sınıflandırabiliriz.

3.2.1. Sermaye Hareketlerinin Yöneldiği Ülkeye Ait Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerinin çıkış noktasını, kaynak fazlası olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin çeşitli nedenlerle kaynak sıkıntısı çeken ülkelere yönelmesi oluşturmaktadır. Nitekim kaynak fazlası olan ülkelerde yatırım araçlarının getiri oranları arz ve taleple bağlantılı olarak düşmektedir. Daha yüksek getiri elde

etmek isteyen yatırımcılar kaynakların farklı ülkelerde değerlendirilmesi yoluna gitmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak sıkıntısı çeken ülkelere yönelmesinin altında yalnızca daha yüksek getiri elde etme arzusu yatmamaktadır. Ayrıca sermaye hareketlerine konu olan ülkelerin ekonomik ve sosyal yönden gelişimini tamamlamış olması önemlidir. Ülke ekonomisinde yakalanan büyüme düzeyinin gün geçtikçe artması, sermaye piyasalarında işlem gören yatırım araçlarının yüksek getiri imkânı sunması, serbestleşme süreci ile birlikte piyasaların yabancı yatırımcılara açılması ve kısıtlamaların kaldırılması uluslararası sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere yönelmesinde çekici faktörler olmaktadır.

3.2.1.1. Ülkelerin Kaynak İhtiyaçları

Ülke ekonomisinde büyüme ve kalkınmanın sağlanabilmesi için tasarruflar hayati öneme sahiptir. Fakat özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere çeşitli nedenlerden dolayı tasarruflar yetersiz kalmaktadır. Dolayısıyla ülkede yatırımların yapılması mümkün olmamaktadır. Tasarruf yetersizliği ile oluşan kaynak ihtiyaçlarının bir şekilde karşılanması gerekmektedir. Bu durum ise iki şekilde gerçekleştirilebilir. Birinci yol, ihracatın artırılmasıdır. İkinci yol ise, borç kaynaklarına başka bir deyişle uluslararası sermaye hareketlerine başvurulmasıdır. Fakat kaynak yetersizliği ihracat yapmayı mümkün kılmadığından, ülkeler uluslararası sermaye hareketlerine yönelmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri bu noktada ülke ekonomisinin işlerliği için önemli bir aktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 3-1: Seçilmiş Ülkelerde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ya Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ABD	-4,30	-4,67	-5,31	-5,92	-5,99	-5,11	-4,66	-2,68	-3,21	-3,24
Almanya	2,01	1,89	4,65	5,11	6,45	7,61	6,73	5,00	5,31	5,14
Arjantin	8,54	6,29	1,74	2,57	3,16	2,26	1,32	1,76	0,89	0,11
Avustralya	-3,58	-5,21	-5,99	-5,66	-5,30	-6,18	-4,45	-4,24	-2,57	-0,38
Belçika	4,48	3,42	3,19	1,98	1,86	1,62	-1,90	0,84	1,20	1,02
Brezilya	-1,53	0,75	1,76	1,57	1,25	0,11	-1,70	-1,52	-2,27	-2,59
Bulgaristan	-2,38	-5,32	-6,43	-11,67	-17,57	-30,25	-23,26	-9,97	-0,79	-1,47
Çek Cumh.	-5,66	-6,33	-5,25	-1,27	-2,50	-3,30	-0,58	-1,13	-2,44	-1,83
Çin	2,44	2,80	3,55	7,13	9,34	10,64	9,65	5,95	5,21	5,71
Endonezya	4,00	3,45	0,61	0,10	2,98	2,43	0,03	2,58	0,89	0,89
Finlandiya	8,47	4,83	6,20	3,35	4,23	4,26	2,85	2,35	3,13	2,76
Fransa	1,24	0,72	0,54	-0,48	-0,57	-1,00	-1,91	-1,93	-2,05	-2,78
Güney Afrika	0,83	-0,99	-3,04	-3,47	-5,31	-6,97	-7,12	-4,05	-2,83	-4,36
Hırvatistan	-7,47	-6,29	-4,38	-5,53	-6,97	-7,56	-9,16	-5,46	-1,93	-3,55
Hindistan	1,37	1,47	0,11	-1,27	-1,02	-0,70	-1,98	-2,82	-3,19	-3,67
Hollanda	2,49	5,55	7,64	7,41	9,34	6,72	4,26	4,57	7,13	7,88
İngiltere	-1,74	-1,61	-2,07	-2,62	-3,38	-2,60	-1,65	-1,71	-2,49	-2,43
İran	3,08	0,61	0,56	8,85	9,19	11,92	7,26	4,22	6,04	11,70
İrlanda	-0,99	0,00	-0,58	-3,51	-3,56	-5,35	-5,65	-3,04	-0,72	0,19
İsrail	-1,08	0,63	1,85	3,16	5,09	2,91	0,75	3,62	3,14	3,29
İtalya	-0,78	-1,30	-0,94	-1,65	-2,58	-2,44	-2,93	-2,08	-3,50	-3,37
Japonya	2,87	3,22	3,74	3,64	3,91	4,82	3,22	2,82	3,57	2,30
Kanada	1,72	1,21	2,31	1,89	1,41	0,84	0,43	-2,85	-3,08	-2,82
Kore	1,31	2,42	4,48	2,20	1,48	2,08	0,34	3,94	2,80	1,06
Kuveyt	11,18	19,70	26,24	37,21	44,62	36,79	40,50	26,14	31,77	39,41
Libya	3,02	8,44	20,29	39,58	49,74	41,65	41,72	15,57	16,03	n/a
Lüksemburg	10,53	8,14	11,85	11,54	10,37	10,09	5,26	6,70	7,72	8,54
Macaristan	-6,95	-7,98	-8,36	-7,59	-7,61	-6,92	-7,30	-0,46	1,57	1,45
Malezya	7,96	11,98	12,09	15,00	16,44	15,92	17,48	16,50	11,82	11,39
Mısır	0,70	2,39	4,34	3,24	1,63	2,07	0,55	-2,35	-1,98	-2,70
Norveç	12,55	12,29	12,71	16,27	17,23	14,09	17,90	13,10	12,86	16,29
Polonya	-2,80	-2,52	-3,98	-1,22	-2,75	-4,76	-4,83	-2,23	-3,29	-3,91
Portekiz	-8,26	-6,45	-8,35	-10,36	-10,72	-10,12	-12,61	-10,93	-9,87	-8,73
Romanya	-3,33	-5,82	-8,36	-8,65	-10,39	-13,43	-11,64	-4,19	-4,23	-5,03
Rusya	8,44	8,23	10,07	11,06	9,53	5,93	6,25	4,05	4,88	5,55
S. Arabistan	6,30	13,07	20,78	28,54	27,78	24,26	27,78	6,06	8,74	19,78
Türkiye	-0,27	-2,48	-3,68	-4,60	-6,08	-5,90	-5,74	-2,33	-6,55	-8,04
Ukrayna	7,49	5,77	10,65	2,94	-1,50	-3,69	-7,09	-1,48	-1,88	-3,62
Y. Zelanda	-3,61	-3,85	-5,68	-7,86	-8,24	-8,04	-8,73	-2,87	-2,21	-0,19
Yunanistan	-6,48	-6,57	-5,85	-7,37	-11,24	-14,36	-14,69	-10,99	-10,45	-8,16

Kaynak: (IMF, 2010, 2011,2012) The World Economic Outlook

Ayrıca, bir mal ya da hizmetin tamamen yerli kaynaklar kullanılarak üretimi her zaman mümkün olmayabilir. Bir kısım mal ve hizmet üretimi için gerekli varlıkların döviz karşılığı ödenerek yurtdışından temin yoluna başvurulması zorunlu olmaktadır. Ödemeler dengesi fazla veren ülkeler için bu konuda bir sorun yoktur. Fakat asıl sorun ödemeler dengesi açık veren, dolayısıyla döviz yetersizliğine sahip olan, ülkeler açısından söz konusudur.

Tablo 3-1’de bazı ülkelerin cari işlem açık veya fazlasının gayrisafi milli hâsılaya oranı verilmiştir. Tablodan de anlaşılacağı üzere yıllar itibariyle ABD, Bulgaristan, İngiltere, İspanya, İtalya, Polonya, Portekiz, Türkiye, Yunanistan gibi cari işlemler hesabı açık veren ülkeler finansman ihtiyaçlarını Çin, Hollanda, Kuveyt, Libya, Lüksemburg, Norveç, Suudi Arabistan gibi cari işlemler hesabı fazla veren ülkelere karşılamaktadır. Nitekim finansman şekli doğrudan yatırımlar şeklinde olabildiği gibi portföy yatırımları şeklinde de olabilmektedir.

Farklı bir açıdan bakıldığında ise, fon ihtiyacı olan ülkelerin yurtdışındaki yatırımcılara sınırsız şekilde borçlanması da mümkün görünmemektedir. Nitekim belli bir süre sonra katlanılan maliyet artmakta ve yurtdışı piyasalardan borçlanma avantajlı olmaktan çıkmaktadır. Bu durumda ülkeler yurtdışı piyasalardan borçlanma yoluna gitmektedir ve uluslararası sermaye hareketleri kaynak fazlası olan ülkelere, kaynak açığı bulunan ülkelere doğru yönelmektedir.

3.2.1.2. Yapısal Reformlar

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeye yönelmesi için söz konusu ülkenin uluslararası piyasalarla entegrasyonunu tamamlamış olması ve uluslararası yatırımcıların yatırım yapabileceği bir ortamın hazırlanması gerekir. Bu amaçla gerek hukuki yapıda gerekse sermaye piyasaları üzerindeki yapısal reformların yapılmış olması yatırımcıları cezp etmektedir.

Yasadıkları finansal krizler nedeniyle uluslararası piyasalar tarafından güven duyulmayan pek çok ülke gerçekleştirdikleri yapısal reformlar yoluyla yeniden yatırımların yöneldiği güven duyulan ülkelere konumuna gelmiştir. Tabii ki bu güven ortamının oluşturulmasında ülkenin siyasi ve ekonomik istikrarının payı büyüktür. Özellikle mali yapıda gerçekleştirilen reformlar, finansal serbestleşme süreci ve yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi gerçekleştirilen yapısal reformlara örnek olarak verilebilir.

3.2.1.3. Yatırım Araçlarının Getiri Oranları

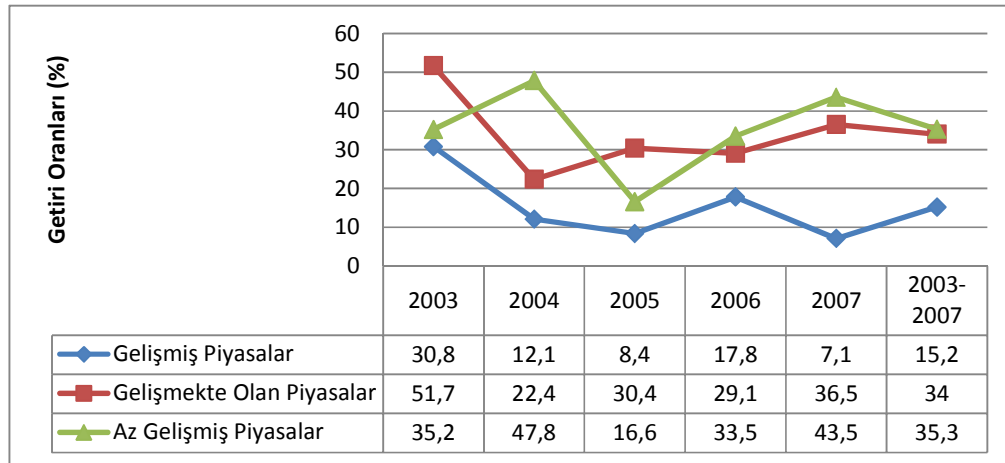
Yatırımcıları yurt dışı piyasalara yönlendiren önemli nedenlerden biri de yüksek getiri sağlama isteğidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yatırımcılara sunduğu yüksek getiri imkânları, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.

Finansal varlıklardaki yüksek getiriler iki faktörden kaynaklanmaktadır (Yalçınar, 2008:101). Bunlar hisse senedi piyasalarındaki fiyat artışları ve iç faiz oranlarının yüksekliğidir.

3.2.1.3.1. Hisse Senedi Getiri Oranları

Gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında, gelişmekte olan piyasaların daha yüksek volatiliteye sahip olduğu ve bu yüzden yatırımcılar açısından yüksek getiri elde etme imkânı sunduğu bilinmektedir. Bu nedenle yüksek getiri isteyen uluslararası yatırımcılar bu piyasalara yönelmektedir.

Şekil 19'da ifade edilen getiri oranları, yakın zamandaki az gelişmiş, gelişmekte olan ve gelişmiş piyasaları karşılaştırmamıza olanak sağlamaktadır.



Şekil 3-1: Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Getiriler⁷

Kaynak: WorldBank, Global Development Finance 2008, 49.

Şekil 3-1'deki veriler incelendiğinde; az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki getiri oranlarının, gelişmiş piyasalara nazaran daha yüksek olduğu

⁷ Gelişmiş piyasalar için Morgan Stanley Capital International-Barra dünya bileşik endeksi, gelişmekte olan piyasalar için Morgan Stanley Capital International-Barra gelişmekte olan piyasalar bileşik endeksi, az gelişmiş piyasalar için ise, Standard and Poor' s/International Finance Corporation az gelişmiş ülkeler bileşik endeksi kullanılmıştır.

açıkça görünmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar açısından bir değerlendirme yapıldığında ise, uluslararası sermaye piyasalarındaki getiri oranları az gelişmiş piyasalarda gelişmekte olan piyasalardan daha yüksek bir seyir izlemektedir.

2003-2007 arasındaki dönemin ortalaması incelendiğinde ise, az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda getiri oranları yaklaşık %35 seviyelerinde, gelişmiş piyasalarda ise %15 seviyelerinde kalmaktadır. Yani az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların yüksek getiri imkânı sağlayarak uluslararası piyasalardan kaynak sağlama yoluna gittiği görünmektedir.

Hisse senedi getiri oranları ile ilgili önemli bir gösterge de fiyat/kazanç oranlarıdır. Bu oran, işletmenin her 1 TL'lik karına karşılık, yatırımcının kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir. Büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak kuruluşlarda bu oran yüksek çıkar. Şirketin piyasa fiyatının, hisse başına kazanca bölünmesi ile bulunur. Aşağıda gelişmekte olan ülkelere ait ortalama fiyat/kazanç oranları yer almaktadır.

Tablo 24: Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı

	2006	2007	2008	2009	2010/9	Ortalama
Arjantin	18,0	13,6	3,4	13,0	12,3	12,1
Brezilya	12,7	16,6	5,3	21,7	15,4	14,3
Çek Cum.	20,0	26,5	10,5	14,6	11,7	16,7
Çin	24,6	50,5	8,6	22,8	17,5	24,8
Endonezya	20,1	31,7	7,0	27,3	20,6	21,3
Filipinler	14,4	17,7	8,2	13,4	13,3	13,4
G.Afrika	16,6	18,7	7,5	18,2	15,0	15,2
Hindistan	20,1	31,6	8,6	23,2	18,4	20,4
Kore	12,8	16,4	6,4	15,9	13,2	12,9
Macaristan	13,4	14,0	4,2	12,2	13,2	11,4
Malezya	21,7	20,1	4,2	22,6	17,8	17,3
Meksika	18,6	17,2	0,3	18,3	15,8	14,0
Pakistan	10,8	15,3	3,0	11,2	9,0	9,9
Peru	15,7	20,9	7,7	28,6	*	18,2
Polonya	13,9	15,6	6,4	23,0	15,7	14,9
Rusya	16,6	18,4	3,4	14,3	8,2	12,2
Şili	24,2	22,3	11,5	18,9	20,2	19,4
Tayland	8,7	11,7	7,5	11,9	14,3	10,8
Tayvan	25,6	27,9	7,2	17,1	14,4	18,4
Türkiye	17,2	25,2	3,2	11,4	11,7	13,7
Ürdün	20,8	28,0	10,9	34,8	*	23,6

Kaynak: (TCMB, 2010)

Tablo 3-2 incelendiğinde Çin ve Hindistan için fiyat kazan oranının diğer gelişmekte olan ülkelere göre da yüksek seyrettiği görülmektedir. Buna karşın Türkiye bu bağlamda ortalama değerlere yakın seyretmektedir. Genel olarak

bakıldığında özellikle 2007 yılı oranları tüm gelişmekte olan ülkeler için önemli ölçüde yükseliş göstermiş ancak hemen ardından 2008 yılında çok ciddi bir düşüş yaşamıştır. Bu durum 2008 yılında yaşanan küresel krizin gelişen piyasalar üzerindeki etkisi bağlamında önemli bir işaret olarak değerlendirilebilir.

3.2.1.3.2. Faiz Oranları

Yatırımcılar için faiz oranlarındaki değişim, sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkeler açısından belirleyici olmaktadır. Özellikle faiz oranlarının yükseldiği ülkelere sermaye girişi artmakta, düştüğü ülkelere ise sermaye çıkışı yaşanmaktadır.

Tablo 25: Çeşitli Ülkelerdeki Yıllık Hazine Bonosu Faiz Oranları

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ABD	3,5	1,6	1	1,4	3,2	4,7	4,4	1,5	1,5	0,2	0,1
Almanya*	3,7	3	2	2	2	3,1	3,8	4,3	4,6	1,2	-
Belçika	4,2	3,2	2,2	2	2	2,7	3,8	3,6	3,6	0,6	0,3
Brezilya	20,1	19,4	22,1	17,1	18,8	14,4	11,5	13,7	13,7	9,7	10,9
Bulgaristan	4,6	4,3	2,8	2,6	2,2	2,6	3,8	4,1	4,1	4,7	2,6
Çek Cum.	5,1	2,7	2	2,6	2	2,5	3,5	3,6	3,6	1,3	0,8
Çin*	2,25	2,25	1,98	1,98	2,25	2,25	2,52	4,14	2,25	2,25	-
Fransa	4,3	3,3	2,3	2	2,1	2,9	3,9	3,6	3,6	0,6	0,4
Hindistan*	12,3	12,1	11,9	11,5	10,9	10,8	11,2	13	13,3	12,2	-
Hollanda*	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	-
İngiltere	4,8	3,9	3,6	4,4	4,6	4,6	5,5	4,3	4,3	0,5	0,5
İspanya	3,9	3,3	2,2	2,2	2,2	3,3	4,1	3,7	3,7	1	1,7
İsrail	6,5	7,4	7	4,8	4,3	5,5	4,3	3,9	3,9	1,4	2,2
İsveç	4	4,1	3	2,1	1,7	2,3	3,6	3,9	3,9	0,4	0,5
İsviçre	2,7	0,9	0,2	0,4	0,7	1,4	2,2	1,3	1,3	0	0
İtalya	4,1	3,3	2,2	2,1	2,2	3,2	4	3,8	3,8	1	1,1
İzlanda	11	8	4,9	6	8,8	13,4	15,1	17,9	17,9	11,4	6,4
Japonya	0	0	0	0	0	0,4	0,6	0,4	0,4	0,1	0,1
Kanada	3,8	2,6	2,9	2,2	2,7	4	4,2	2,4	2,4	0,4	0,6
Kuveyt	4,2	2,8	2,3	1,7	2	-	-	-	-	0,9	0,6
Macaristan	10,8	8,9	8,2	11,3	7	6,9	7,7	8,9	8,9	8,5	5,4
Malezya	2,8	2,7	2,8	2,4	2,5	3,2	3,4	3,4	3,4	2,1	2,6
Mısır	7,2	5,5	6,9	9,9	8,6	9,5	6,9	11,4	11,4	9,8	9,3
Polonya	14,7	8,2	5,4	6,6	4,9	4,2	4,7	6,3	6,3	4,6	4
Rusya*	12,5	12,7	5,4	4,48	3,79	3,99	4,08	5,14	5,76	8,58	-
Türkiye	99,6	62,7	46	24,7	16,3	18,1	18,4	19,2	19,2	11,6	8,1
Y. Zelanda	5,6	5,5	5,2	5,8	6,5	7	7,5	7	7	2,8	2,8
Yunanistan	4,1	3,5	2,3	2,3	2,3	3,4	4,5	4,8	4,8	1,6	1,4

* Kısmen Borçlanma faiz oranları

Kaynak: Uluslararası Para Fonu (IMF)-Uluslararası Mali İstatistikler (IFS). Türkiye için verilerin kaynağı Hazine Müsteşarlığıdır.

Tablo 3-3'teki veriler incelendiğinde Brezilya, Hindistan, İzlanda, Macaristan, Mısır, Türkiye, Yeni Zelanda gibi ülkelerdeki faiz oranlarının yüksekliği dikkat

çekicidir. Yabancı yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde ve diğer ülkelerle karşılaştırıldığında diğer ülkelere nazaran bu ülkelerdeki yüksek faiz oranı, yatırımları bu ülkelere çekmektedir.

İç piyasa faiz oranlarının yüksekliği, sermaye hareketlerini söz konusu ülkelere çekmede temel belirleyici faktör olmakla birlikte bazı ilave faktörlerde sermaye hareketlerinin söz konusu ülkeye yönelmesinde faiz oranlarının yüksekliği kadar önemli bir etkiye sahip olabilmektedir (Yalçınar, 2008:107). Uygulanan döviz kuru politikalarının da faiz oranlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerekir. Nitekim uluslararası sermaye hareketinin oluşmasında döviz ve faiz arbitrajının birlikte varlığı, faiz oranlarının çekiciliğine göre daha teşvik edici bir faktör olabilmektedir.

3.2.1.4. Finansal Serbestleşme

Dünya ekonomileri 1970'li yılların ortalarında yaşadığı krizden, ulusal mal ve mali piyasalarını serbestleştirme, dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırma ve finansal serbestleştirme politikalarını uygulama yoluyla çıkmıştır.

3.2.1.4.1. Finansal Serbestleşmenin Kavramı

Kaminsky ve Schmukler'e (2003) göre finansal serbestleşme, bir ülkenin ödemeler dengesi sermaye hesabının, yurtiçi finans sektörünün ve menkul kıymetler borsasının deregüle edilmesi yani kuralsızlaştırılmasıdır.

Finansal serbestleşme kavramını iki şekilde anlamak mümkündür. Birincisi, devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılması ve ülkenin kendi iç piyasasında serbest piyasa koşullarının işlemlerini sağlamasıdır. Finansal serbestleşmenin diğer anlamı ise özellikle gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmesi ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmesidir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler 1980'li yılların başından itibaren mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla birçok reformlar yapmışlardır. Bu reform

politikalarını finansal serbestleşme politikaları olarak da adlandırabiliriz. Bu politikaları şöyle sıralayabiliriz: faiz oranlarının serbest bırakılması, zorunlu karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:3).

Sermaye hesabının serbestleşmesi girişimleri, sermaye giriş ve çıkışları üzerinde yapılan kontrollerin kaldırılmasını kapsamaktadır. Dolayısıyla tamamen serbest bir sermaye hesabı rejiminde faizler üzerinde herhangi bir kontrol bulunmamakta, faiz oranları piyasada serbestçe belirlenmektedir. Ayrıca bankalar ve özel sektör firmalarının yurtdışından borçlanmasına, ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden mevduat tutabilmesine, yabancı yatırımcıların ulusal menkul kıymet borsasına kota olmuş şirketlerin hisse senetlerini alıp satabilmesine, kar paylarını elde edebilmesine ve ülke dışına transfer edebilmesine sınırsız bir şekilde izin verilmektedir (Uçak, 2006:6-7).

Kısaca finansal serbestleşme, finansal sermayenin dünyanın neresinde en karlı yatırım olanakları bulursa, oraya hiçbir sınırlamayla karşılaşmadan girebilmesini ifade etmektedir. Faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırılması ya da önemli ölçüde azaltılması, finans piyasalarının konvertibiliteye sahip olmasının gerçekleştirilmesi, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması, yeni finansal araçların finans piyasalarındaki rollerinin artırılması finansal serbestleşme sürecinde ortaya çıkan temel kavramlar olmuştur (Gürbüz, 2006:7-8).

Finansal serbestleşme, ulusal finans piyasalarının sınırlarının ortadan kalkması, çeşitli kontrol ve sınırlandırmalardan arındırılan finans piyasalarının uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması ile uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonu ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarında rollerinin artması şeklinde ifade edilebilir (Durusoy, 2000:1).

Finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte oluşan dışa açılma süreci sonunda ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi yatırımları artırmaktadır. Bununla birlikte uluslararası sermaye hareketleri, yurtiçi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar ile birlikte meydana

gelebilecek riski de ortadan kaldırmakta ve dünyadaki kaynak dağılımının etkinliğini sağlamaktadır. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere doğru kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini artırmaktadır (Kula, 2003:142).

Tabii ki finansal serbestleşme sürecinin olumsuz etkileri de ortaya çıkabilmektedir. Örneğin; sermaye girişlerindeki aşırı artış yerli paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesine sebebiyet vermekte, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü düşürmekte ve ülke ekonomisini ithalata bağımlı hale getirmektedir. Bununla birlikte dış ticaret açıklarının artması, ülkenin cari işlem açıklarında artışa neden olmakta fakat ülkeye sermaye girişinin devam etmesi bir ödeme sorununun ortaya çıkmasına engel olmaktadır. Diğer taraftan piyasalar arası getiri farklılıklarından yararlanmak amacıyla uluslararası piyasalarda hareket eden yabancı sermaye, faiz oranının yüksek olmasını ve döviz kurunun değerinin artmasını gerektirdiğinden gerek iç gerekse dış dengelerin daha da bozulmasına sebep olmaktadır. Tabii bozulmaların etkisi dışa bağımlı büyüme ortamında, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin yitirilmesiyle hissedilir düzeylere ulaşmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:5).

Finansal serbestleşme sürecinin olumsuz sonuçlarından biri de gelişmekte olan ülkeleri daha fazla rezerv biriktirmeye yöneltmesidir. Nitekim döviz kurundaki değerlemeyi engelleyebilmek ve istikrarsız sermaye akımlarına karşı önlem almak amacıyla gelişmekte olan ülkeler giderek daha fazla rezerv tutar hale gelmiştir. Rezerv artışı ile parasal tabanda meydana gelen genişleme ve ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için merkez bankalarının sterilizasyona gitmeleri gerekmektedir. Bu ise bir yandan kamunun faiz yükünün artmasına sebep olurken, diğer taraftan kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması sonucu enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:6).

3.2.1.4.2. Finansal Serbestleşmeyi Hazırlayan Ortam ve Deregülasyon Süreci

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan bu dönemde gelişmiş ülkelerde hızlı bir ekonomik büyüme süreci yaşanmış, buna bağlı olarak bu ülkelerde refah düzeyinde artış sağlanmıştır. Bunun arkasında, 1929'dan itibaren uygulamaya

konulan talep genişletici Keynesyen politikaların uygulanması sayesinde üretimde verimliliğin artması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, Dünya Bankası'nca ve benzeri kuruluşlarca yapılan yardımlar ve Bretton Woods konferansında alınan kararlar çerçevesinde gelişmiş ülkelerde yapılan uluslararası kurumsal düzenlemeler bulunmaktadır (İnandım, 2005:8-9). Gelişmiş ülkelerde uygulanan bu politikalara, gelişmekte olan ülkeler kalkınmaya yönelik ithal ikameci politikalar ve korumacı politikalar ile eşlik etmişlerdir.

Ancak, Keynesyen politikalar 1970'li yılların başından itibaren, genişleme döneminin temelini oluşturan birikim tarzının tıkanması sonucu krize girmiştir (Gürbüz, 2006:8). Yani, hammadde fiyatlarının artması ve dolayısıyla kar oranlarının azalması, azalan kar oranlarının yatırımları ve büyüme oranlarını düşürmesi, kullanılan teknolojilerin emeğin verimliliğini artırma kapasitesinin düşmesi, 1971 yılında dolar-altın bağının koparılmasıyla birlikte Bretton Woods sisteminin çöküşü ve petrol krizi sonucu yaşanan stagflasyon ile birlikte krize girmiştir (İnandım, 2005:9). Yeldan (2002) yaşanan bu gelişmelere bağlı olarak, dünya kapitalizminin lider ülkelerinin büyüme hızlarında ciddi düşüşler yaşandığı, böylelikle kapitalizmin altın çağının iktisadi ve siyasi sınırlarına ulaştığını belirtmiştir.

Dünya ekonomisinin 1970'li yılların başında yaşadığı bu krizin en önemli nedenlerinden biri gelişmiş ülkelerdeki kar oranlarındaki yaşanan azalmadır. Kar oranlarında yaşanan azalma, Keynesyen Refah Devleti politikalarında önemli bir talep unsuru olan emeğe verilen reel ücretlerin göreceli yüksekliği ile bağlantılı olduğu kadar, petrol fiyatlarının yükselmesi sonucu üretimin artan maliyetlerine de bağlıdır (Akseki, 2004:28).

Krizden çıkışta yurtiçi efektif talebin uyarılması ve sermaye birikimine bu yolla hız kazandırılması bir yol olabilirdi. Fakat bu yöntem, emek gelir paylarını doğrudan artıracığı için, sermaye karlılığı açısından kabul edilir olmamaktaydı. Bunaldıktan çıkış yolu olarak geriye kalan tek seçenek sermayenin hızla finansal yatırım alanlarına çekilmesi ve uluslararasılaşması, yani yeni tipte bir uluslararası işbölümünün geliştirilmesi şeklinde olmuştur (Yeldan, 2002:3).

Bu süreç, Bretton Woods anlaşmasının ortaya koyduğu sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesi ile mümkün olmamıştır. Bu nedenle 1970'lerin başında

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte esnek döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sisteminin yerini almıştır. Böylelikle, sermayenin uluslararası dolaşımının tamamen serbestleşmesi önündeki engellerin ortadan kalkmasının yolu Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte açılmıştır (Gürbüz, 2006: 9).

Yukarıda belirtildiği gibi, 1929 dünya ekonomik krizinden düzenleme ve devlet müdahalelerine dayanan Keynesyen politikalar yardımıyla çıkmıştı. Ancak bu kez ekonomik krizin suçlusunun ekonomiye fazla müdahale eden kamu otoritesi olduğu sonucuna varılmış, krizin çözümü Keynesyen politikaların tam karşıt ucundaki liberal politikalarda aranmıştır. Krize karşı oluşturulan çözüm reçetesinin temel unsurları ulusal planda üretim ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda ise dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılması olmuştur. Buna bağlı olarak bu dönemde önem kazanan başlıca kavramlar serbestleşme, düzenlemeden vazgeçme (deregülasyon), piyasalara ağırlık verme, özelleştirme ve rekabeti ön plana taşıma olmuştur (İnsel ve Sungur, 2003:2).

Yaşanan bu krizin gelişmekte olan ülkelerde uygulanan politikalar üzerinde önemli etkileri olmuştur. Körfez ülkeleri başta olmak üzere, OPEC bölgesinde önemli miktarlarda cari işlemler hesabı fazlası oluşmuştur. Petrol ihraç eden ülkeler elde ettikleri bu cari işlemler hesabı fazlasının yarıya yakını Batı bankalarına yatırmış, paranın diğer yarısı ise OECD ülkelerinde yatırım, gelişmekte olan ülkelere borç verme veya uluslararası kuruluşlara aktarma biçimlerinde kullanılmıştır. Borç alma faiz oranlarının düşüklüğü ve gelişmekte olan ülkelerin ihraç mallarının görece fiyatlarının dünya piyasasındaki yüksek seviyesi bu ülkelerin borç alabilmesini teşvik eden unsurlar olmuşlardır (Akseki, 2004:28).

Öte yandan, 1980'lerin başında ABD'de kısa vadeli faiz oranlarının %20'lere çıkması, borçları sabit kalan gelişmekte olan ülkelerin faiz yükümlülüklerinin, 1975-1977 dönemindekine oranla üç katına çıkmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin ihracat piyasaları, ikinci petrol şokunun sebep olduğu dünya çapındaki durgunluk ve ABD'de uygulanan sıkı para ve maliye politikaları nedeniyle daralmıştır. Aynı zamanda, durgunluk nedeniyle dünyada hammadde fiyatlarının düşmesi, büyük oranda hammadde ihracatçısı olan gelişmekte olan ülkelerin gelirlerinde önemli bir azalmaya neden olmuştur. Bütün bu gelişmelerin, faiz yükümlülüklerinin önemli oranlarda yükseldiği bir döneme denk gelmesi, gelişmekte

olan ülkeleri borç ödeyemez hale getirmiş ve bir borç kriziyle karşı karşıya bırakmıştır (Gürbüz, 2006: 10).

Sonuçta, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk ve borç krizi, o döneme kadar uygulamada olan korumacı/müdahaleci politikaların gözden düşmesine neden olmuş, iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşler yaygınlık kazanmıştır. Finansal serbestleşme, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorluk çeken gelişmekte olan ülkeler için de geçerli çözüm olarak sunulmuştur. Yurtiçi finansal kaynakları artırmak ve durgunluktan çıkmak için finansal serbestleşme politikaları önerilmiştir. Yüksek düzeylerde seyreden dış ticaret ve kamu açıklarının finansmanının sağlanması, gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarının sağlanabilmesi için yurtiçi ve yurtdışı tasarruflara daha fazla ihtiyaç duyulması bu dönemde uluslararası alanda bu gelişmelerin yaşanmasının temel nedenleri olmuştur (Gürbüz, 2006:10-11).

Krizin çözüm reçetesinin temel taşlarından biri finans piyasalarının serbestleştirilmesidir. Ülkeler gelişmelerini ve ekonomik büyümelerini gerçekleştirebilmek için gelişmiş finans piyasalarına ihtiyaç duymaktadır. Finans piyasalarının da tasarrufları verimli alanlara, yatırımlara aktarabilmesi için finansal sistemin serbestleştirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, uluslararası finansal piyasalarda, 1980 sonrasında deregülasyon süreci yaşanmıştır. Deregülasyon düzenlemeden arındırma anlamını taşımaktadır. Yani devletin yetki ve düzenleme gücünden arındırılması ve finansal kurumların ve hizmetlerin çeşitlenmesi demektir. En genel anlamıyla deregülasyon, başta piyasalarda işlem yapmak üzere, ödünç verme ve borç alma düzeyinde gerçekleştirilen radikal bir değişiklik olarak nitelendirilebilmektedir. Ayrıca deregülasyon, uluslararası finans merkezlerinde ve bu merkezler arasında farklı finansal kuruluşların önüne işlem kısıtlamaları getirerek sistemi bozan tüm engellerin ortadan kaldırılmasıdır. Bu ortamda devletin yeni görevi piyasaları düzenlemek, gözetlemek ve denetlemektir (Altay, 2002:170-171).

Finansal serbestleşmenin krizin çözüm reçetesinin temel taşlarından biri olmasında, 1960'ların sonlarında, düşen kar oranları nedeniyle değersizleşen gelişmiş ülke sermayelerinin, yeni ve karlı yatırım alanlarına duyduğu gereksinim temel etken olmuştur. Karlılık sorunu, ulusal sınırlar içerisinde kapalı kalmış olan sermayenin hızla uluslararası pazarlara girmesine olanak sağlanmasıyla çözülmüştür.

Çözümüne yönelik politikalar uygulanarak sermayenin serbestçe uluslararası dolaşımı sağlanmış, finansal sermaye kendisine daha yüksek karlılık sağlayacak olan gelişmekte olan ülkelere doğru hızla yönelmeye başlamıştır (Gürbüz, 2006:12).

3.2.1.4.3. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Süreci

Dünya, 1970’li yılların sonunda yaşadığı krizin devletin ekonomiye çok fazla müdahale etmesi nedeniyle çıktığı sonucuna varmış ve gelişmiş ülkeler bu krizden liberal politikalar yardımıyla çıkmıştır. Serbest piyasa ekonomisi ve küreselleşme gelişmekte olan ülkeler açısından da geçerli politikalar olarak kabul edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan bu liberal politikalara göre yapılması gerekenler, kamunun ekonomiye müdahalesini en aza indirmek, mal ve hizmet piyasalarında serbestleşmeyi sağlamak, düzenlemeden vazgeçmek ve finansal serbestleşmeyi sağlamaktır. Türkiye ekonomisinde de bu liberal politikaların uygulanmasına 24 Ocak 1980 kararları ile başlanmıştır.

Türkiye ekonomisinde 1970’li yılların sonunda yaşanan ödemeler dengesi krizi ve borç krizinin ardından alınan 24 Ocak kararları ile birlikte, daha önce uygulanan iç pazara dönük ithal ikameci büyüme stratejisinden vazgeçilerek ihracata dayalı bir büyüme stratejisinin uygulanmasına başlanmıştır. Bu stratejiye uygun olarak ilk önce mal ve hizmet piyasalarını serbestleştirmeye yönelik, daha sonra ise finansal serbestleşmenin sağlanmasına yönelik politikalar uygulanmaya başlanmıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşme sürecini 1981-88/89 ve 1990 sonrası olarak iki evrede incelemek mümkündür. İlk evrenin temel özelliği, yüksek sübvansiyonlar, döviz kurunda devalüasyon sonrası esnek kur sistemi uygulamasına geçilmesi ve emek ücretlerinin baskı altına alınarak yurtiçi talebin daraltılması gibi yollarla ihracatın teşvik edilmesi ve dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesidir. İkinci evrenin temel özelliği ise, TL’nin konvertibl (yabancı paralar karşısında sınırsız değiştirilebilir) hale getirilmesi ve böylelikle sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla dış finansal serbestliğin sağlanmasıdır (Boratav ve Yeldan, 2001:5; Gürbüz, 2006:78). Bu bağlamda, Yeldan (2004) Türkiye ekonomisindeki 1981-1987 arası dönemi, ihracata dayalı büyüme stratejisine geçildiği, devletin ekonomiye müdahalesini azaltma amacıyla fiyat reformlarının yapıldığı, mal ticaretinin

serbestleştığı böylelikle yurtiçi finansal serbestleşmenin sağlandığı yıllar olarak tanımlamaktadır.

Ekonomideki 1980 dönüşümü ile birlikte ilk önce mal piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik politikalar uygulanmış ve ticaret kotalarının koruması altındaki ithalat serbestleştirilmiştir. Sanayi üretimi dolaylı teşvikler ve yüksek bir devalüasyon sonrasında esnekleştirilen döviz kuru ile birlikte ihracata yönlendirilmiştir (Yeldan, 2004:25).

Finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan yurtiçi finansal serbestleşmenin sağlanması amacıyla 1981 yılında faiz oranları üzerindeki devlet denetimi kaldırılmış, baskı altındaki mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilerek pozitif reel faiz oranı uygulaması geçerli kılınmıştır. Faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ile amaçlanan, tasarrufları finansal sisteme çekmek ve finansal kuruluşlar arasındaki rekabeti artırarak finansal derinleşmenin sağlanmasıdır (TCMB, 2002:12).

Finansal sistemdeki bu serbestleşme, 1982 yılında Banker krizi olarak adlandırılan krizin yaşanması ile birlikte kesintiye uğramıştır. Mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin hızla kaldırılması sonucu *Ponzi* finansmanı denilen yöntemi kullanan birçok banker ve küçük banka çok yüksek faiz oranları sunarak faiz yarışına girmişlerdir. 1982 yılında pek çok banker ve küçük banka taahhüt ettikleri ödemeleri yapamayarak iflas etmişlerdir (Boratav, 2005:151; Boratav ve Yeldan, 2001:5). Bu kriz sonucunda yeni düzenlemelere gidilmiş ve 1983 yılında Merkez Bankası'na mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi verilmiştir. 1988 yılında ise tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002:13).

24 Ocak kararları ile birlikte kambiyo denetiminden vazgeçilerek esnek kur politikası uygulamasına geçilmiş ve 1984 yılında döviz kuru rejimi büyük ölçüde serbestleştirilmiştir. Döviz piyasasında serbestleşmenin sağlanması sonucunda, ülkedeki yerleşik olan ve olmayan gerçek veya tüzel kişilerin döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde tuttıkları varlıklar konusundaki fiyat ve miktar kısıtlamaları kaldırılmıştır (Oksay, 2000:3). Bu uygulamayla sermaye dolaşımını kolaylaştırmak, sermaye kaçışını engellemek, yurtdışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferini artırmak amaçlanmıştır (TCMB, 2002:11).

Finansal serbestleşme sürecinde, Merkez Bankası'nın yeni yasal ve kurumsal düzenlemeler sayesinde para piyasalarında etkinliği ve ağırlığı artmıştır (Altay, 2002:177,180) ve Merkez Bankası bünyesinde çeşitli piyasalar kurulmuştur. 1986 yılında bankacılık sisteminin etkin çalışmasının sağlanması ve nakit yönetimi anlayışının gelişimine yardımcı olmak amacıyla Bankalararası Para Piyasası kurulmuştur. 1988 yılında Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuş ve günlük kur belirleme seanslarına başlanmıştır. Böylelikle döviz rezervlerinin daha etkin bir şekilde kullanılmasının sağlanması amaçlanmıştır. 1987 yılında TCMB, para arzını kontrol etmek için temel para politikası aracı olan açık piyasa işlemlerine başlamıştır. 1986 yılında Döviz Karşılığı Altın Piyasası kurulmuş ve çalışmaya başlamıştır (TCMB, 2002:15).

1982 yılında menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan biri olan Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. 1986 yılında ise, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete başlamıştır (TCMB, 2002:13). Yine, mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergilerin azaltılması ve yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamaların azaltılması bu dönemde yaşanan diğer gelişmelerdir (Oksay, 2000:3).

Ancak, 1987 yılından itibaren makroekonomik göstergelerde sağlanan düzelme yeniden bozulmaya başlamış ve yeni bir politika modelinin uygulanması gerekli olmuştur. Enflasyon yeniden güçlü bir şekilde yaşanmaya başlamış, kamu kesimi borçları önemli miktarlara ulaşmış, iç borç faiz yükünde önemli artış yaşanmış ve kamu açıklarının finansmanı için gerekli kaynağın sadece ulusal tasarruf fazlası ile yaratılamayacağı ortaya çıkmıştır. Uygulanacak yeni politika uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi şeklinde olmuştur (Yeldan, 2004:127; Akyüz ve Boratav, 2002:4).

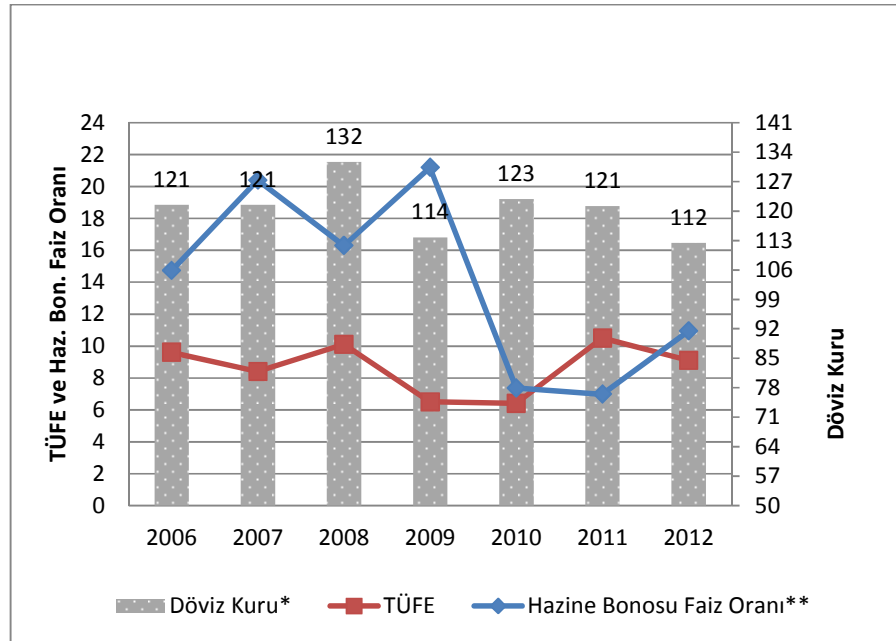
Bu çerçevede, 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararname ile yurtdışı finansal serbestleşmeye yönelik politikaların uygulanmasına başlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak kambiyo kontrolleri tamamen kaldırılmış, uluslararası finansal sermayenin Türkiye'ye giriş ve çıkışına konan her türlü kısıtlamalar kaldırılarak uluslararası sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır (Yeldan, 2004:127). Böylece ülkedeki yerleşik ve yerleşik olmayan gerçek ve tüzel kişiler için her türlü menkul

değerin ve borç senedinin alınıp satılması serbestleştirilmiş ve portföy yatırımlarında konvertibiliteye geçilmiştir (Oksay, 2000:3).

Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesinin ardından, uluslararası sermaye hareketlerinin de serbestleştirilerek yurtdışı finansal serbestleşmenin sağlanmasının sonrasında, Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllara tamamen dışa açık bir ekonomi olarak girmiştir (Yeldan, 2004:25).

3.2.1.5. Enflasyon Oranları, Döviz Kurları ve Faiz Oranları

Bir ülkede fiyatlar genel seviyesindeki hızlı artışlar yerli yatırımcıları olduğu kadar yabancı yatırımcıları da etkilemektedir. Çünkü hızlı enflasyon artışlarının yaşandığı ülkelerde bir belirsizlik ortamı oluşacağından geleceğe dönük tahminler yapmak da zorlaşmaktadır. Yatırım yapılan ülke para biriminin yabancı paralar karşısındaki değerinin tahmini uzun dönemde belirsizleşmektedir. Bu durum hammadde kaynakları yönünden dışa bağımlı ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Ayrıca bir ülkeye yatırım yapan yabancı yatırımcılar belirli dönemlerde elde ettikleri karı kendi paraları üzerinden ülkelerine transfer etmek istediklerinde de kazançlarında önemli düşüşler ortaya çıkmaktadır.



Şekil 3-2: Türkiye'de TÜFE, Faiz Oranları ve Kur

* TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)

** Bileşik Faiz Oranı

Kaynak: TCMB, 2012

Türkiye’de özellikle 2000 yılların ortalarından itibaren enflasyonun da tek hanelere yakın seyretmesine paralel olarak döviz kurunda ve faiz oranlarında beklenen düzelme ancak 2010 yılından itibaren gözlemlenebilmektedir. Hazine bonusu faiz oranları ve enflasyon arasındaki fark reel faiz getirisini artırarak yabancı yatırımcılar için rantabl bir imkan sunmakta iken 2010 yılından itibaren fark kapanmış hatta 2011 yılında reel getiri eksiye düşmüştür(bknz. şekil 3-2 sol eksen). Cari açığında etkisiyle döviz kurunda daha değişken ve istikrarsız bir trend görülmektedir(Bkz:, şekil 3-2 sağ eksen).

Uluslararası yatırımcılar için önemli bir diğer konu ise yatırım yapılan ülkede para biriminin yurtdışı piyasalarda işlem görmekte olan paralarla konvertibl olmasıdır. Yabancı yatırımcılar yatırım yapmış oldukları ülkedeki yatırımlardan elde ettikleri kazançları kendi ülkelerine transfer etmek isteyeceklerinden ulusal para birimi uluslararası piyasalarda işlem gören para birimleri ile konvertibl olmayan ülkelerde yatırım yapmaktan kaçınmaktadır. Ulusal paranın konvertibilitesi yanında ülkelerdeki yasal düzenlemeler ile döviz cinsinden kredi ve faizlerin elde edilmesi ve geri ödenmesine sınırlamalar getirilmesi, kar transferlerinde ve projelerde uluslararası sermaye miktarının ve kardan ayrılacak ihtiyatların kısıtlanması şeklinde uygulanan kambiyo kontrolleri de uluslar arası yatırımcıların karşılaştıkları önemli ve uluslararası yatırımı caydırıcı diğer etkenlerdir (Açıkgöz, 2006:15).

Faiz oranlarındaki değişimler de yatırım yapılan ülke seçiminde etkili olmaktadır. Çünkü uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeden diğerine geçişinin sağlanması için sermayedarların ülkelerinde elde ettiklerinden daha yüksek getiri ve daha düşük risk düzeyine sahip ülkelerin bulunması gerekmektedir.

3.2.1.6. Özelleştirme Çalışmaları Satın Alma ve Birleşmeler

Gerçekleştirilen özelleştirme faaliyetleri uluslararası sermaye hareketlerinin az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yolla devlet kontrolünde bulunan alanlar yabancı yatırımcıların yatırım yapması için uygun hale getirilmekte ve uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal piyasalara çekilmesi sağlanmaktadır. Dünyada özellikle portföy yatırımları yoluyla özelleştirme faaliyetlerinin sürdürüldüğü bilinmektedir.

Kamu sektörü yoğunluğu yüksek olan ülkelerde özelleştirmeler yabancı yatırımcılar için ilgi çekici yatırım alanlarındandır. Özellikle az gelişmiş ve

gelişmekte olan ülkeler iç ticaret hacmini artırmak ve döviz girdisi sağlamak amacıyla özelleştirme faaliyetlerini kullanmaya çalışmaktadırlar.

Tablo 3-4'te dünyada 2000-2007 yılları arasında sektörler düzeyinde gerçekleştirilen özelleştirme faaliyetleri gösterilmektedir.

Tablo 26 Dünyada Yıllar ve Sektörler İtibariyle Özelleştirme Faaliyetleri (Milyon \$)

Sektörler	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enerji	9.311	1.818	887	1.662	10.897	2.201	19.939	18.351
Finans	5.405	3.808	942	6.586	5.905	15.542	48.932	34.100
Altyapı	20.991	8.512	11.788	6.421	13.617	24.736	23.124	11.251
İmalat ve Servis	2.870	1.483	1.507	4.317	2.012	10.142	9.941	10.372
Madencilik	456	679	432	608	1.140	433	2.935	66
Diğer	2	4	3	6	-	-	-	-
Toplam	39.035	16.304	15.559	19.600	33.571	53.054	104.871	74.140

Kaynak: Dünya Bankası

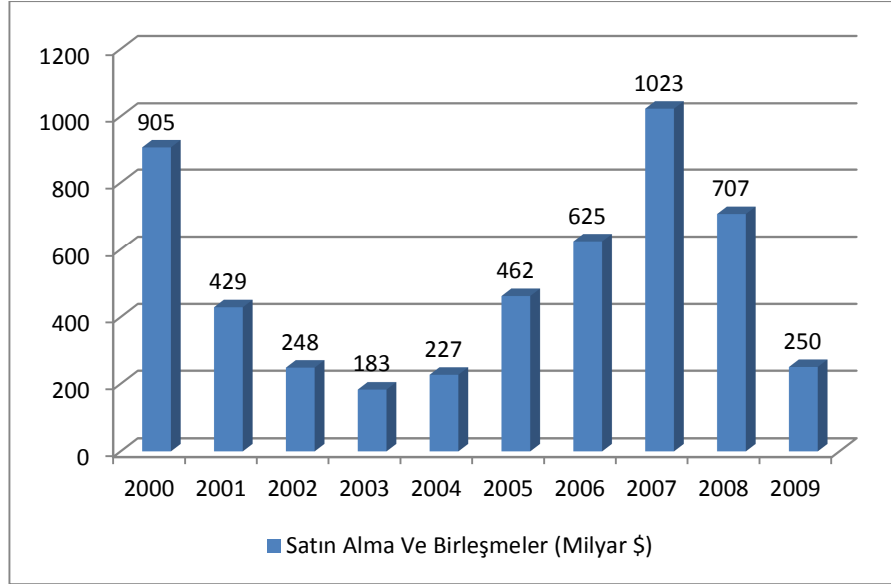
Tablo 3-4'teki veriler incelendiğinde özelleştirme faaliyetlerinde 2006 yılında hızlı bir artış yaşandığı ve bir önceki yıla göre özelleştirme tutarının %100 arttığı görülmektedir. Ayrıca sektörler arasında bir değerlendirme yapıldığında ise, özellikle finansal piyasalardaki özelleştirme faaliyetlerindeki artış dikkat çekicidir. Nitekim 2000 yılında yaklaşık beş milyar \$ olan özelleştirme tutarı, 2006 yılına gelindiğinde yaklaşık 10 kat artarak 50 milyar \$'a yaklaşmıştır. Bu durum uluslararası sermaye hareketlerinin söz konusu ülkelere yönelmesinde özelleştirme faaliyetlerinin etkilerini açıkça ortaya koymaktadır. Fakat şunu da ifade etmek gerekir ki, 2007 yılında özelleştirme faaliyetlerinde bir yavaşlama olmuştur ve bir önceki yıla nazaran %25'lik düşüş yaşanmıştır.

Tablo 27 Son 20 yılın Dünya Çapında En Büyük Satın Alma ve Birleşme İşlemleri

Sıralama	Yıl	Alıcı	Satıcı	İşlem Değeri (Milyon \$)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202.8
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164.7
3	2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	107.6
4	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98.2
5	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89.2
6	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78.9
7	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	76.0
8	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	74.6
9	2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	72.7
10	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	72.6

Kaynak: (IMAA, 2011)

Gelişmiş ülkelerde kamu sektörünün azlığı sebebiyle, daha çok satın alma ve birleşme işlemleri dikkat çekmektedir. Tablo 3-5’de 1990’lardan sonra dünya çapında en yüksek hacimli satın alma ve birleşme faaliyetlerinin sıralaması yer almaktadır. İşlem hacimlerinin büyüklüğü meydana gelebilecek sermaye akımlarının düzeyi hakkında da fikir vermektedir.



Şekil 3-3: Uluslararası Satın Alma ve Birleşme Değerleri

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2006, 2007, 2008 Deloitte, Türkiye Satın Alma ve Birleşmeler Raporu 2008, 2009, 2010, 2011’den derlenmiştir.

Şekil 3-3’te Uluslararası satın alma ve birleşme işlemleri sonucu ortaya çıkan toplam hacim görülmektedir. 2000 yılından sonra %50’de fazla oranda sert bir düşüş gösteren satın alma ve birleşme işlemleri sonraki iki yıl da düşüş trendini devam ettirmiştir. 2003 yılı sonrası hızla yükselen işlem hacmi 2007 yılında zirve yapmış ve sonrasında tekrar düşüşe geçmiştir. Elbette bu son düşüşte küresel krizin oluşturduğu istikrarsız ortam da etkili olmuştur.

Tablo 28: Türkiye’de Satın Alma ve Birleşme Verileri

	2007	2008	2009	2010*	2011
İşlem Sayısı	160	169	101	203	241
İşlem Değeri (Milyar \$)	19,3	16,2	5,2	29	15
Özelleştirmeler (Milyar \$)	2,3	5,2	1,2	14,6	1
Özelleştirmelerin Payı %	12	32	23	50	7
Yabancı Yatırımcıların Payı %	70	85	43	36	74
Finansal Yatırımcıların Payı %	13	30	13	3	8
Ortalama İşlem Değeri** (milyon \$)	120	100	51	140	62
En Büyük 10 İşlemin Toplam Değer İçindeki Payı %	60	69	44	69	56

Not: Değeri gizli işlemler tahmini olarak yansıtılmıştır.

** En büyük 10 işlem hariç 2010 ortalaması 45 milyon \$, 2011 ortalaması 28 milyon \$ değerindedir

Kaynak: Deloitte, 2012: 2

Tablo 3-6'da Türkiye'de son 5 yılda gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemleri yer almaktadır. 2009 yılındaki düşüş haricinde son beş yılda istikrarlı bir şekilde artan satın alma ve birleşme süreci görülmektedir. Ortalama işlem değerleri ve en büyük 10 işlemin toplam değerleri dikkate alındığında 2009 ve 2011 yıllarında daha çok KOBİ düzeyinde işletmelerin satın alınması ve birleşmesinin yoğun olarak yaşandığı söylenebilir. Bu durum tablo 30'da da açıkça görülmektedir ki 2009 yılının en büyük işlemi diğer yılların en küçük işleminin altında bir değerdir.

Tablo 29: Türkiye'de Gerçekleştirilen Bazı Özelleştirme, Satın Alma ve Birleşmeler

	Kuruluş	Sektör	Alıcı Kuruluş	Değeri (Milyon \$)
2005	Türk Telekom	Telekom	Saudi Oger (S. Arabistan)	6.500
2005	Telsim	Telekom	Vodafone (İngiltere)	4.500
2005	Turkcell	Telekom	Alfa Telefom (Rusya)	1.600
2005	Dışbank	Bankacılık	Fortis (Belçika)	1.280
2006	Akbank	Bankacılık	Citi Group (ABD)	3.100
2006	Petrol Ofisi	Petrokimya	OMV (Avustralya)	1.100
2007	Oyakbank	Bankacılık	ING (Hollanda)	2.700
2007	Petkim	Petrokimya	Transcentral Asia (Rusya-Kazakistan)	2.100
2008	Migros Türk	Perakende	BC Partners (İngiltere)	3.100
2008	Tekel Sigara	Tütün	British American Tobacco (İngiltere)	1.720
2008	Başkent Elektrik	Elektrik	EnerjiSA - Verbund (Avusturya)	1.225
2008	Finansbank	Bankacılık	National Bank of Greece (Yunanistan)	697,2
2008	Sakarya Elektrik	Elektrik	AkCez Consortium (Çek Cumh.)	600
2009	Türkşeker	Gıda	Ak-Can Şeker	606
2009	Osmangazi Elektrik	Elektrik	ETİ Gümüş	485
2009	Yeşilirmak Elektrik	Elektrik	Çalık Enerji	441,5
2010	Garanti Bankası	Bankacılık	Banco Bilbao (İspanya)	5.838
2010	Boğaziçi Elektrik	Elektrik	İşkaya İnşaat	3.052
2010	Toroslar Elektrik	Elektrik	Yıldızlar SSS Holding	2.112
2010	Gediz Elektrik	Elektrik	İşkaya İnşaat-MMEKA	1.960
2010	İstanbul EDAŞ	Elektrik	MMEKA	1.813
2010	Fortis Bank	Bankacılık	TEB	1.645
2010	Petrol Ofisi	Petrokimya	OMV Avusturya	1.352
2010	Başkent Doğalgaz	Enerji	MMEKA	1.211
2010	Akdeniz EDAŞ	Elektrik	Park Hold.	1.165
2010	Uludağ EDAŞ	Elektrik	Limak	940
2011	Genel Enerji	Enerji	Vallares (İngiltere)	2.100
2011	Mey İçki	Gıda	Diageo (İngiltere)	2.096
2011	Acıbadem	Sağlık	Integrated Healthcare (Malezya)	1.260
2011	İDO	Ulaştırma	Tepe-Akfen-Souter-Sera	861

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2006, 2007, 2008 Deloitte, Türkiye Satın Alma ve Birleşmeler Raporu 2008, 2009, 2010, 2011'den derlenmiştir.

Tablo 3-7'deki veriler incelendiğinde; 2005 ve 2010 yılları, yabancı sermayenin ülkemizde yatırımlarında zirve yaptığı dönemlerdir. Özellikle Türk Telekom'un özelleştirilmesi, Dünya Bankası verileri incelendiğinde söz konusu yıllarda yapılan en büyük özelleştirme olarak kayıtlara geçmiştir. Ayrıca Sektörel açıdan bakıldığında ise, bu yapı içerisinde en büyük payı Telekom sektörünün aldığı da açıkça görülmektedir.

3.2.2. Sermaye İhraççısı Ükelere Ait Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerine neden olan faktörlerden ikincisi, sermaye ihraç eden ülkelere ait faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik ve siyasi durgunluk ile düşük faiz oranları gibi nedenler sermaye ihraççısı ülkelere ait faktörlere örnek verilebilir.

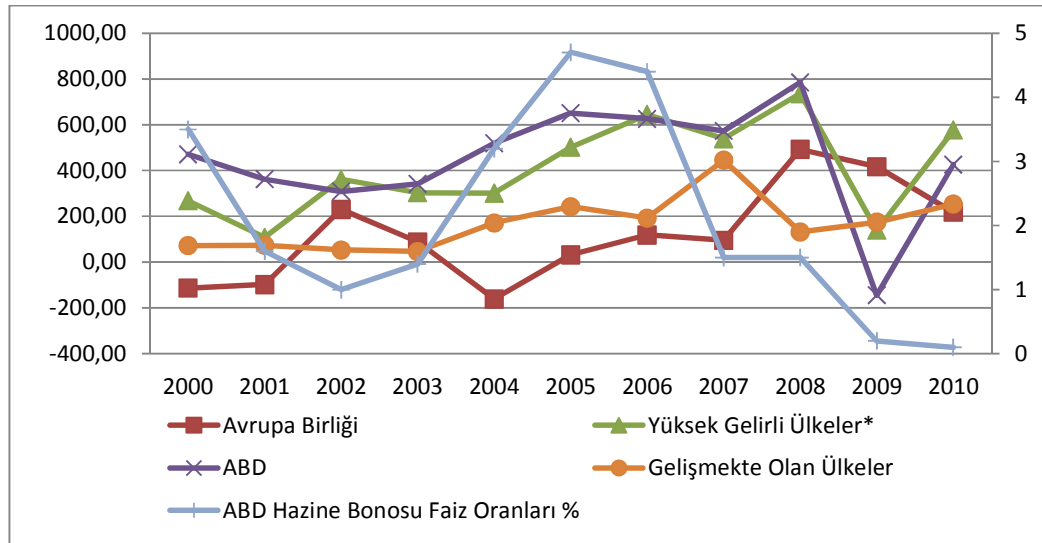
3.2.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ükelerdeki Ekonomik Gelişmeler

Gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışları çoğunlukla, bu ülke ekonomilerinde belli dönemlerde meydana gelen çeşitli değişikliklerin varlık getirileri üzerinde yarattığı geçici baskıya bir tepki olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin; Japonya'da yaşanan durgunlukla varlık fiyatlarının aşırı düşmesi, İngiltere'de Sterlinin Eylül 1992'de Döviz Kuru Mekanizması'nın dışına çıkması ve beraberinde faiz oranlarının düşmesi ile birlikte daha fazla getiri elde etmek isteyen sermaye bu ülkeleri terk etmiştir (İnandım, 2005:20). Özellikle 1990'ların baslarında dünya faiz oranlarında belirgin düşüşler yaşanmıştır ve söz konusu düşüşler yeni dönem sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili olmuştur. Özellikle Amerikan hazine bonusu faiz oranlarındaki belirgin düşüşler daha yüksek getiri arayışındaki sermayeyi diğer ülke piyasalarına yönlendirmiştir. Türkiye İstatistik Kurumunun veri tabanından yararlanılarak hazırlanan Tablo 2'deki verileri tekrar incelediğimizde Amerikan hazine bonusu faiz oranlarının 2003 yılında %1 gibi tarihi bir seviyeye gerilediğini görmemiz de mümkündür.

Özellikle Amerikan hazine bonusu faiz oranlarındaki değişimin uluslararası sermayenin dünyaya dağılımında önemli bir etkiye sahip olduğu yapılan çeşitli

araştırmalarla da belirlenmiştir (Yalçınar, 2008:113). Örneğin; Latin Amerika ülkelerine yönelen uluslararası sermaye hareketleri bu bölgenin ve bölge ülkelerinin dışında meydana gelen gelişmelerden daha fazla etkilenmekte, özellikle Amerika'daki faiz oranlarının düşmesi ve yaşanan ekonomik durgunluk gibi önemli değişkenler bölgeye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamaktadır. Orta gelir grubu ülkeler üzerinde yapılan araştırmada ise, portföy sermaye hareketlerini yönlendiren temel gücün pek çok ülkede uluslararası faiz oranları olduğu, ülkeye özgü faktörlerin ikincil derecede öneme sahip olduğu görünmüştür.

Şekil 3-4'de 1997-2007 yılları arasında, uluslararası sermaye hareketlerinin dünyadaki dağılımı ile ABD Hazine Bonosu faiz oranları arasındaki ilişki ele alınmıştır.



Şekil 3-4: Dünyadaki Uluslararası Sermaye Hareketleri (Milyar \$)-ABD Merkez Bankası Hazine Bonosu Faiz Oranları İlişkisi

* Kişibaşı geliri 12600\$ ve üzeri olan ülkeler

Kaynak: International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook and data files.

Şekil 3-4 incelendiğinde; söz konusu dönemde ABD hazine bonosu faiz oranlarının 2000 yılında yaklaşık %6 ile en yüksek seviyesine ulaştığı, 2003 yılında ise yaklaşık %1 ile en düşük seviyesini gördüğünü söylemek mümkündür.

ABD açısından değerlendirildiğinde faiz oranlarının düştüğü 1998, 2001 ve 2007 yıllarında, ülkedeki sermaye hareketlerinde de bir düşüş yaşanmıştır. Fakat 2002-2004 yılları arasındaki dönemde düşük faiz oranı karşısında sermaye hareketleri seviyesini korumuştur. Bununla birlikte 2000, 2005 ve 2006 yıllarında faiz oranlarındaki yükselişle birlikte sermaye hareketlerinde de artışlar yaşanmıştır.

Bu durum, ABD’de faiz oranlarındaki düşüş dönemlerinde sermaye hareketlerin azaldığı ve yükseldiği dönemlerde ise arttığı açık bir ifadesidir.

ABD hazine bonusu faiz oranları ile Avrupa Bölgesinde gerçekleşen sermaye hareketleri arasında bir ilişki olduğunu söylememiz mümkün görünmemektedir. Sadece 2007 yılında faiz oranındaki düşüşle birlikte Avrupa bölgesindeki sermaye hareketlerinde bir artış olduğu dikkat çekicidir. Fakat bu durumun tamamen faiz oranlarındaki düşüşten kaynaklandığını söylemek de pek mantıklı olmayacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde ise, ABD hazine bonosunu faizlerindeki düşüş sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesini sağlamıştır. Çünkü 1998, 2002, 2003 ve 2007 yıllarında ABD hazine bonusu faizlerindeki düşüş, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerini artırmış, 2000, 2005 ve 2006 yıllarında ise ABD hazine bonusu faizlerindeki yükseliş, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin, ABD’deki faiz oranlarının değişiminden etkilendiğini açık bir biçimde ortaya koymaktadır.

Kaynak fazlası bulunan ülkelerdeki ekonomik gelişmelere bir diğer unsur olan tasarruf miktarlarını da ekleyebiliriz. Nitekim son yıllarda özellikle kamu kesimi tasarruflarında bir azalış, özel kesim tasarruflarında ise bir artış gözlenmektedir. Kamu kesiminde tasarrufların düşmesindeki en büyük etken bütçe açıklarıdır. Böyle zamanlarda tasarruflarda meydana gelen düşüş faiz oranlarını artırmış, dolaylı olarak da sermayenin fiyatında artış söz konusu olmuştur (Yalçiner, 2001:29).

Dünya tasarruf oranlarının genel görünümünde 2000’li yıllarda önemli değişimler yaşanmıştır. Özellikle petrol üreten ve ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarının yükselmesi, hammadde ihraç eden ülkelerin ise hammadde fiyatlarının yükselmesi nedeniyle, bu ülkelerin büyük miktarlarda cari işlemler fazlası verdiği görünmektedir. Öncelikle daha önceki yıllarda uluslararası piyasalara ihraç edilen tahvillerin geri çağırılması ve diğer tür dış borç ödemesinde kullanılan bu kaynaklar; bir süre sonra uluslararası likiditeyi artıran, sermaye hareketine katkı sağlayan bir yapıya bürünmüştür (Yalçiner, 2008:115). Bu gelişmeler tüm dünyada olmasa bile belirli ülkelerde tasarruf eğiliminin ve uluslar arası likiditenin artmasına ve kaynak kullanmak isteyenler açısından kullanım maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır.

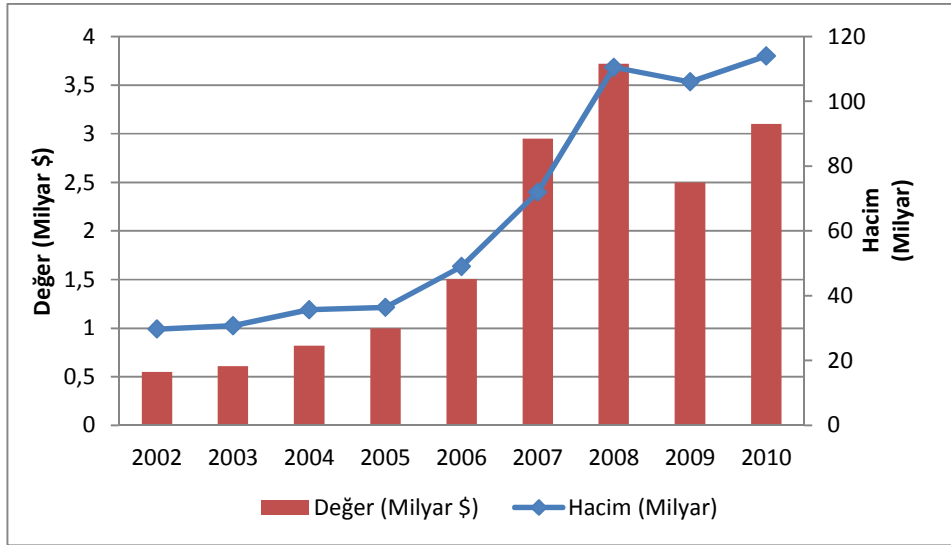
3.2.2.2. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış

Dünyada finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte yatırımların yönü ve boyutu önemli ölçüde değişmiştir. Sermaye piyasalarına giriş kolaylaşmış, yatırım yapılan finansal ürünlerde çeşitlilik artmıştır. Finans piyasalarına sunulan gelişmekte olan ülke firmalarıyla ilgili yeni finansal araçlar, bu piyasalara yönelen uluslararası sermaye hareketlerini artırmıştır.

Söz konusu finansal araçlar arasında ilk sırayı müşterek fonlar (mutual funds) almaktadır. Birçok ülkenin menkul kıymetleriyle çeşitlendirilerek oluşturulan müşterek fonlar aracılığıyla; bireysel olarak yatırım yapmanın yatırımcıya yüklediği maliyetler ortadan kalmakta, söz konusu fonlara ulaşılması kolay olmakta ve işlem maliyetleri düşmektedir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların girişinin yasak olduğu piyasalarda yatırım yapma imkânı da ortaya çıkmaktadır. Müşterek fonlar, yatırım yaptıkları alanlar itibariyle farklı şekillerde isimlendirilmektedir (Yalçınar, 2001:119). Müşterek fonları; piyasa farkı gözetilmeksizin tüm dünyada yatırım yapma imkanı sunan global fonlar, belirli bir bölgede bulunan gelişmekte olan piyasalara yatırım yapma imkanı sunan bölgesel fonlar ve bir ülkedeki çok sayıda firmaya yatırım yapma imkanı sağlayan ülke fonları şeklinde isimlendirmemiz mümkündür.

Yatırımcıların uluslararası piyasalara yatırım yapmasını teşvik eden finansal araçlardan bir diğeri ise, depo sertifikalarıdır. Depo sertifikaları, gelişmekte olan ülke piyasalarında faaliyet gösteren firmaların, uluslararası sermaye piyasalarına girmesini sağlayan ve gelişmekte olan ülke piyasalarında yatırım yapmak isteyen yatırımcıların yatırım yapmasını kolaylaştıran yatırım araçlarıdır. Depo sertifikaları, depocu bir banka tarafından başka bir kuruluşun hisse senetlerini temsilen çıkarılan sertifikalardır. Depo sertifikaları farklı piyasalara kote ettirilebilir. Örneğin makbuzlar ABD hisse senedi piyasasında işlem görüyorsa ADR, farklı uluslararası piyasalara es zamanlı olarak ihraç ediliyorsa GDR, İngiltere ve diğer Avrupa piyasalarına yönelikse EDR, Avrupa piyasalarına yönelikse CDR ve ABD doları dışındaki diğer yabancı para birimleri cinsinden, Euro veya diğer ABD dışı piyasalara yönelik olarak ihraç ediliyorsa IDR olarak isimlendirilir.

Şekil 23'te yıllar itibariyle gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören depo sertifikalarının değeri ve hacmi ile ilgili veriler yer almaktadır.



Şekil 3-5: Yıllar İtibariyle Depo Sertifikalarının Ticareti

Kaynak: BNY Mellon, 2011:4 (BNY MELLON, 2011:4)

Şekil 3-5'teki veriler incelendiğinde depo sertifikalarının değerinde 2002 yılından sonra bir yükseliş başlamış ve 2008 sonuna dek bu yükseliş artarak devam etmiş ve yaklaşık 4,5 trilyon \$ seviyesine yaklaşmıştır. Aynı şekilde 2002 yılından itibaren piyasalarda işlem gören depo sertifikalarının hacminde de artış gözlemlenmiş ve 2008 yılı itibariyle depo sertifikalarının hacmi yaklaşık 140 milyar seviyesine ulaşmıştır.

1950'li yıllarda kullanılmaya başlanan ve özellikle 2000'li yıllarda popülaritesi artan yatırım araçlarından biri de korunma fonları (hedges funds)'dır. Korunma fonları, kurumsal yatırımcılardan toplanan fonları yüksek getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel bir yatırım fonudur (Chambers, 2008:5). Diğer fonlarla kıyaslandığında korunma fonları bir gösterge endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiriye odaklanmıştır. Bu amaçla bu fonlarda daha yüksek getiri için daha yüksek riskler alınmaktadır. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve borçlanma yoluyla pozisyon alınması yoluna gidilmektedir.

Finansal ürün çeşitliliğinde artış sağlayan diğer araçları ise aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz⁸:

⁸ (TSPAKB, 2006a,2006b, 2008)' dan derlenmiştir.

- Finansal Ortaklıklar
- Girişim Sermayesi Yatırımları
- Özel Sermaye Yatırımları
- Kredi Türevleri
- Kredi Takas Sözleşmeleri
- Teminatlı Borçlanma Araçları
- Warrantlar
- Yapılandırılmış Menkul Kıymetler
- Anapara Korumalı Tahviller
- Krediye Bağlı Tahviller
- Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Tahviller
- Emtiaya Bağlı Tahviller
- Faiz Oranına Bağlı Tahviller
- Hisse Senedine Bağlı Tahviller
- Fark Kontratları

Ayrıca finansal ürün çeşitliliği ile birlikte firmalar kaynak sıkıntısını gidermek için uluslararası piyasalardan fon temini yoluna gitmekte, ülkeye yapılan yatırımları özendirme amacıyla konulan vergi avantajlarından yatırımcılar yararlanarak elde ettikleri getiri düzeyini artırmakta ve yatırımcılar tarafından risklerin çeşitlendirilerek azaltılması yoluna da gidilmektedir.

3.2.2.3. Bilgi İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler

Gün geçtikçe teknolojinin sunduğu olanaklar daha da artmaktadır. Bu durum teknoloji transferi sağlayan ülkelere avantaj sağladığı gibi sermaye ihraç eden ülkelere ya da diğer bir deyişle sermaye ihraç eden uluslararası yatırımcılara da büyük avantajlar sağlamaktadır. Piyasaların birbirine entegre olması ile birlikte yatırımcılar aynı gün içinde farklı zamanlarda ve farklı mekânlarda yatırımlarına yön verebilmektedir. Neredeyse günün 24 saati yatırım yapılabilmektedir. Avrupa, Amerika ve Uzakdoğu piyasaları bu entegrasyona verilecek en iyi örnektir.

Bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte yatırım yapabilmek için katlanılan işlem maliyetleri de azalmıştır. Örneğin, bir hisse senedi alım-satım işlemini bankadan yaptırmak için belli bir çaba ve masraf gerekmesine rağmen

internet üzerinden çok daha kısa sürede ve çok düşük masraflarla bu işlemi gerçekleştirmemiz mümkündür.

3.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Dünyada kıt kaynakların daha fazla ülke tarafından paylaşılması, ülkeleri bu kaynaklara ulaşma yollarının araştırılmasına yöneltmiştir. Nitekim üretim faktörlerinden biri olan sermaye faktörü de bu kıt kaynaklar içerisinde yer alan, uygun koşullar arayan, çok sık yer değiştirebilen kıt kaynaklardan biridir ve gün geçtikçe önem kazanmaya devam etmektedir.

Geçmişten günümüze uluslararası sermayeye duyulan ihtiyaç düzeyi boyut değiştirmeye başlamıştır. Örneğin, geçmişte uluslar arası sermaye; ülkelerin sermaye açıklarını kapatmak, üretimi artırmak, işsizlik problemine çözüm bulmak, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz işgücü ve taşıma giderlerinden tasarruf sağlamak, düşük vergi avantajlarından yararlanmak, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini genişletmek gibi nedenlerle cazip bulunmaktaydı. Fakat günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinden beklentiler artmıştır (Oskay, 2000:4). Bu faktörlere ülke içerisinde sağlıklı bir rekabet ortamı oluşturmak, ülkenin teknoloji düzeyini geliştirmek, gelişmiş ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak gibi farklılıklar eklenmiştir.

Globalleşme süreciyle birlikte gelişmiş ülkeler arasında ve gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinde bir artış meydana gelmektedir. Belirli dönemlerde mali piyasalarda ortaya çıkan krizler, bu etkinin düzeyinin sorgulanmasını gündeme getirmiştir. Nitekim bir ülkede başlayan kriz diğer piyasalara da sıçramakta ve ekonomik yapıda genel bir durgunluk ortaya çıkmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini, reel ekonomi üzerindeki etkileri, sermaye piyasası üzerindeki etkileri şeklinde iki ayrı kategoride incelememiz mümkündür.

3.3.1. Reel Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerini iki açıdan değerlendirebiliriz. Birincisi, sermaye girişlerinin ekonominin fiziki

büyüklikleri ve reel gelişimi üzerindeki etkileri diğeri ise sermaye girişlerinin finansal alanda oluşturacağı etkileşim ağı ve bunun olası sonuçlarıdır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:31).

Dışa kapalı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin etkisi dışa açık ekonomilere göre daha farklıdır. Dışa kapalı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin ekonominin fiziki büyüklüklerinde oluşturduğu etki ön plandadır. Serbestleşme sürecinin tamamlandığı, piyasalardaki denetimlerin kaldırıldığı ve serbest kur sisteminin uygulandığı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin reel etkileri yanında finansal etkileri de yer almaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri ile birlikte kaynak dağılımı genişlemekte ve yatırım oranı artmaktadır. Ekonominin büyüme hızı ulusal tasarruflarla sürdürülen büyüme hızından daha fazla artmaktadır. Oluşan artış hiç kuskusuz istihdam, gelir artısını beraberinde getirmekte ve ulusal refah düzeyine olumlu katkılar sağlamaktadır. Diğer yandan, oluşan kaynak girişi ile elde edilen kaynak fazlasıyla ihracat kazancının üzerinde bir ithalat hacminin sürdürülmesi olanaklı hale gelmektedir. Bu bir yandan yatırım malı kullanımını ve kapasite artısını, diğer yandan ise tüketim harcamalarının yeniden düzenlenmesini mümkün kılmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:32).

Uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerinin ikinci boyutunu oluşturan finansal etkileri içerisinde hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynağı sağlanması önde gelmektedir. Sermaye ithalatçısı ülke bakımından portföy yatırımları uzun vadeli ve ucuz bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim yabancı sermaye ile birlikte ülkeye gelen sermaye, yatırımlardan elde edilen karların tekrar yatırıma dönüştürülmesi ile birlikte gittiği ülkenin sermaye birikimini artırmaktadır. Getirilen sermayenin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkide bulunur. Yabancı sermaye ile birlikte ekonominin dinamizmi artar, oluşan tekelci yapı bozulur ve fiyat düşüşleri sağlanır (Varış ve ark., 1994:28). Ayrıca ortaya çıkan istihdam olanakları ile işsizlik sorununun çözümü sağlanır.

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle bulunduğu ülkeden ayrılması ise ülkedeki sermaye stoklarının azalmasına, ödemeler dengesinin bozulmasına yol açar. Ekonomi üzerinde yaratılan dinamizmden, rekabetçi ortamın avantajlarından yararlanılamaz ve dolaylı olarak istihdam üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkar.

3.3.2. Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde canlandırıcı etkisi bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla yararlanmak isteyen ülkeler, ekonomik gelişme düzeyini artırmak amacıyla yapısal reformlara hız vererek uygulanan özelleştirme politikalarıyla birlikte finansal piyasalardaki sermaye hareketlerinde gözle görülür artışlar yaşanmıştır. Uluslararası piyasalardan yerel piyasalara doğru gerçekleşen sermaye hareketleri sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlamıştır. Hisse fiyatlarındaki artışlarla birlikte yabancı yatırımcıların yerel piyasalardaki etkinliği artmıştır.

Hisse senedi fiyatlarındaki artışların başlıca nedeni uluslararası yatırımcılardır. Çünkü uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Tabii ki bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları ya da piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir (Varış ve ark.,1994:30).

3.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ

Son yıllarda meydana gelen finansal serbestleşme süreci ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinde gözle görülür bir artış yaşanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen bu artışı Dünya ve Türkiye açısından değerlendirebiliriz.

3.4.1. Küresel Sermaye Hareketlerinin Hacmi

Tablo 31’de 2003-2010 yılları arası belli başlı gelişmiş ülkeler ve bölgeler ile gelişmekte olan ülkelere yönelen net uluslararası sermaye hareketlerinin gelişimi aktarılmıştır.

Tablo 30 Uluslararası Sermaye Hareketleri (Net, Milyar \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER								
Portföy Yatırımları	-0,84	14,86	32,05	-45,17	81,09	-66,07	98,83	197,54
Doğrudan Yatırımlar	146,57	187,79	291,51	303,63	441,43	467,02	310,6	324,77
Diğer Y. Yatırımlar*	22,15	38,74	-0,11	44,07	192,59	-155,32	-141,98	-40,05
ORTA VE BATI AVRUPA								
Portföy Yatırımları	5,14	15,67	20,8	0,78	-4,13	-10,1	9,21	27,02
Doğrudan Yatırımlar	14,56	30,62	37,8	64,11	74,76	66,43	29,28	21,53
Diğer Y. Yatırımlar*	19,4	3,4	43,49	52,58	111,94	96,82	-11,93	30,91
BAĞIMSIZ DEVLETLER TOPLULUĞU								
Portföy Yatırımları	2,04	4,67	3,91	4,86	19,47	-31,48	-9,54	10,38
Doğrudan Yatırımlar	5,44	13,2	11,68	21,34	28,3	50,57	16,71	7,62
Diğer Y. Yatırımlar*	13,43	-12,31	13,55	25,45	81,42	-116,99	-69,85	-43,91
GELİŞMEKTE OLAN ASYA ÜLKELERİ								
Portföy Yatırımları	22,12	39,25	16,65	-44,46	68,71	20,86	58,16	92,7
Doğrudan Yatırımlar	58,51	68,33	131,94	131,6	175,36	161,79	102,87	159,33
Diğer Y. Yatırımlar*	-1,22	55,6	-19,35	7,74	-31,62	-103,12	35,03	67,5
LATİN AMERİKA VE KARAYİPLER								
Portföy Yatırımları	-12,46	-23,13	3,12	16,56	40,24	-11,96	35,48	70,82
Doğrudan Yatırımlar	37,87	50,85	56,82	32,69	91,25	98,04	68,75	73,18
Diğer Y. Yatırımlar*	-8,44	-12,59	-14,7	-11,23	-22,58	-19,81	-69,8	-44,7
ORTADOĞU VE KUZAY AFRİKA								
Portföy Yatırımları	-15,55	-23,61	-12,81	-29,86	-43,68	-3,86	9,96	3,24
Doğrudan Yatırımlar	17,69	13,14	35,93	44,97	48,92	58,05	64,11	43,22
Diğer Y. Yatırımlar*	7,7	7,59	-26,33	-24,71	58,27	-23,09	-12,02	-35,93

* Diğer yabancı yatırımlar; banka hesapları ve depozitolardan oluşmaktadır.

Kaynak: World Economic Outlook Database, September 2011

Tablo 3-'deki veriler incelendiğinde;

- Gelişmekte olan ülkelerin hem doğrudan hem de dolaylı yatırımlarda istikrarlı bir artış trendi içinde olduğu gözlemlenmektedir. 2007 ve 2010 yıllarında portföy yatırımlarındaki artışlar % 100'lere varmıştır.
- Avrupa bölgesindeki portföy sermaye hareketlerinde özellikle 2006 yılındaki %50'lik artış dikkat çekicidir.
- Gelişmekte olan ülkelerde ise doğrudan yatırımlarda istikrarlı bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Fakat aynı durumu portföy yatırımları için söylememiz mümkün görünmemektedir. Portföy yatırımlarında özellikle 2006 yılında meydana gelen 125 milyar \$'lık düşüş dikkat çekicidir.

Dünya Bankası tarafından hazırlanan raporda ise, 1999-2007 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışları Tablo 32'de gösterilmektedir.

Tablo 31 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akışları (Net, Milyar \$)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Özel Sermaye Akışları	54,5	167,9	241,4	323,5	302,5	715,1	245,6	267,4	482,3
Doğrudan Yatırımlar	149,0	146,6	187,8	291,5	303,6	441,4	467,0	310,6	324,8
Portföy Yatırımları	-48,8	-0,8	14,9	32,1	-45,2	81,1	-66,1	98,8	197,5
Diğer Y. Yatırımlar	-45,8	22,1	38,7	-0,1	44,1	192,6	-155,3	-142,0	-40,1
Resmi Sermaye Akışları	18,1	-43,0	-66,0	-87,8	-159,1	-88,3	-94,8	134,1	96,4

Kaynak: World Bank, World Development Indicators & Global Development Finance, 2011

Tablo 3-9'daki veriler incelendiğinde;

- Özel sermaye akışlarının tüm sermaye akışları içerisindeki payı %100'e yakındır. Özellikle 2003 ve 2004 yıllarında özel sermaye akışlarında meydana gelen artış %50'nin üzerindedir.

- Özel sermaye akışları içerisinde borçlanma yoluyla elde edilen sermaye düzeyi son yıllarda artmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında meydana gelen artış dikkat çekicidir.

- Özel sermaye akışları içerisinde yer alan ve öz kaynak şeklinde elde edilen sermayenin büyük çoğunluğunu ise, yaklaşık %75 ile doğrudan yatırımlar yoluyla elde edilen sermaye oluşturmaktadır. Portföy yatırımlarında ise, özellikle son yıllardaki artış dikkat çekicidir.

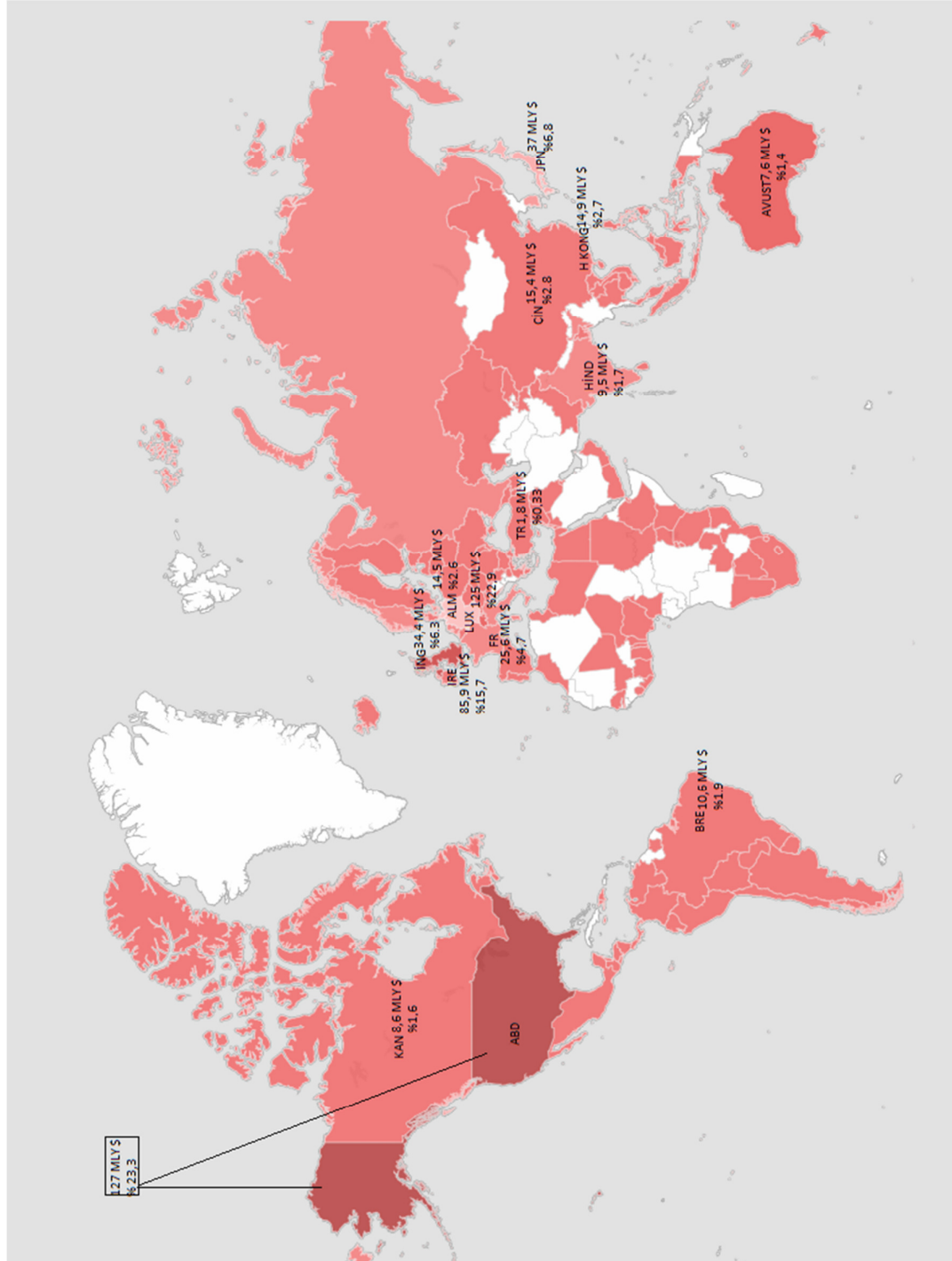
- Resmi sermaye akışlarında ise, 2003 yılından itibaren gözle görülür bir düşüş olmuştur. 2005 yılında ise, resmi sermaye akışları en düşük seviyesine gerilemiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri içerisinde önemli bir yer tutmakla birlikte, tezin omurgasını oluşturan portföy sermaye hareketleri ile ilgili dünyadaki gelişmelerin bu kısımda detaylandırılmasının yarar sağlayacağı düşünülmektedir. Bu amaçla bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy sermaye hareketlerinin durumu ele alınmıştır.

Şekil 3-6'da 2000-2011 yılları arası 12 yıllık ortalama net portföy girişleri dikkate alınarak atlas modeli ile portföy yatırımları gösterilmektedir. Dünya genelinde net portföy girişlerinin söz konusu dönemde yıllık ortalama 547 milyar dolar düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Yine 12 yıllık ortalamalara göre en fazla portföy girişi olan ülkeler ele alındığında ilk on üç ülkenin, bunlar haritada görülmektedir, toplam portföy girişlerinin yaklaşık % 97'sini, sadece ilk üç ülkenin ise toplam portföy girişlerinin yaklaşık % 63'ünü oluşturduğu görülmektedir.

İlk üç ülke arasında yer almaları bakımından İrlanda ve Lüksemburg genel ekonomik durumlarına göre diğer ülkelere nazaran dikkat çekmektedir. Lüksemburg, vergi ve operasyonel alanlarda sunduğu olanaklardan dolayı yatırım fonu ve yatırım ortaklığı gibi kolektif yatırım kuruluşlarının merkezi haline gelmiştir. Bu nedenle, Avrupa'da pek çok fon Lüksemburg'da kurulmakta, ancak payları diğer ülkelerdeki yatırımcılara satılmaktadır. 2011 sonu milli geliri 65 milyar \$ olan bu ülkedeki fon büyüklüğü 2011/09 itibariyle 2,3 trilyon \$'dır. İrlanda da benzer fırsatlar sunarak kolektif yatırım şirketlerinin alternatif merkezi haline gelmeyi hedeflemektedir (TSPAKB, 2012:34).

Diğer dikkat çeken bir nokta ise bu ülkeler arasında gelişmekte olan ülkelerden sadece üç ülkenin yer almasıdır ki bunlar da Çin, Hindistan ve Brezilya'dır. Son 5 yıllık ortalamalar dikkate alındığında da yine benzer sonuçlar ortaya çıkmakta fakat gelişmekte olan ülkelere portföy girişinin arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle bunlar içerisinde Brezilya ilk beş ülke arasında girerek dikkat çekmekte bununla birlikte ilk üç ülke değişmemektedir. Türkiye ise gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Çin ve Hindistan'a nazaran portföy yatırımlarından çok düşük düzeyde (2 milyar \$ civarında ki bu da %0,3'e tekabül etmektedir) pay almaktadır.

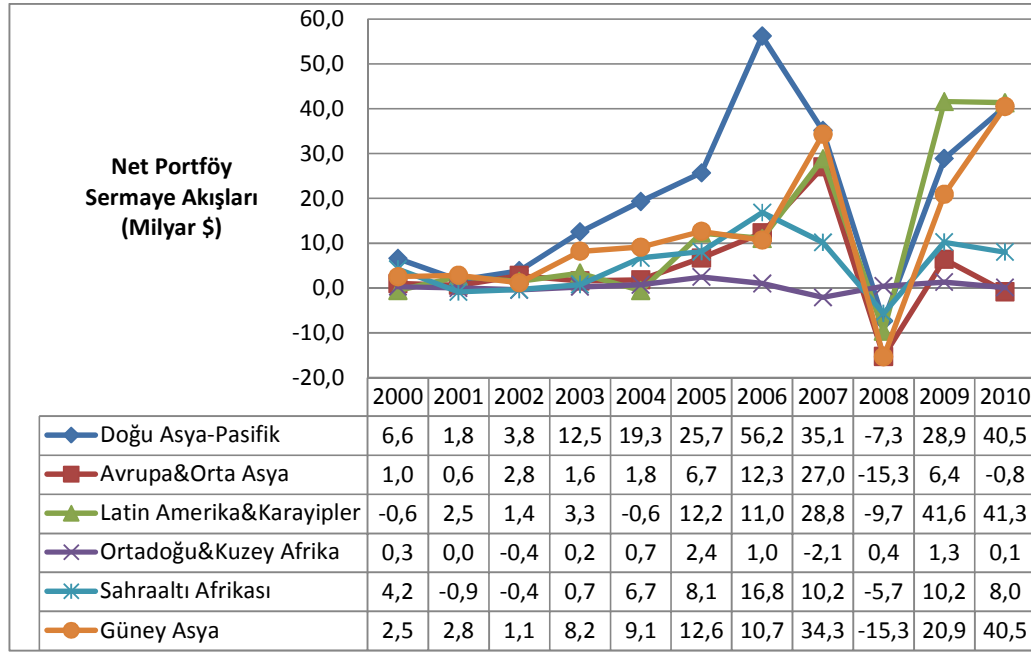


Şekil 3-6: Atlas Modeli 2000-2011 Yılları arası en çok Portföy Girişi* olan Ülkeler

* 2000-2011 yılları arası net portföy girişleri ortalamaları ele alınmıştır.

Kaynak: World Bank, 2012

Şekil 3-6'da 2000'li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik net portföy sermaye hareketli bölgesel bazda ifade edilmiştir.

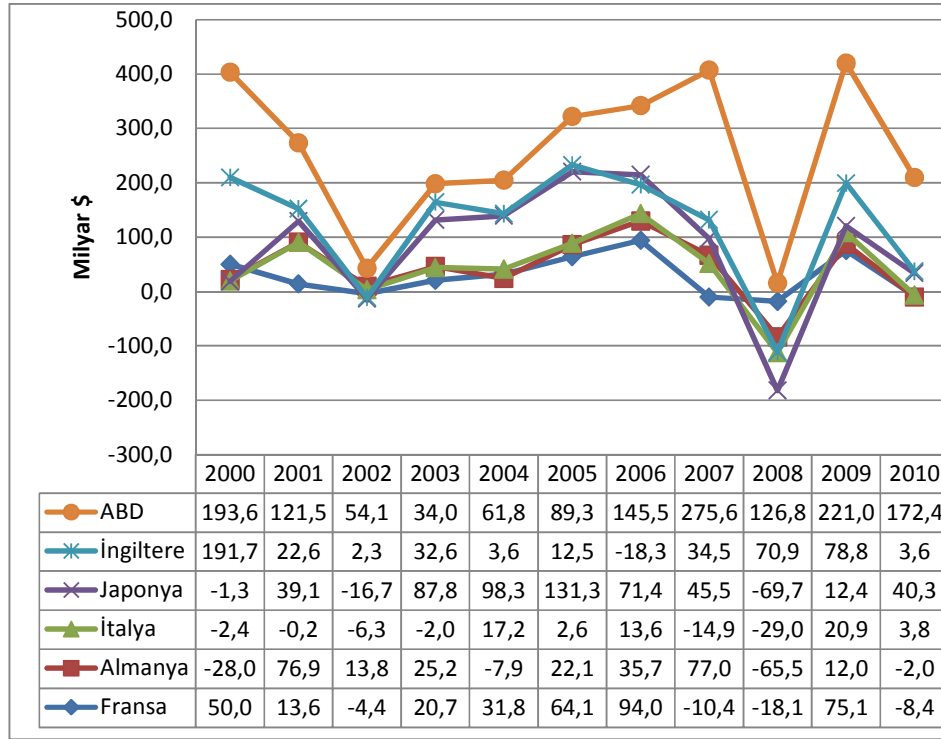


Şekil 3-7: Bölgesel* Bazda Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (Milyar \$)

* Doğu Asya-Pasifik (Çin, Endonezya, Tayland), Avrupa-Orta Asya (Rusya, Türkiye, Polonya), Latin Amerika-Karayipler (Brezilya, Meksika, Arjantin), Orta Doğu-Kuzey Afrika (Mısır, İran, Cezayir), Güney Asya (Hindistan, Pakistan, Bangladeş), Sub-Saharan Afrika(Güney Afrika, Nijerya, Kenya)
Kaynak: World Bank, World Development Indicators & Global Development Finance, 2011

Şekil 3-7'deki veriler incelendiğinde; dönem dönem ekonomik konjonktürdeki gelişmelerden dolayı kısa süreli düşüşler ortaya çıksa da genel olarak portföy sermaye hareketlerinde devam eden artış dikkat çekicidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy sermaye hareketleri içerisindeki en büyük payı, Çin, Endonezya ve Tayland'dan oluşan Doğu Asya-Pasifik bölgesi almaktadır. İçerisinde Türkiye'nin de bulunduğu Avrupa-Ortadoğu bölgesinde ise; 2000-2003 yılları arası yatay seyretmekle beraber, 2004 yılından sonra bir artış trendi yakalanmıştır.

Şekil 2-26'da ise 2000 yılı itibariyle belli başlı gelişmiş ülkelere yapılan net portföy sermaye hareketleri ifade edilmektedir.

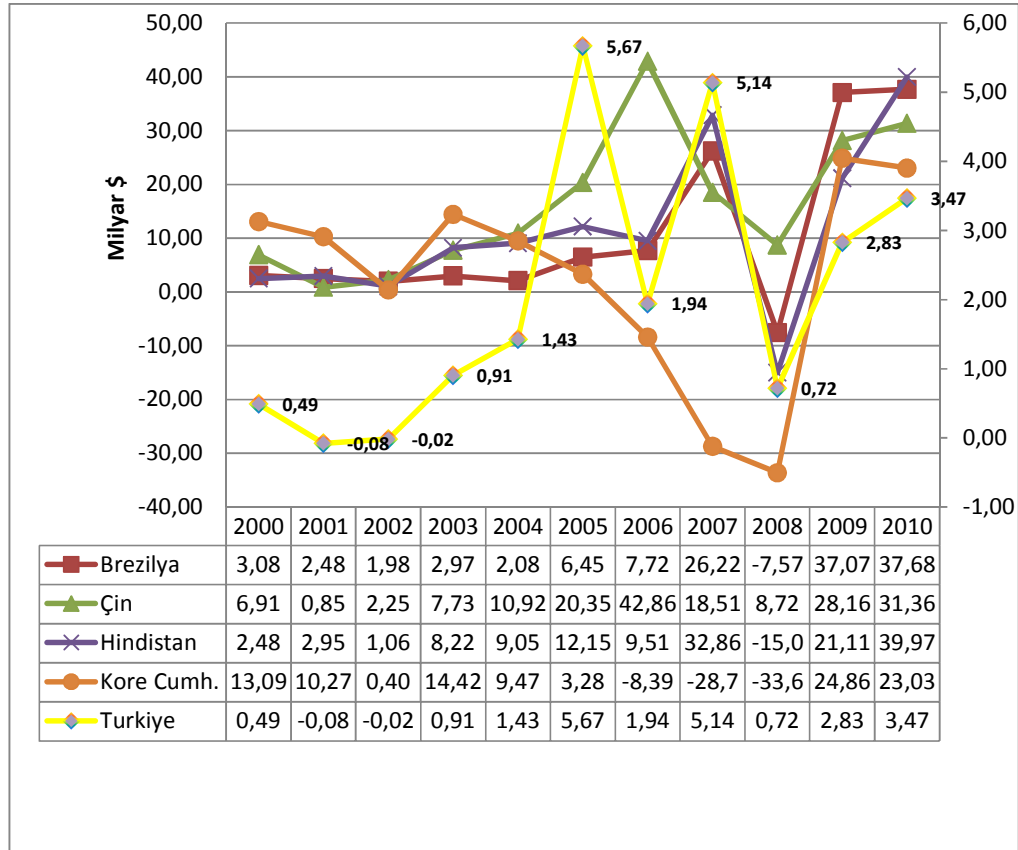


Şekil 3-8: Gelişmiş Ülkelere Yönelik Net Portföy Akışları (Milyar \$)

Kaynak: World Bank, World Development Indicators & Global Development Finance, 2011

Şekil 3-8'deki verileri incelediğimizde, portföy sermaye hareketleri içindeki en büyük payı Amerika almaktadır ve portföy sermaye hareketlerinde (2005 yılı hariç) sürekli bir artış görünmektedir. Kanada'da gerçekleşen portföy sermaye hareketlerinde ise; 2000-2004 yılları arası yatay seyretmekle birlikte, 2004 yılından sonra bir düşüş trendine girilmiştir. Japonya'daki durum değerlendirildiğinde ise; 2002 yılında en düşük seviyeyi gören portföy sermaye hareketleri, 2006 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Fakat 2007 yılından sonra bir düşüş trendine girildiği açıkta görünmektedir.

Şekil 3-8'de açıkça görünmektedir ki, portföy sermaye hareketlerinin en hareketli olduğu ve kısa zamanda iniş-çıkışların yaşandığı ülke İngiltere'dir. 2001, 2004 ve 2006 yıllarında dip yapan portföy sermaye hareketleri; 2000, 2003 ve 2007 yıllarında en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. 2007 yılı açısından değerlendirildiğinde ise, bir yükseliş trendine girildiği gözlemlenmektedir.



Şekil 3-9: Gelişmekte olan Ülkelere Yönelik Net Portföy Akışları ve Türkiye (Milyar \$)

Kaynak: World Bank, World Development Indicators & Global Development Finance, 2011

Şekil 3-9 incelendiğinde Türkiye(sağ eksen), Çin ve Kore dışındaki ülkelerin portföy yatırımları açısından benzer bir trend izledikleri ve Çin'in de 2006 ve 2007 yılları dışında bu gruba yakın seyrettiği görülmektedir. Türkiye ve Kore'de portföy yatırımlarının daha istikrarsız bir seyir izlediği Türkiye için bu durumun daha belirgin olduğu söylenebilir. 2005 ve 2007 yıllarında Türkiye'ye gelen Portföy yatırımlarında ciddi bir artış gözlemlenmesine rağmen gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının hayli altında bir değerde kaldığı görülmektedir.

3.4.2. Türkiye'deki Sermaye Hareketlerinin Hacmi

Türkiye'de de finansal serbestleşme sürecinden sonra yapılan yatırımlarda gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Ekonomik konjonktürdeki gelişmelerden dolayı zaman zaman düşüşler meydana gelmesine rağmen devam eden bir artış dikkat çekmektedir. Bununla ilgili olarak Merkez Bankası tarafından yayınlanan ödemeler

dengesi istatistiklerinden faydalanılarak oluşturulan veriler Tablo 3-10'da ayrıntılı olarak aktarılmaktadır.

Tablo 320 Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

Yıllar	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar	Toplam Yabancı Yatırımlar
1991	810	714	-1.240	284
1992	844	3.165	2.896	6.905
1993	636	4.480	7.655	12.771
1994	608	1.123	-8.397	-6.666
1995	885	703	3.939	5.527
1996	722	1.950	3.970	6.642
1997	805	2.344	6.531	9.680
1998	940	-5.089	6.762	2.613
1999	783	4.188	3.566	8.537
2000	982	1.615	10.389	12.986
2001	3.352	-3.727	-12.296	-12.671
2002	1.082	1.503	1.603	4.188
2003	1.702	3.851	4.461	10.014
2004	2.785	9.411	14.657	26.853
2005	10.031	14.670	20.834	45.535
2006	20.185	11.402	29.492	61.079
2007	22.047	2.780	32.895	57.722
2008	19.504	-3.770	34.675	50.409
2009	8.411	2.938	-8.312	3.037
2010	9.071	19.617	26.554	55.242

Kaynak: TCMB

Tablo 3-1-'daki veriler incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılabilir:

- Doğrudan yatırımlarla ilgili veriler incelendiğinde, 1992 ile 2000 yılı arasındaki dönemde zaman zaman iniş ve çıkışlar yaşanmasına rağmen genel olarak yatay seyreden bir süreç karşımıza çıkmaktadır. 2001 yılında meydana gelen kriz etkilerini doğrudan yatırımlarda da göstermiştir ve 2002 yılında bir önceki yıla nazaran yaklaşık %66'lık bir düşüş yaşanmıştır. 2004 yılından sonra ise doğrudan yabancı yatırımlarda tam anlamıyla bir patlama yaşandığını söyleyebiliriz. Nitekim 2005 yılında bir önceki yıla nazaran yaklaşık dört katlık bir artış yaşanmıştır. Söz konusu artış 2006 ve 2007 yılında da katlanarak devam etmiştir. Fakat 2008 yılındaki veriler hiç iç açıcı değildir. Çünkü 2008 yıllarının sonlarına doğru etkisini hızla hissettiren kriz, 2009'da doğrudan yatırımlarda tarihi bir düşüşe neden olmuştur.

- Portföy sermaye hareketleri ile ilgili veriler incelendiğinde 1998 ve 2001 yıllarında meydana gelen sert düşüşler dikkat çekicidir. Bununla ilgili olarak söz konusu yıllarda meydana gelen ekonomik krizlerin etkisini bu şekilde somut bir biçimde görmekteyiz. Fakat 2003 yılından sonra portföy yatırımlarında hızlı bir artış yaşanmıştır. Portföy sermaye hareketlerindeki artış 2005 yılında yaklaşık 15 milyar \$ ile zirveye çıkmıştır. Devam eden dönemde ise hızlı bir düşüş yaşanmıştır ve 2008 yılında 2001 yılından sonra ilk defa eksi seviyelere gerilemiştir. 2010 yılında kayda değer bir artışla tüm zamanların rekorunu kırmıştır.

- Diğer yatırımlar kalemi ise, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerinin yer aldığı kısımdır. Ticari krediler (vadeli mal alım veya satımı şeklindeki krediler), krediler (nakit krediler), döviz mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler bu bölümün detaylarını oluşturmaktadır. Diğer yatırımlarda ise, 1994 ve 2001 yıllarındaki düşüşler haricinde, devam eden artış dikkat çekicidir. Özellikle 2008 yılına bakıldığında da, krizin etkilerine rağmen, bu artış hız kesmemiştir ve en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2009 yılı olumsuz manada müstesna bir yıl olmuş ve 2001 sonrası eksi değerleri tekrar görmüş fakat 2010 yılında toparlanarak normalleşme eğilimine girmiştir.

3.5. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında çeşitli ek riskleri (politik risk, ülke riski, kambiyo riski, kur riski, ekonomik risk, bilgi edinme riski gibi) kabullenmek suretiyle sermaye kazancı, faiz geliri, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla sermaye piyasası yatırım araçlarına yatırım yapmaları şeklinde ortaya çıkan yatırımlardır (Tezcanlı ve ark., 1994:8).

OECD tarafından yapılan tanımlamada; portföy yatırımları hisse senedi, tahvil, gayrimenkul ve banka kredilerinin (doğrudan yabancı yatırımın bir unsuru olmayan) alınması şeklinde yapılan yatırımlar olarak ifade edilmektedir. IMF tarafından yapılan tanımlamada ise portföy yatırımları; menkul kıymet (doğrudan yatırımın bir parçası olmayan), hisse senedi ve borç enstrümanlarına iliksin işlemler olarak belirlenmiştir (Kurt, 2007:57).

Doğrudan yabancı yatırımcılar, yerli firmaların hem mülkiyetini hem de kontrol pozisyonlarını ele alarak firmaların yöneticilerini de kendi kontrollerinin

etkisi altına alırlar. Buna karşın yabancı portföy yatırımcıları ise, yerli firmaların yönetsel kontrolü olmaksızın mülkiyetini ele geçirmeleri dolayısıyla, karar mekanizmalarını yöneticilere devretmek durumunda kalırlar. Bu durum yatırımcıların karar almadaki özgürlüklerini sınırlandırır çünkü yöneticilerin gündemi bu sahiplerinki ile her zaman uyumlu olmayabilir (Itay and Razin, 2005:2).

Portföy yatırımları yerel sermaye piyasalarının likiditesini artırır ve piyasaların etkinliğini artırmaya yardımcı olur. Piyasalarda likiditenin artması piyasaların derinleşmesine ve genişlemesine böylece daha fazla yatırımcının finansman olanağı elde etmesine imkan sağlar. Diğer taraftan portföy yatırımları mali disiplin ve yatırım konusundaki bilgi (know-how) düzeyini artırır. Derinlik kazanmış piyasalarda yatırımcılar kaynaklarını değerlendirmek için yeni ya da gelişen yatırım imkanlarını araştırırken girişimciler de bu yatırımlardan pay alabilmek için doğru ve yeterli miktarda bilgiyi piyasaya sunmak durumunda kalacaklardır. Portföy yatırımlarının kurumsal yönetimi teşvik ettikleri ve daha fazla miktarda ve daha sofistike finansal enstrümanların gelişen teknolojiler yardımıyla piyasalarda yer almasına ortam sağladıkları görülmektedir (Evans, 2002: 2).

3.5.1. Portföy Sermaye Hareketlerinin Türleri

Portföy sermaye hareketleri genel olarak, ortaklık hakkı veren enstrümanların meydana getirdiği portföy sermaye hareketleri ve alacak hakkı veren enstrümanların meydana getirdiği portföy sermaye hareketleri şeklinde iki grup halinde ifade edilmektedir (Yalçınar, 2008:89).

3.5.1.1. Ortaklık Hakkı Veren Enstrümanların Meydan Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri

Ortaklık hakkı veren enstrümanlara yapılan yatırımlar, hisse senetleri ve çeşitli türevlerine yapılan yatırımları ifade etmektedir. Bu enstrümanlar arasında en dikkat çekici olanı, hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından ev sahibi ülkeden direkt olarak satın alınmasıdır. Fakat taşıdığı olumsuzluklar (bilgi edinme riski, işlem maliyetlerinin yüksekliği) dolayısıyla yatırımcılar tarafından söz konusu riskleri ortadan kaldıran ülke fonlarına yatırım yapılmaktadır (Yalçınar, 2008:90).

Uluslararası portföy yatırımı fonları olarak da adlandırılan ülke fonları, genellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında kote edilmiş ve işlem gören menkul

kıymetlere yatırım yapmak için kullanılmaktadır (Alp, 2000:132). Hisse senetleri, özel sektör ve kamu kesimi tahvil ve bonoları, depo sertifikaları gibi menkul kıymetler bu fonların içeriği oluşturmaktadır. Fon yöneticileri, özellikle gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlarda portföy çeşitlendirmesi yaparak riski düşürme yoluna gitmektedir.

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı da ortaklık hakkı veren portföy sermaye hareketlerine konu olmaktadır. Genel olarak uluslararası piyasalarda hisse senedi ihracı, yurtiçi piyasalarda yapılan hisse senedi ihraçlarından farklı değildir. Ancak özellikle ihraç edilen hisse senetlerinin birden fazla borsaya kote ettirilerek işlem görmesi, varlıkların likidite derecesi arttırılmaktadır. Hisse senetlerinin daha fazla yatırımcıya hitap edecek hale gelmesi ile yabancı yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerde bir artış sağlamaktadır. Bununla birlikte depo sertifikaları yoluyla da uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı gerçekleştirilebilmektedir. Depo sertifikası, hisse senetlerini temsil eden depo makbuzlarının yabancı piyasalarda satılması işlemidir. Depo sertifikaları ayrıca yatırımcılara direkt hisse senedi alımına göre avantajlar da sağlamaktadır. Örneğin, depo sertifikalarına yatırım süreci temsil ettiği hisse senedine yatırım sürecinden daha kısadır. Ayrıca para transferi, hisse senetlerinin takas ve saklanması işlemlerinde yaşanan riskler ve problemler depo sertifikasında yoktur (Yalçınar, 2008:91).

3.5.1.2. Alacak Hakkı Veren Enstrümanların Meydana Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri

Uluslararası piyasalara ihraç edilen tahviller, finansman bonoları ve mevduat sertifikaları portföy sermaye hareketlerinin alacak hakkı veren yatırımlar kısmını oluşturmaktadır. Uluslararası piyasalardan finansman sağlamak, kaynak kullanmak amacıyla hazine bonusu ve devlet tahvili ihracı gerçekleştirilmektedir. Ortaklık hakkı veren portföy sermaye hareketlerine göre, likidite derecesinin yüksekliği, risksiz varlık olarak kabul edilmeleri hazine bonusu ve devlet tahvillerini portföy sermaye hareketlerinin tercih edilir bir parçası haline gelmesini sağlamaktadır.

Yurtiçi piyasalara ihraç edilen tahvillerin yanı sıra, uluslararası piyasalara yabancı tahvil ve Euro tahvil ihracı da gerçekleştirilmektedir. Yabancı tahviller; belirli bir yabancı paraya bağlı olarak düzenlenen ve ilgili yabancı paranın ait olduğu ülkede satışa sunulan tahvillerdir. Euro tahviller ise, aynı anda birden çok ülkede

birden çok para birimiyle satıŖa sunulabilen tahvillerdir. Kredibilitesi yüksek Ŗirketler tarafından, kısa vadeli kaynak ihtiyacını karŖılamak üzere yabancı para birimi ile uluslararası piyasalara finansman bonusu ihracı, dolar cinsinden mevduat hesabı açtırılması ya da tasarruf hesabına belirli bir miktar paranın yatırıldığını gösteren mevduat sertifikalarının alım-satım iŖlemleri de portföy sermaye hareketi yaratan, alacak hakkı veren enstrümanlar olarak değerlendirilmektedir (Yalçınar, 2008:93).

Türkiye'deki uygulamalar değerlendirildiğinde, portföy sermaye hareketleri TC Merkez Bankası tarafından yayınlanan ödemeler dengesi tablosunda aŖağıdaki gibi tasnif edilmiŖtir (TCMB, 2010:1-28):

1. Varlıklar
 - 1.1. Genel Hükümet
 - 1.2. Bankalar
 - 1.3. Diğer Sektörler
2. Yükümlölükler
 - 2.1. Hisse Senetleri
 - 2.2. Borç Senetleri
 - 2.2.1. Merkez Bankası
 - 2.2.2. Genel Hükümet
 - 2.2.2.1. Yurtiçi
 - 2.2.2.2. YurtdıŖı
 - 2.2.2.2.1. Borçlanma
 - 2.2.2.2.2. Geri Ödeme
 - 2.2.3. Bankalar

Varlıklar kalemi, yurtiçinde yerleŖik kiŖilerin yurtdıŖında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Verilere alım vaadiyle satım iŖlemleri ile yurtiçinde yerleŖik kiŖilerin yurtdıŖı piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlerden alım ve satımları da dâhildir. Sektörel ayırımı da yapılan bu verilerin kaynağı banka raporlarıdır.

Yükümlölükler kaleminde ise; yurtdıŖında yerleŖik kiŖilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve devlet iç borçlanma senetleri, yurtiçinde yerleŖik kiŖilerin yurtdıŖı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanmalar (örneğin Hazine MüsteŖarlığının ihraç ettiği Eurobond'lar) izlenmektedir. Tahvil ihraçlarının veri kaynağı, TC Merkez Bankası ve banka raporlarıdır. Hisse senetleri ve devlet iç

borçlanma senetleri saklama hizmeti veren bankaların raporlarından, menkul kıymet bazında, stok değer değişimlerinin kur ve fiyat değişimlerinden arındırılması yoluyla hesaplanmaktadır.

Tablo 3-11’de ödemeler dengesi istatistiklerinden portföy yatırımlarının varlık ve yükümlülükler kalemlerindeki değişim ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Tablo 33: Ödemeler Dengesi İçerisinde Portföy Yatırımlarının Ayrıntılı Sunumu (Milyon \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Portföy Yatırımları	2.465	8.023	13.437	7.415	833	-5.014	227	16.126
Varlıklar	-1.386	-1.388	-1.233	-3.987	-1.947	-1.244	-2.711	-3.491
Genel Hükümet	-33	-25	-20	0	0	0	0	10
Bankalar	-932	-666	-1.285	-3.754	-1.844	-367	-2.010	-1.079
Diğer Sektörler	-421	-697	72	-233	-103	-877	-701	-2.422
Yükümlülükler	3.851	9.411	14.670	11.402	2.780	-3.770	2.938	19.617
Hisse Senetleri	905	1.427	5.669	1.939	5.138	716	2.827	3.468
Borç Senetleri	2.946	7.984	9.001	9.463	-2.358	-4.486	111	16.149
Merkez Bankası	0	0	0	0	0	0	0	0
Genel Hükümet	3.123	7.984	9.351	9.463	-2.358	-4.486	111	14.797
Yurtiçi	1.614	6.025	5.934	6.129	-3.281	-5.073	-1.709	10.715
Yurtdışı	1.509	1.959	3.417	3.334	923	587	1.820	4.082
Borçlanma	5.265	5.753	6.489	5.848	4.627	4.000	3.750	6.698
Geri Ödeme	-3.756	-3.794	-3.072	-2.514	-3.704	-3.413	-1.930	-2.616
Bankalar	-177	0	-350	0	0	0	0	1.142

Kaynak: TCMB

Tablo 3-11’deki veriler incelendiğinde; varlıklar kaleminde, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım-satımını yaptıkları menkul kıymetler, pek istikrar görünmemektedir. Özellikle 2006 yılındaki yaklaşık dört milyar \$’lık açık dikkat çekicidir. Söz konusu dönemde, periyot içerisinde hiçbir dönem fazla verildiği tespit edilmemiştir. Yükümlülükler kaleminde, yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetleri, ise yıllık ortalama dört milyar dolarlık bir yatırım söz konusu olmaktadır. Bunun yaklaşık yarısı hisse senedi yatırımları, kalan yarısı ise devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yatırımlardan oluşmaktadır.

Hisse senedi yatırımları açısından değerlendirildiğinde 2008 yılındaki seviye 2003 yılından sonra görülen en düşük seviyedir. Yükümlülükler içerisinde öne çıkan diğer kalem ise, devlet iç borçlanma senedi ve tahvil gibi uluslararası piyasalara ihraç edilen borç senetleridir. Devlet iç borçlanma senetleri açısından bakıldığında ise

2008 yılı söz konusu dönemdeki en düşük seviyedir. Bu durum 2008 yılında patlak veren global kredi krizinin de bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Diğer taraftan Tablo 3-12’de BDDK tarafından üç ayda bir yayınlanan finansal piyasalar raporlarından TCMB finansal istikrar raporlarından derlenen verilerde, 2005-2010 yılları arasında yurtiçi yerleşik⁹ ve yurtdışı yerleşik¹⁰ yatırımcıların Türkiye’deki portföy yatırım tercihleri gösterilmektedir.

Tablo 34: Yurtiçi Yerleşik ve Yurtdışı Yerleşik Yatırımcıların Türkiye’deki Portföy Yatırım Tercihleri (Milyon TL)

Yatırım Tercihleri	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Yurtiçi Yerleşikler						
TL Mevduat	141,7	168,9	220,6	280,1	321,2	406,5
DTH	82,1	108,7	111,6	141,9	150,4	159,3
Kıymetli Maden Hes	0,1	0,2	0,2	0,3	1,2	2,4
Kat. Bank. Top. Fonlar	8,3	10,8	14,6	18,6	26,1	32,1
Hisse Senedi	23	26,2	31,1	20	40,7	56
DİBS	5,3	55,8	56,9	63,2	65,5	61,5
Eurobond	5,3	5,4	4,3	4,9	5,3	5,4
Yatırım Fonları	29,4	22	26,4	24	29,6	33,2
Repo	1,5	2,2	1,9	1,4	1,4	1,5
Emeklilik Y. F.	1,2	2,8	4,6	6	9,1	12
Sigorta Prim Üretimi			11	11,8	12,4	14,1
Tahvil&Bono Özel			0,3	0,4	0,5	2,6
Varant						7,2
Ara Toplam	297,9	403	483,5	572,6	663,4	793,8
Yurtdışı Yerleşikler						
Hisse Senedi	33,5	35,1	81,4	41,5	83,7	109,7
DİBS	17,5	24,5	35,4	25,9	25,1	38
Eurobond	0,6	0,5	0,4	0,9	1,2	1,7
Mevduat	3,4	4,2	9,9	13,7	15,7	16,8
Tahvil&Bono Özel			0,1	0	0	0,2
Varant						0
Ara Toplam	55	64,3	127,2	82	125,7	166,4
Genel Toplam	352,9	467,3	610,7	654,6	789,1	960,2

Kaynak: TCMB, BDDK

Tablo 3-12’deki veriler incelendiğinde yurtiçi yerleşik yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların her döneminde TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarında ciddi bir ağırlık bulunmaktadır. Söz konusu dönemde yatırımların ortalama % 44’lük kısmı

⁹ Türkiye’de bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, Türkiye içerisinde faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir.

¹⁰ Yurtdışında bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, yurtdışında faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir.

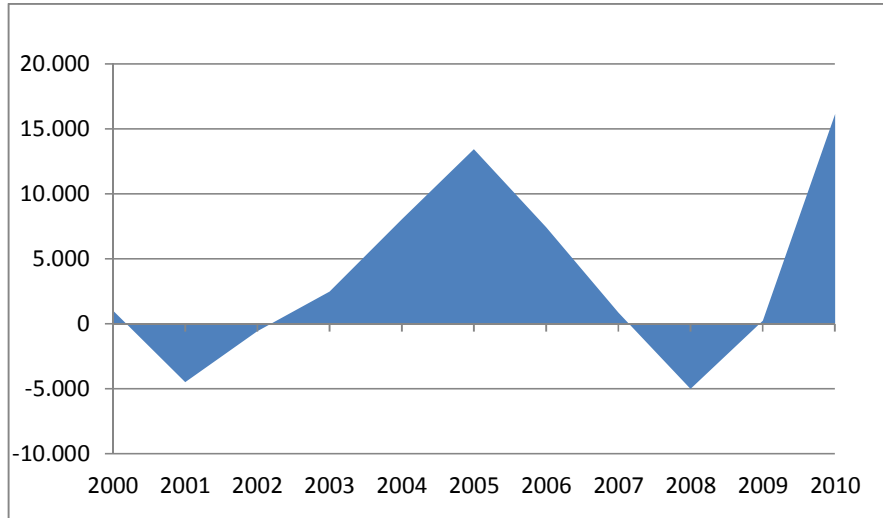
TL mevduat, % 25'lik kısmı ise döviz tevdiat hesaplarında yer almaktadır. Bu durum yerli yatırımcıların risk almayı çok fazla sevmediği anlamına gelmektedir. Ayrıca yatırımların ortalama % 13'lük kısmı ise devlet iç borçlanma senetlerine yapılmaktadır. Hisse senedi yatırımları ise ortalama % 6'da kalmaktadır.

Yurtdışı yerleşik yatırımcılar açısından tablo incelendiğinde ise; yapılan yatırımların ortalama % 61'lik kısmı hisse senedi yatırımlarıdır ve yaklaşık 70 milyar TL ile rekor kırmıştır. Bunu ortalama % 32 ile devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yatırım izlemektedir. Bu durum yurtiçi yerleşik yatırımcılarla kıyaslandığında, yurtdışı yerleşik yatırımcıların daha yüksek risk aldığı ve dolayısıyla daha yüksek getiri hedefledikleri ortaya çıkmaktadır.

3.5.2. Portföy Sermaye Hareketlerinin Türkiye'deki Gelişimi

1980 sonrası dönem sermaye piyasasının dolaylı olarak da portföy sermaye hareketlerinin gelişimi açısından bir dönüm noktası olmuştur. 24 Ocak İstikrar kararlarıyla başlayan dışa açılma ve finansal serbestleşme süreci sonucunda Türkiye'nin dış ticaret hacminde önemli artışlar meydana gelmiştir (Çetenak, 2006:37). Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 Sayılı Kararla yatırımların hacimlerinde önemli artışlar yaşanmıştır.

Şekil 3-10'da 2000 yılından itibaren Türkiye'deki portföy sermaye hareketlerinin gelişimi gösterilmektedir. Şekilden de anlaşılacağı üzere 2000 ve 2010 yıllarında portföy sermaye hareketlerinde istikrarsız bir değişim süreci yaşanmıştır. Diğer yandan 2001 ve 2008 yıllarında meydana gelen ekonomik krizlerin etkilerini açık bir biçimde görmekteyiz. 2005 yılında portföy sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Fakat bu artış uzun süre devam etmemiş ve devam eden yıllarda etkisini kaybetmiştir.



Şekil 3-10: Türkiye'ye Yönelik Portföy Sermaye Hareketleri

Şekil 3-10'daki veriler incelendiğinde, portföy sermaye hareketlerinde bir istikrar görmemiz mümkün değildir. Nitekim gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de ve dünyada meydana gelen gelişmeler portföy sermaye hareketlerinde istikrarsız bir yapının oluşmasına sebebiyet vermektedir. 2002 yılından itibaren belirgin bir artış trendi yaşanırken 2005 sonrası adeta 2007 ve 2008 yıllarında yaşanan krize hazırlık yaparcasına düşüş yaşanmış ve 2008 yılında dip seviyeye gerilemiştir. 2010 yılında ciddi bir yükselişle dönemin en yüksek değerlerine ulaşılmıştır.

3.5.3. Portföy Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Haberleşme ve iletişim Teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte bireysel/kurumsal yatırımcılar tarafından alternatif piyasaların takibi kolaylaşmıştır. Finansal piyasalardaki gelişmeler yatırımcıların uluslararası piyasalarda yerel sınırlardan bağımsız olarak daha karlı yatırım alternatiflerine yönelmesini sağlamıştır. Ancak yatırımcıların risk alma ve piyasaları tanıma yönleri ile farklı yönelimlerinin olması doğal olacaktır. Örneğin bireysel ve kurumsal yatırımcıların alternatif piyasalarda portföy yatırımı gerçekleştirme nedenleri farklılıklar arz etmektedir.

Bireysel yatırımcılar tarafından uluslararası piyasalarda portföy yatırımı yapılmasındaki temel amaç, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması ve getirinin artırılması olmakta iken kurumsal yatırımcılar ise, sermaye maliyetlerini azaltmak ve fon teminini kolaylaştırmak için uluslararası piyasaları kullanmayı tercih

etmektedirler. Nitekim sermaye maliyetleri bir şirketin rekabet edebilmesi için oldukça önemlidir.

Yapılan araştırmalarda gelişmekte olan sermaye piyasalarına yapılan portföy sermaye hareketlerinin ülke tercihi konusunda aşağıda sıralanan unsurların önemli yer tuttuğu sonucuna ulaşılmıştır (Muhanga ve Soteli, 2008:426) (Başoğlu, 2000:89-90):

- Siyasi İstikrar
- Hukuki Düzenlemeler
- Uluslararası Piyasalara Entegrasyon
- Yüksek ekonomik büyüme oranları
- Uluslararası kredi kuruluşları tarafından verilen yatırım riski göstergesi kredi notları
- Makro-Ekonomik İstikrar
- Enformasyon Teknolojisi
- Mali piyasaların derinliği ve piyasa araçlarının likiditesi

3.5.3.1. Siyasi İstikrar

Bir ülkede yatırım yapılabilmesi için ülkenin siyasi yapısı ve istikrarı önemlidir. Nitekim bir ülkenin siyasi sorunları ve bozuklukları yabancı yatırımcılar için güvensizlik ortamı oluşturur. Ayrıca siyasi nedenlerden dolayı uygulanan yüksek vergi uygulamaları ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamalar ülkeye yönelen yatırımcıları olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca devlet politikalarının sürekliliği de önemlidir. Sık gerçekleşen iktidar değişimleri ile devlet politikalarındaki istikrarsızlıklar uluslararası piyasalardaki güveni azaltır. Örneğin; Meksika’da yabancı yatırımcıların düzenli olarak artmasının temel nedenlerinden biri olarak aynı partinin uzun yıllar iktidar olması ve siyasi istikrar ortamını sürdürmesi gösterilmektedir.

3.5.3.2. Hukuki Düzenlemeler

Bir ülkeye portföy yatırımlarının yönelmesinde önemli hususlardan biri de gerekli yasal altyapının oluşturulmasıdır. Yapılan hukuki düzenlemelerle finansal piyasaların serbestleştirilmesi sağlanmalıdır. Özellikle finansal aracı kurumların

uluslararası piyasalarda faaliyet göstermelerine ilişkin var olan kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesi hususunda etkin rol oynamaktadır.

Türkiye’de de bu amaçla 1980’li yıllardan sonra gerekli yasal alt yapının oluşturulması ile piyasa yabancı yatırımcılara açılmıştır ve gerçekleştirilen düzenlemelerle yatırımcılar için gerekli güven ortamı oluşturulmuştur.

3.5.3.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon

Uluslararası piyasalarla entegrasyonun sağlanması da portföy yatırımlarını etkileyen önemli bir unsurdur. Bu bütünleşmenin sağlanabilmesi için (Sağlamer, 2003:55):

- Kambiyo sistemi ve sermaye hareketleri düzene sokulmalı.
- Finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmeli.
- Finansal piyasalardaki menkul kıymet çeşitliliği artırılmalı.
- Özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliği artırılmalıdır.

3.5.3.4. Makro-Ekonomik İstikrar

Sermaye piyasalarında portföy sermaye hareketlerini artırmak için istikrarlı, büyüme yanlısı makro-ekonomik politikaların izlenmesi son derece önemlidir. Bu amaçla yapılacaklardan birincisi, mali açıkların kapatılmasıdır. Bu amaçla harcamaların kısılması ve gelirlerin artırılması gerekir. Harcamaların kısılması ve gelirlerin artırılması için; kamu harcamaları azaltılmalı, vergi sistemi basitleştirilmeli ve özellikle vergi kaçırmaı önleyici denetim mekanizmalarına işlerlik kazandırılmalıdır.

3.5.3.5. Enformasyon Teknolojisi

Portföy sermaye hareketlerini etkileyen unsurlardan bir diğeri de bilgi teknolojilerindeki gelişmişlik düzeyidir. Nitekim günümüzde yatırım işlemleri bilgisayar sistemleri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Dünyanın bir ucundaki yatırımcı bu şekilde dünyanın başka ucundaki bir ülkede yatırım yapabilmektedir. Bir ülkedeki sermaye piyasasının bu denli gerekli bir teknolojik altyapıya sahip olmaması yatırımlar önündeki en büyük engeldir.

3.5.4. Portföy Sermaye Hareketlerinin Faydaları

Portföy sermaye hareketlerini cazip kılan hususlardan biri, uluslararası piyasalarda birçok potansiyel getiri imkanı bulunmasıdır. Bu imkanlar yatırımcıları portföy sermaye hareketlerine yönlendiren önemli itici güçler olarak ifade edilebilir. Portföy sermaye hareketlerini yatırımcılara cazip kılan itici güçleri; yabancı piyasaların büyümesinde pay sahibi olunması, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla riskin azaltılması ve getirinin artırılması, düşük korelasyona sahip ülkelerde daha yüksek getiri elde etme imkanının ortaya çıkması şeklinde ifade etmemiz mümkündür (Bartram and Dufey, 2001:12).

Daha önce yapılan çalışmalarda portföy sermaye hareketlerinin faydaları ile ilgili çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır. Sermaye piyasalarının serbestleşmesi fikrinin savunucuları tarafından portföy sermaye hareketlerinin faydaları ile ilgili olarak portföy sermaye hareketlerinin yerel piyasanın etkinliğini ve likiditesini arttırdığı görüşü ortaya atılmıştır (Adabağ and Ornelas, 2005:4).

Diğer bir faydası ise, piyasanın daha düzenli ve kurallı bir şekilde islemesini sağlamasıdır. Çünkü yabancı yatırımcılar yatırım yapılan piyasanın daha düzenli ve kurallı bir şekilde islemesini tercih etmektedir. Bu kurallar ise öncelikle piyasadaki elde edilecek bilginin kaliteli olması ile ilgilidir (Adabağ and Ornelas, 2004:4). Bu sayede finansal piyasalar daha objektif bilgiye ulaşmayı sağlayacak ve dünya standartlarına uygun bir yapının oluşması sağlanacaktır.

3.5.5. Portföy Sermaye Hareketleri Önündeki Engeller

Portföy sermaye hareketleri önündeki engelleri genel riskler ve kurumsal sınırlamalar şeklinde iki farklı açıdan ele alabiliriz (Bartram and Dufey, 2001:37):

3.5.5.1. Genel Riskler

Portföy sermaye hareketleri önündeki engellerden biri olan genel riskleri, ülke riski ve döviz kuru riski olarak iki şekilde ifade edebiliriz (Bartram and Dufey, 2001:37):

3.5.5.1.1. Ülke Riski

Ülke riski genel olarak, transfer riskleri (sermaye akışlarındaki sınırlamalar), işletme riskleri (yönetim ve işletme faaliyetlerindeki kısıtlamalar), mülkiyet-kontrol risklerini (mülkiyet ve yönetsel kontrollerle ilgili devlet politikaları) kapsamaktadır. Ülke riski ayrıca döviz kontrolleri olasılığı, mal varlıklarının kamulaştırılması, vergi politikalarındaki değişimler ya da ülkedeki mevcut is çevresindeki diğer değişimleri de kapsamaktadır (Bartram and Dufey, 2001:41).

Yabancı ülkelerdeki politik ve ekonomik gelişmeler hususunda genel belirsizlikler ve hükümet faaliyetlerinden dolayı oluşan hata riski de ülke riskinin kapsamı içerisindedir (Bartram and Dufey, 2001:41). Bu risklerin üstesinden gelebilmek için yatırımcının ülkenin ekonomik büyüme için beklentilerini, politik gelişmeleri ve ödeme trendlerinin dengesini değerlendirmesi gerekir.

3.5.5.1.2. Döviz Kuru Riski

Yabancı yatırımcıların karşılaştığı genel risklerden biri de döviz kuru riskidir. Yatırımcının karşılaştığı döviz kuru riskini bir örnekle açıklamak gerekirse; yatırımcının Türkiye’de çıkarılan hazine bonosuna yatırım yapmak için elindeki yabancı parayı Türk Lirasına dönüştürüp hazine bonosu alımı yaptığını düşünelim. Belirli bir süre sonra yatırımcının elindeki hazine bonosunu satıp ülkesine dönmek istediğini varsayalım. Şayet yatırımcı elindeki yabancı parayı Türk Lirasına çevirirken söz konusu kurda bir değişme yoksa karlı bir yatırım yapmıştır diye düşünebiliriz fakat eğer Türk Lirası yabancı para karşısında değer kazanmışsa söz konusu kar, zarara dönüşebilir. İşte yatırımcının karşılaştığı döviz kuru riskini bu şekilde ifade edebiliriz.

3.5.5.2. Kurumsal Sınırlamalar

Kurumsal sınırlamalar genel olarak hükümet tarafından üzerinde durulan; vergilendirme, döviz kontrolleri, sermaye piyasası kontrolleri gibi kısıtlamaları içine alan sınırlamaları ifade etmektedir (Bartram ve Dufey, 2001:43). Bu sınırlamaların tek bakış açısı ile değerlendirilmesi doğru olmayabilir. Örneğin; bir ülkedeki vergilendirme politikaları portföy sermaye hareketleri önünde bir sınırlama gibi dururken, bu gibi bir durumun söz konusu olmadığı ülke için bu durum bir avantaj oluşturabilmektedir.

3.5.5.2.1. Vergilendirme

Vergilendirme politikaları portföy sermaye hareketleri için özendirici olabileceği gibi engelleyici de olabilmektedir (Bartram ve Dufey, 2001:44). Vergilendirme konusunda gerekli yasal düzenlemeler yerel hükümet tarafından yapılmaktadır ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Vergilendirme konusunda mevzuatların karmaşık olması portföy sermaye hareketlerini etkileyen önemli sınırlamalardan biridir.

İngiltere ve Singapur gibi ülkelerde yerleşik yatırımcıların uluslararası piyasalarda yaptıkları tahvil yatırımları ülkeye dönerken vergi süzgecinden geçmektedir. Ayrıca uluslararası portföy sermaye hareketlerine yönelik vergi düzenlemelerini ortadan kaldırarak bu tür yatırımlara zemin hazırlayan Lüksemburg, Malta, Karayip Adaları gibi ülkelerde mevcuttur (Somuncu ve Karan, 2005:44).

3.5.5.2.2. Döviz Kontrolleri

Uluslararası portföy sermaye hareketlerine konu olan ülkedeki sermayenin yurtdışına çıkmasını engellemek amacıyla söz konusu ülke tarafından döviz kontrolü ile sınırlandırmaya gidilmektedir. Bu konu ile ilgili Japonya'yı örnek gösterebiliriz. Çünkü Japonya'da 1970'lere kadar uygulanan döviz kontrolleri ile yerleşik yatırımcıların uluslararası piyasalardan menkul kıymet alım-satımı engellenmiştir (Bartram and Dufey, 2001:48).

3.5.5.2.3. Sermaye Piyasası Düzenlemeleri

Birincil ve ikincil piyasalarla ilgili yapılan düzenlemeler ve oluşturulan kurallar yatırımcıların korunması için gereklidir. Dünyada bu konuda oluşturulan kurullar mevcuttur. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri için Securites and Exchange Commission (SEC), Türkiye için Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) gibi sermaye piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin denetim ve kontrolü, bilgi kullanıcılarına güvenli bilgi aktarılması piyasadaki yerli ve yabancı yatırımcılar için ve piyasanın güvenilirliği için oldukça gereklidir.

Fakat bu kurullar tarafından yapılan düzenlemeler ülkedeki portföy sermaye hareketlerinin arttırılması için gerçekleştirilmeyebilir. Nitekim yapılan düzenlemelerle ulusal şirketlerdeki yabancı sermaye payına kısıtlama getirilebilir. Örneğin, Amerika Birleşik Devletlerinde sigorta şirketlerinin portföylerinin yabancı

menkul kıymetlerde değerlendirilmesine yapılan düzenlemelerle oransal kısıtlama getirilmiştir. Ya da emeklilik fonlarının tamamının yabancı menkul kıymetlerde değerlendirilmesi kısıtlanmıştır (Bartram and Dufey, 2001:50).

3.5.5.2.4. İşlem Maliyetleri

Yurtiçi piyasalarla karşılaştırıldığında genellikle yabancı piyasalardan menkul kıymet alım-satımı ile ilgili işlem maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Bu durum portföy sermaye hareketleri üzerinde bir kısıtlama oluşturmaktadır. Yabancı piyasalarda gerçekleştirilen işlemler aracı firmalar için daha maliyetlidir. Çünkü uluslararası piyasalara erişim masraflı olmaktadır.

Aynı durum fiyatlar hakkındaki bilgiler, piyasa hareketlenmeleri, şirketler ve endüstriler için teknik donanım ve ticarete aktif olarak katılmak zorunda olan herkes için geçerlidir. Ayrıca genel yönetim masrafları, bankalar arası veri transfer maliyetleri de buna dâhildir (Somuncu ve Karan, 2005:45). Bu nedenle aracı kurumlar tarafından yapılan bu masraflar müşterilere yansıtılmaktadır.

3.5.5.2.5. Yabancı Pazarları Tanıma

Yurtdışına yatırım yapanların yabancı piyasa ile ilgili bazı bilgilere sahip olması gerekir (Bartram ve Dufey, 2001:52). Kültürel farklılıklar, ticari prosedür, zaman aralıkları, raporlama yöntemleri gibi yabancı şirketlerin performansını ve ekonomik yapısını anlayabilmek için yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla çaba sarf etmek gerekmektedir. Mevcut bilginin sunumunda kullanılan muhasebe standart ve yöntemleri, yatırımcının kendi ülkesindeki uygulamalar ile benzer özelliklere sahip olmayabilir.

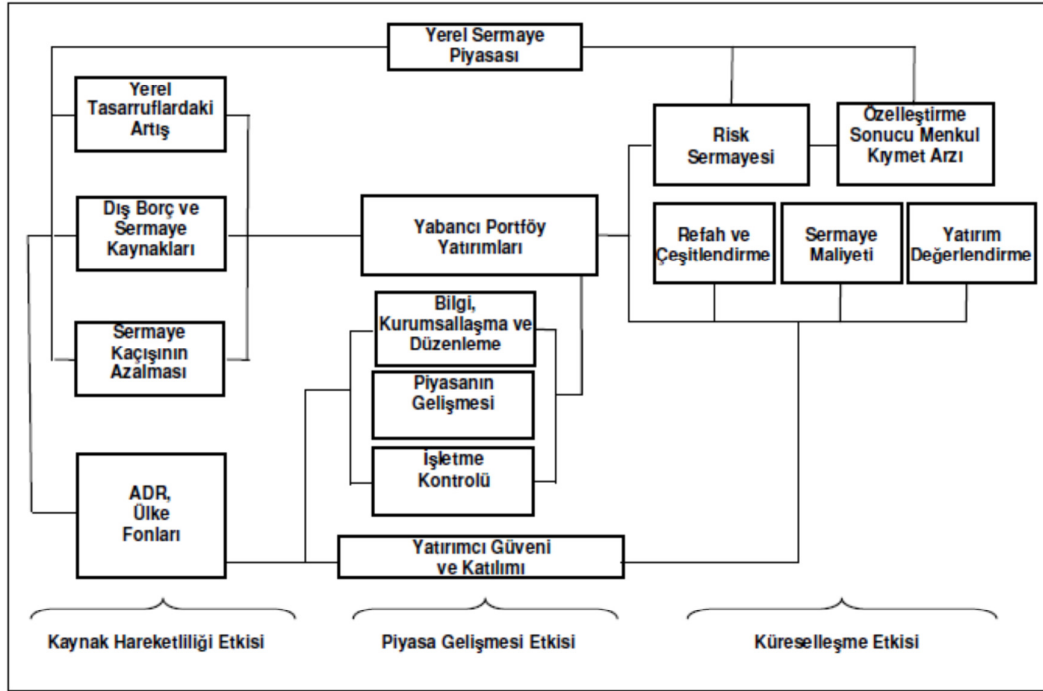
Bazen ise söz konusu kültürel farklılıklar basit bir engelden ziyade daha çok psikolojik bir engeli ifade etmektedir. Engelleri aşmak ve olası kazançlardan yararlanmak için uygun zamanı yabancı piyasaları incelemek için ayırmak faydalı olacaktır. Aslında, yabancı piyasa riskinin algılanması gerçekte olduğundan daha yüksek olabilir (Bartram and Dufey, 2001:53). Fakat yine de yabancı menkul değerler, çeşitlenebilir riski ortadan kaldırmak suretiyle toplam portföy riskinin azaltılması sağlanabilir.

3.5.6. Portföy Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Portföy sermaye hareketlerinin etkilerini farklı açılardan ele almamız mümkündür. Nitekim neo klasik iktisat teorisine göre, gelişmiş ülkelere yönelen portföy sermaye hareketlerindeki artış, tasarrufların global açıdan daha verimli dağılmasına ve sermaye verimliliğinin yüksek olduğu alanlarda değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır (Çetenak, 2006:30). Dolayısıyla, ekonomik büyümeyi ve refah düzeyini arttırıcı bir etki sağlamaktadır. Dünya geneli dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında ise, portföy sermaye hareketlerindeki bir artış, yatırımlara finansman sağlayarak daha yüksek gelir seviyesine ulaşılmasına, uluslararası ticaretin artmasına, yatırımların risklerinin dağıtımına olanak sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen portföy yatırımları, söz konusu ülkelerin gerçekleştirdiği borçlanma ile ortaya çıkan ağır faiz yükleri altında ezilmelerine de bir şekilde engel olmaktadır. Portföy sermaye hareketlerinden sağlanan fonlar, ödemeler dengesine katkı sağlamaktadır. Fakat özellikle bütçe açığı ve yüksek enflasyonun hakim olduğu ekonomilerde portföy sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri de olabilmektedir (Başoğlu, 2000:96). Söyle ki; söz konusu ülkelere portföy yatırımı yapılabilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz ve risk primi bileşimini sağlaması ve devalüasyon beklentisini asan bir düzeyde olması gerekmektedir. Bu durum ise yüksek reel faizler ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticarete konu olan mallarda nispi fiyat yapısı olumsuz etkilenecek dış ticaret dengesi bozulmaktadır. Bu şartlarda faiz ve kur politikaları alışılmış işlevlerini yitirmekte ve sermaye hareketlerine tabi hale gelmektedir.

Sekil 2-29'da portföy sermaye hareketlerinin etkisi; sermaye piyasasının gelişmesi, kaynak hareketliliği ve küreselleşme etkisi şeklinde üç şekilde ifade edilmektedir.



Şekil 3-11: Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkisi

Kaynak: (Vihang, 2001),

Portföy sermaye hareketleri ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında karşılıklı sermaye akışı, risk paylaşımı sağlanmakta ve kaynak ihtiyacı karşılanmaktadır. Gerekli portföy sermaye akımları doğrudan sağlanabileceği gibi, ADR ve ülke fonları yardımıyla da sağlanabilmektedir. Bir ülkede portföy yatırımların artışı ile birlikte yabancı yatırımcılar tarafından zamanında ve kaliteli bilgi, elverişli piyasa koşulları ve azınlık haklarının korunması ile ilgili düzenlemeler talep edilmektedir. Bu şekilde piyasanın gelişmesi ve şeffaflaşması sağlanmaktadır. Yabancı yatırımcıların katılımı ile birlikte yerel yatırımcılar arasında güven duygusu oluşmaktadır. Daha etkin bir piyasa ortamı sağlanmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının küreselleşme etkisi ile birlikte ise; sermaye maliyetlerinin azalması, yeni projelerin hayata geçirilmesi ve yerel yatırımcıların refah düzeyindeki artış ele alınabilir.

Portföy sermaye hareketlerindeki artışla birlikte sermaye maliyetlerinde belirgin bir azalma meydana gelmektedir. Çünkü belirli bir gelişmekte olan piyasayı dünya piyasalarından tamamen ayrı düşündüğümüzde, bir firmanın piyasadaki beklediği getiri yerel piyasa riskine bağlı olacaktır. Sermaye kontrollerinin kaldırılmasından önce ise menkul kıymet ticareti tamamen yerel yatırımcıların kontrolü altında yapılacaktır. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ve uluslararası

piyasalarla entegrasyonla birlikte beklenen getiri global piyasa riskine bağılı olacaktır. Ayrıca global piyasa riskinin, yerel piyasa riskinden küçük olacağı düşünülürken sermaye maliyetlerinin azalması beklenen bir sonuç olarak karşımıza çıkacaktır. Yani globalleşme ile birlikte sermayenin maliyetinde belirgin bir azalma yaşanacağı açıktır.

Sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara açılmasıyla birlikte bir ülkedeki projelere ya da yatırımlara da işlerlik kazandırılacaktır. Nitekim dış dünyaya kapalı bir piyasada risk yüksek olduğundan bazı projelerin ya da yatırımların hayata geçirilmesi mümkün olmamaktadır. Fakat yerel piyasanın dış dünyaya açılmasıyla birlikte risk düzeyinde belirgin bir düşüş yaşanacak ve önceki dönemlerde hayata geçirilmesi uygun olmayan projeler ya da yatırımlar hayata geçirilebilecektir. Portföy sermaye hareketlerinin küreselleşme etkisi içerisinde değerlendirilebilecek son husus menkul kıymet çeşitlendirmesinin yapılabilmesidir. Nitekim bu sayede yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından uluslararası piyasalarda menkul kıymet alım satımı yapılabilecek, çeşitlendirme ile birlikte getiride artış sağlanabilecektir. Dolayısıyla, yerel piyasalardaki yatırımcıların elde ettiği getirideki artış onların hayat standartlarının yükseltilmesine olumlu katkı sağlayacaktır.

Portföy sermaye hareketlerinin yukarıda ifade edilen olumlu etkileri yanında bazı yazarlar tarafından olumsuz etkileri üzerinde de durulmuştur. Örneğin, Kara (2001) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ifade edilen sıcak para ile birlikte yüksek maliyetle borçlanma ve reel kesimde küçülme meydana geleceği, devletin para, maliye ve gelir politikalarının islemez hale geleceği ve sonuçta ekonomik krizlerin kaçınılmaz olacağı ifade edilmiştir (Kara, 2001:30-35).

3.5.6.1. Dünya'daki Etkileri

Portföy sermaye hareketlerinin etkileri ile ilgili olarak değişik ülkelerde çok çeşitli araştırmalar yapılmıştır.

Corbo ve Hernandez (1994) tarafından yapılan çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği ve bu sebepten ötürü kontrol edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Levine ve Zervos (1996) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, sermaye piyasalarının gelişimi ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan

incelemeler sonucu; yabancı sermaye yatırımlarının, sermaye piyasasının gelişimine olumlu katkı sağladığı ve dolaylı olarak da uzun dönemde ekonomilerin gelişmesinde etkili olduğu ifade edilmiştir.

Rajan ve Zingales (1998) tarafından yapılan bir başka çalışmada da Levine ve Zervos'un çalışmasında olduğu gibi; finansal sektörün gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon bulunmuştur.

Rodrik ve Velasco (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Akyüz ve Conford (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, uluslararası sermaye hareketlerinin yarattığı istikrarsızlıklara değinilmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye bağımlı olduklarından dolayı finansal kriz ve diğer istikrarsızların etkilerine daha fazla maruz kaldığı ifade edilmiştir.

Choe, Kho ve Stulz (1999) tarafından Kore Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin söz konusu borsada istikrar bozucu etkilerinin olduğu yönünde bir kanıt rastlanmamıştır. Karolyi (2002) tarafından Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada da aynı sonuca ulaşılmıştır.

Lin, Lee ve Chiu (2008) tarafından Tayvan Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin piyasa volatilitelerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Jianxin (2007) tarafından Tayland ve Jakarta Menkul Kıymet Borsalarında gerçekleştirilen çalışmada da, portföy sermaye hareketleri ile piyasa volatilitesi arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.

3.5.6.2. Türkiye'deki Etkileri

Portföy sermaye hareketlerinin etkileri ile ilgili olarak dünyada olduğu gibi Türkiye'de de çeşitli çalımsalar yapılmıştır.

Celasun ve Denizer (1999) tarafından yapılan çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin kamu tüketim harcamaları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı fakat özel tüketim harcamalarını açıklamada anlamlı bir değişken olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Uluengin ve Yentürk (2001) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Türkiye'deki toplam harcamalar içerisinde yabancı tasarrufların etkisi incelenmiştir.

Yapılan incelemeler sonucu, yabancı tasarrufların tüketim üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Akyüz ve Boratav (2002) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin büyümeye olan etkisi incelenmiştir. Portföy sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İnsel ve Sungur (2003) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye ekonomisindeki uluslararası sermaye hareketlerinin; GSMH, büyüme oranı, resmi rezervler, cari açık gibi çeşitli seçilmiş makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucu, sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde volatilitiyi arttırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve ülke ekonomisinde istikrarsızlığın artmasında önemli rol oynadığı ifade edilmiştir.

Cihan (2005) tarafından yapılan çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tasarruf açığı bulunan gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik büyümeyi sağlama, yatırımları ve bununla birlikte istihdamı ve teknolojik gelişmeyi artırma gibi olumlu etkilerine karşın, özellikle kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin ekonomik altyapısı zayıf olan birçok ülkede, makroekonomik dengeleri bozduğu ve büyük ekonomik daralmalara yol açtığı görülmüştür.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise; reel faiz oranları ile net yabancı portföy sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analizler sonucu, bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğunu destekleyen bulgulara ulaşılmıştır.

Örnek (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yarattığı; kısa vadeli sermaye akımlarının ise, kısa ve uzun vadede, yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki yarattığı bulunmuştur.

3.6. ÖDEMELER DENGESİ VE PORTFÖY YATIRIMLARI

3.6.1. Ödemeler Dengesi ve Yapısı

Ödemeler dengesi, bir ekonomide yerleşik kişilerin (merkezi hükümet, bankalar, gerçek ve tüzel kişi ve kuruluşlar), diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sonucunu gösteren sistematik bir kayıt biçiminde tanımlanmaktadır. Ödemeler dengesi kayıtları genellikle bir yıllık olmaktadır. Ödemeler dengesinin belli bir dönem boyunca gerçekleştirilen ekonomik işlemleri göstermesi, ödemeler dengesinin stok değil, akım kavram olduğunu göstermektedir (Seyidoğlu, 2003:397).

Ödemeler dengesi, ilgili ülkenin mal, hizmet, sermaye akımları gibi dış ekonomik ve mali işlemlerini göstermektedir. Ayrıca ödemeler dengesi, ilgili ülkenin dış dünyadan sağladığı gelirlerin dışarıya yaptığı ödemelere eşit olup olmadığını ortaya koymaktadır. Ödemeler dengesindeki denge ya da dengesizlik durumu, ilgili ülkenin uluslararası ödeme gücündeki düzelleme ve bozulmaları ortaya koyarak, o ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının göstergesi olmaktadır (Seyidoğlu, 2003:395). Ödemeler dengesi, ilgili ülkede uygulanan ekonomik ve mali politikaların doğrudan bir sonucu olması nedeniyle, o ülkenin ekonomik performansının bir göstergesi olarak ele alınmaktadır.

Ödemeler dengesinin açık veya fazla vermesi, ilgili ülkenin milli gelir seviyesi, GSYH büyüme oranı, istihdam düzeyi, kalkınma hızı, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kurları, ücret artışları, gelir dağılımı ve dış borç seviyesi gibi makroekonomik değişkenlerini olumlu ya da olumsuz olarak etkilemekte ve ödemeler dengesi bu değişkenlerle sıkı bir ilişki içinde bulunmaktadır. Bu nedenle, ülkenin ekonomisinin kontrol altında tutulabilmesi ve iyi yönetilebilmesi, eğer sorun varsa gerekli önlemlerin alınabilmesi ve politika düzenlemelerinin zamanında yapılabilmesi için ödemeler dengesi istatistiklerinin sürekli olarak ve dikkatli bir şekilde takip edilmesi gerekmektedir.

Ödemeler dengesi, bir ülkede uygulanan ekonomik ve mali politikaların bir sonucu olması ve temel makroekonomik değişkenler ile sıkı bir ilişki içinde

bulunması nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Bir ülkenin dış ticaret, mali ve parasal politikalarını belirleyen ve uygulayan kamu kuruluşları ve politika karar alıcıları, dış ticaret ve yatırımlarla ilgili kişi ve kuruluşlar, iş çevreleri, politikacılar ve kamuoyu için ödemeler dengesi önemli bir göstergedir. Bunun yanı sıra, Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası ekonomik ve mali kuruluşlar, ülkenin ekonomik performansının bir göstergesi olması nedeniyle, kredi başvurusunda bulunan ülkelerin ödemeler dengesi kayıtlarını ayrıntılı olarak incelemektedir.

Yukarıdaki tanımdan da görebileceğiniz gibi ödemeler dengesinde iki temel kavram vardır. Bunlardan birincisi yerleşiklikdir. Yerleşiklik kavramı ile, bir ekonomide bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet edip, o ekonomi içerisinde faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir. Fakat bu yerleşik olma kavramının sahip olunan yurttaşlıkla aynı olması gerekmemektedir. Kişiler farklı bir ülkenin yurttaşı da olsalar, sürekli oturdukları veya işlerini yürüttükleri ülkede yerleşik sayılmaktadırlar. Diğer bir kavram ise ekonomik işlemdir. Ekonomik işlem, ele alınan ülke ile dış dünya arasındaki mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemleri, finansal varlık ve yükümlülüklerle ilgili işlemleri, ele alınan ekonomideki yerleşik kişilerden diğer bir ekonomideki yerleşik kişilere sağlanan transferleri içermektedir (Seyidoğlu, 2003:398). Uluslararası ekonomik işlemler içerisinde geleneksel olarak mal ve hizmet ticareti ilk sırada gelmektedir. Fakat dünyada iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler ve yaşanan finansal serbestleşme süreci uluslararası sermaye hareketlerinin önemini artırmıştır.

Ödemeler dengesinde işlemler çift kayıt muhasebe sistemine göre kaydedilmektedir. Buna göre, her bir işlem eşit değerde iki ayrı kaleme iki kayıt ile gösterilmektedir. Bu kalemlerin biri pozitif işaretle gösterilen alacak kaydı, diğeri ise negatif işaretle gösterilen borç kayıdır. Böylelikle rapordaki tüm kayıtların bakiyesi sıfırdır (TCMB, 2005:2).

Çift kayıt muhasebe sistemine göre, ekonomik işlemlerin alacak ve borç kayıtları mülkiyet değişiminin gerçekleştiği anda yapılmaktadır. Ekonomik işlemlerin değerlendirilmesinde, işlemin gerçekleştiği ve alıcı ile satıcının almaya ve satmaya razı oldukları fiyat olan piyasa fiyatı kullanılmaktadır (TCMB, 2005:4).

Tablo 35: Ödemeler Dengesinin Şematik Yapısı

I. CARI İŞLEMLER HESABI
A. Dış Ticaret Dengesi
1. Mal İhracatı
2. Mal İthalatı
B. Hizmetler Dengesi
C. Gelirler Hesabı Dengesi
D. Cari Transferler
II. SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI
A. Doğrudan Yatırımlar
B. Portföy Yatırımları
C. Finansal Türevler
D. Diğer Yatırımlar
E. Rezerv Varlıklar
III. NET HATA VE NOKSAN

Kaynak: Bu tablo, TCMB (2005)'e dayalı olarak düzenlenmiştir.

3.6.1.1. Ödemeler Dengesinin Ana Hesap Gruplarının Tanıtımı

Ödemeler dengesi tablosu cari işlemler ile sermaye ve finans hesaplarından oluşmaktadır. Cari işlemler hesabı; mal ve hizmet ve gelir ile ilgili işlemleri ve cari transferleri; sermaye hesabı da reel kaynak akımlarının finansmanını göstermektedir. Cari işlemler hesabı dengesi mal ve hizmetler dengesi, yatırım geliri dengesi ve cari transferlerin toplamından oluşmaktadır. Bu toplam eksi değerli ise cari işlemler hesabı açığı, artı değerli ise cari işlemler hesabı fazlası bulunmaktadır (TCMB, 2005:4).

Cari işlemler hesabı dengesinin finansmanını sermaye hesabı sağlamaktadır. Eğer cari işlemler açığı bulunuyorsa sermaye hesabı bunu dengelemek üzere fazla vermekte, eğer cari işlemler fazlası bulunuyorsa sermaye hesabı açık vermektedir. Bir başka ifadeyle, cari işlemler açığı veren ekonominin, bu açığı kapatmasının yolu dışarıdan sermaye girişi sağlamaktan geçmektedir.

3.6.1.1.1. Cari işlemler Hesabı

Cari işlemler hesabı üç alt bölüme ayrılmaktadır: mal ve hizmetler, gelirler ve cari transferler (karşılıksız transferler).

3.6.1.1.1.1. Mal ve Hizmetler

Mal ticareti yerine görünür ticaret deyimini de kullanılmaktadır (Seyidoğlu, 2003:402). Mal ticareti ayrıca cari işlemler hesabının en büyük kategorisidir. Mallar, genel mal ticareti, onarım gören mallar, taşıtlar için limanlarda sağlanan mallar, ticari altın ve işlem gören malları kapsamaktadır (TCMB, 2005:4).

Ülkenin hizmet ithali ve ihracından kaynaklanan ödeme akımları hizmetler hesabına kaydedilmektedir. Hizmet ithal ve ihracı görünmez ticaret olarak da adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2003:402). Bu alt hesabın kapsamını, ulaştırma (navlun dahil), haberleşme hizmetleri, bilgisayar ve bilgi hizmetleri, inşaat hizmetleri, turizm gelir ve giderleri, sigorta hizmetleri, mali hizmetler, ticari ve ticaret bağlantılı diğer hizmetler, finansal kiralama hizmetleri, çeşitli teknik hizmetler, patent ve lisans komisyonları, kişisel, kültürel ve eğitsel hizmetler ile resmi hizmetler oluşturmaktadır (TCMB, 2005:5).

3.6.1.1.1.2. Gelirler

Bu alt hesap doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarları kapsamaktadır. Bu hesap doğrudan yatırımlar ile ilgili olarak hisse gelirleri, sermayeye katılan kazançlar, kar payları ile şirketlerarası diğer yatırımlardan doğan gelir ve giderleri içermektedir. Portföy yatırımlarında da hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) içermektedir. Diğer yatırımlarda ise diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderlerin (faiz) kaydı yapılmaktadır (TCMB, 2005:5).

3.6.1.1.1.3. Cari Transferler

Bu gruba ülkeler arasında bağış ve hibe şeklinde yapılan işlemler dahil olmaktadır. Ülkeye mal, hizmet ya da para girişi gerçekleştiği halde, karşılığında

hiçbir ödemede bulunmak gerekmediği için, bu tür işlemler tek yanlı veya karşılıksız transferler olarak da adlandırılmaktadır. Cari transferler bağışta bulunanın kişiliğine göre resmi ve özel nitelikte olabilmektedir (Seyidoğlu, 2003:403). Cari transferlerin sektörlere göre dağılımı, merkezi hükümet (hibe, vb.) ve diğer sektörler (işçi havaleleri ve diğer transferler) şeklindedir (TCMB, 2005:5). Yurtdışında çalışan ülke vatandaşlarının gönderdikleri dövizler ve bedelsiz ithalat bu hesabın en önemli kalemlerini oluşturmaktadır.

3.6.1.1.2. Sermaye ve Finans Hesapları

Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımları bu hesaba kaydedilmektedir. Sermaye ithal ve ihracı uluslararası ekonomik işlemlerin bir bölümünü oluşturmaktadır. Sermaye hareketleri, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişmeler ve bu değişmelerin karşılıklı kayıtlarını kapsamaktadır (TCMB, 2005:6). Ödemeler dengesinde yurtdışından ülkeye sermaye girişı, alacak kaydı olarak, ülkeden sermaye çıkışı da borç kaydı olarak gösterilmektedir.

Finans hesapları sermaye şekline göre beş alt gruptan meydana gelir: doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar.

3.6.1.1.2.1 Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımdır. Burada dikkat edilecek konu, sermayenin kaynak ülkeden yatırıma ev sahipliği yapacak ülkedeki şirket hisselerinin yatırımcı tarafından en az %10'una sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması şartı bulunmasıdır (TCMB, 2005:7).

3.6.1.1.2.2. Portföy Yatırımları

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlardır ve genellikle hükümet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir (TCMB, 2005:7). Portföy yatırımlarının ülkeye giriş-çıkışında dış ülkelerin faiz oranları ve yurtiçi faiz oranı ve yatırım yapılan ülkedeki ekonomi

politikaları ayrıca ekonomik ve siyasi istikrar da önemli rol oynamaktadır. Portföy yatırımlarının ülkeye giriş-çıkışı, iletişim teknolojilerinde sağlanan gelişme sayesinde oldukça kısa sürede olabilmektedir ve herhangi bir riskte yatırımcılar portföylerini boşaltabilmektedir. Doğrudan yatırımlara göre likiditesi daha yüksek olan portföy yatırımlarının bu şekilde ülkeden çıkışı, ülkelerin ödemeler dengesi sorunları ve finansal krizler yaşamasına neden olabilmektedir.

3.6.1.1.2.3. Finansal Türevler

Finansal türevler, bir dayanak varlığın değerine bağlı ancak bu dayanak varlıktan bağımsız olarak alım-satımı yapılan finansal araçları kapsamaktadır. Finansal türevler, sahibine ileri bir tarihte getiri sağlayan faiz veya para swapları, futures, options gibi ikincil piyasa araçlarıdır. Finansal türevler, vadeli ve opsiyon tipi sözleşmeler olmak üzere iki temel grupta toplanmaktadır (TCMB, 2005:8).

3.6.1.1.2.4. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar; doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerini içermektedir. Bu kalem, ticari krediler, krediler, döviz mevcutları ve mevduat hesapları ve diğer varlık ve yükümlülükler olarak alt gruplara ayrılmaktadır (TCMB, 2005:8).

3.6.1.1.2.5. Rezerv Varlıklar

Bu hesapta, merkez bankasının döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalelerin sonucunda ülkenin uluslararası resmi rezervlerindeki değişimler gösterilmektedir. Rezerv varlıklar hesabı, esas olarak denkleştirici bir hesaptır.

Rezerv varlıklar, parasal altın rezervleri, özel çekme hakkı (SDR), IMF nezdindeki rezerv pozisyonu, döviz rezervleri ve diğer alacak hakları olarak sınıflandırılmaktadır. Parasal altın rezervleri, ülkenin parasal yetkilisinin elinde tuttuğu parasal altın rezervlerini içermektedir. Özel çekme hakları (SDR), IMF tarafından yaratılan ve üye ülkelerin kotaları çerçevesinde üye ülkelere rezerv sağlamak amacıyla tahsis edilen bir uluslararası rezerv şekli olmaktadır. IMF nezdindeki rezerv pozisyonu, üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının

toplamı olup, üye ÷lkeye her an ödenebilen tutarlardır. IMF'den satın alınan tutarlar, döviz rezervlerinde artış, rezerv pozisyonunda azalışı ifade etmektedir. Döviz rezervleri parasal otoritenin elinde tuttuğu ödemelerde hemen kullanılabilir yabancđ paralar, menkul kıymetler ile yurtdışında geçerli senet, çek, poliçe ve benzeri ödeme araçlarını içermektedir. Diğer alacak hakları ise, yukarıda sınıflananlar dışında kalan diğer rezerv varlıklarıdır (TCMB, 2005: 9).

3.6.1.1.3. Net Hata ve Noksan

Ödemeler dengesi, her işlemin iki ayrı işaretle kaydedildiği bir muhasebe sistemidir. Bu yüzden, ödemeler dengesi her zaman dengede olması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, cari işlemler hesabı her zaman sermaye ve finans hesapları kalemine mutlak değer olarak eşit olması gerekmektedir. Fakat uygulamada, çeşitli nedenlerden dolayı bu teorik sonuca her zaman ulaşmak mümkün değildir. Verilerin değişik kaynaklardan elde edilmesi, değerleme, ölçme ve kayıt zamanı, farklılıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu durumda denge, alacak ve borç kayıtlarının birbirine eşit olmaması sonucunda ortaya çıkan farkın net hata ve noksan kalemine yazılması ile sağlanmaktadır. Yani, net hata ve noksan kalemi ayrıca hesaplanan bir kalem değil, borç ve alacak kayıtlarının arasındaki farktan oluşan bir kalıntıdır (TCMB, 2005:9-10).

3.6.2. Cari İşlemler Hesabı Dengesi

Cari işlemler hesabı dengesini iki şekilde tanımlanabilmektedir. Birincisi yukarıda açıklandığı üzere cari işlemler hesabı dengesi, ödemeler dengesi kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Transit ticaret gelirleri, sigorta, navlun ve taşımacılık gibi uluslararası ticaretin gerçekleşmesini temin eden çeşitli hizmet gelirleri net ihracata dahil edilmektedir. İlgili ÷lkenin yabancı yatırım gelirleri, turizm gelir ve harcamaları ve ilgili ÷lkenin dış borçluluk durumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri ve gelirleri ise hizmetler dengesine dahil edilmektedir (Tiryaki, 2002:1).

Milli gelir hesaplarının kullanılması, cari işlemler hesabı dengesinin tanımlanmasındaki ikinci yöntem olmaktadır. Böylelikle milli gelir hesaplan, cari

işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşimi gösterebilmektedir (Tiryaki, 2002:1). Gayri safi milli hasıla (GSMH), (C) özel tüketim harcamalarını, (I) kamu ve özel sektörün yatırım harcamalarını, (G) hükümetin cari harcamalarını, (X-M) net mal ve hizmet ihracatı ile net faktör gelirlerinin toplamını göstermek üzere bir ekonomideki genel denge aşağıdaki (1) numaralı eşitlikteki gibi gösterilebilir.

$$GSMH = C + I + G + (X-M) \quad (1)$$

Harcanabilir gelir tüketim (C), tasarruf (S), hükümete verilen vergi (T) ve yurtdışına transfer (Tr) biçiminde kullanılabildiğine göre (2) numaralı özdeşliği elde edebiliriz.

$$GSMH = C + S + T + Tr \quad (2)$$

(1) ve (2) numaralı ifadeler değişik bakış açılarından milli gelir toplamını verdiği için her iki ifadeyi birbirine eşitleyerek (3) numaralı ifadeyi elde edebiliriz.

$$(X-M) - Tr = (S-I) + (T-G) \quad (3)$$

(3) numaralı ifadenin sol tarafı cari işlemler hesabı dengesini vermektedir. Buna göre cari işlemler hesabı dengesi tasarruf-yatırım açığı ile hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır.

Ülkenin cari işlemler dengesi ile net sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla (4) numaralı özdeşliği yazabiliriz. Toplam tasarruflar yatırım yapmak (I), bütçe açığını finanse etmek (G-T) ya da yurt dışında herhangi bir varlık (FA) satın alarak değerlendirilebilir.

$$S = I + (G-T) + FA \quad (4)$$

Bu ifadeyi yeniden düzenleyerek (5) numaralı özdeşliği elde edebiliriz.

$$FA = (S-I) + (T-G) = (X-M) - Tr \quad (5)$$

(5) numaralı özdeşlik, yurtiçi yatırımlarından daha fazla miktarda tasarrufta bulunan ve aynı zamanda tasarruf-yatırım farkından daha az miktarda bütçe açığı bulunan bir ülkenin yabancı varlık stokunun artacağını ifade etmektedir. Yabancı

varlık stokunun artışı ise, yurtdışına sermaye çıkışı olarak nitelendirilebilmektedir. Burada dikkat çekici nokta, yurtdışına sermaye çıkışının cari işlemler fazlasıyla sağlanabileceğidir (Tiryaki, 2002:2).

Dışa açık küçük bir ekonomide veri dünya faiz oranında ve sermayenin mobilitesinin tam olduğu varsayımları altında, yurtiçi toplam tasarruflarından daha fazla yatırım yapan ülkeler cari işlemler hesabı açığı vermekte ve bu cari açığı yurtdışından borçlanarak finanse etmektedirler. Yani, cari açığına eşit miktarda sermaye hesabı fazlası vermekteler. Bu analizde dış borç verenlerin, borç verdikleri ülkelerin artan dış borç seviyesi karşısında duyarlı olmadığını ve ayrıca sermayenin mobilitesinin tam olduğu varsayılmıştır. Böylece dünya faiz oranının yurtiçi faiz oranına eşit olduğu seviyede, yurtiçindeki ekonomik birimler istedikleri kadar borçlanabilmekte yani sonsuz elastikiyete sahip olan bir yabancı ödünç verilebilir fon arzıyla karşılaşmaktadırlar (Makin, 2002:80-81).

Bu varsayımları ortadan kaldırdığımızda, borç verenler, borç alan ülkenin cari işlemler açığını ve artan dış borç seviyesini risk olarak algılamaya başlamaktadır ve bu da borç verme kararlarını etkilemektedir. Bu durumda, cari işlemler açığını finanse etmek isteyen ülkeler yurtiçi faiz oranını dünya faiz oranına göre daha yüksek bir seviyeye çıkartarak yabancı sermaye akımlarını çekmeyi amaçlamaktadır. Ülkenin riski ne kadar yüksek ise faiz oranları arasındaki fark o kadar büyük olmaktadır. Faiz oranı farkı ne kadar yüksek ve döviz kuru beklentileri ne kadar statik ise yani yerli paranın değer kaybetmesi beklenmiyorsa, yabancı yatırımcılar için faiz-kur arbitrajı fırsatı o kadar yüksek olmaktadır (Makin, 2002:81-82). Bu da ülkeye artan miktarda faiz-kur arbitrajı fırsatı arayan, istikrarsız ve spekülatif nitelikli portföy yatırımlarının gelmesini sağlamaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN KOBİ FİNANSMANI ÜZERİNE ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1 PANEL VERİ ANALİZİ

4.1.1 Panel Veri Analizi

Regresyon modelleri hem betimsel hem de yapısal ekonometrinin önemli istatistiksel araçlarıdır. Buna karşın, ekonomik verilerle kurulan regresyon modelleri neden-sonuç ilişkisini vermez. Bunun nedenini şu şekilde açıklayabiliriz: Normalde gözlemlenen ve gözlemlenemeyen değişkenler arasında bir ilişkinin olması beklenilebilir fakat regresyon modellerinde açıklayıcı değişkenler ile gözlemlenemeyen değişkenlerin ilişkisiz olduğu yapısal olarak kabul edilmiştir. Bunun yanı sıra, gözlemlenemeyen heterojenlikten dolayı da değişkenler arasında ilişki olabilir. Bu durum özellikle yatay kesit regresyon analizlerinde yaygın bir sorundur. Eğer hem sağ hem de sol taraf değişkenleri doğrudan etkileyen bir değişken denkleme katılmamışsa, açıklayıcı değişkenler hata terimi ile ilişkili olacak ve regresyon katsayıları sapmalı bulunacaktır. Ekonometrinin bu sorunlara karşı geleneksel çözüm yolu çoklu regresyon ve araç değişken modelleridir (Arellano, 2003:7). Son yıllarda bu soruna karşı kullanılan sağlam bir çözüm yolu da panel veri analizidir. Panel veri, muhtemelen ilişkili ve zamanla değişmeyen heterojenliği, gözlemlenemezse bile kontrol altına alma kabiliyetine sahip olduğundan sıkça kullanılmaya başlanmıştır.

Panel kelimesi Felemenkçe bir kelime olup aslında dikdörtgen dolap anlamına gelmektedir. Ekonometride panel kelimesi zaman boyutu ve zamansal olmayan bir boyuta sahip veri kümeleri anlamına gelmektedir (Ahn ve Moon, 2001:1). Yatay kesit verisi ile zaman serisi verisinin birleşiminden elde edilen veriler uzunlamasına (longitudinal) veriler olarak adlandırılmakla birlikte bu verilerde gözlemler aynı zaman boyutunda aynı birimlerden elde ediliyorsa panel veri adını almaktadır. Fakat

uygulamada panel veri yatay kesit ve zaman serisi verisinin birleşimi anlamında kullanılmaktadır. Panel veri, bir kesitin (insan, şirket, ülke vb herhangi bir birim olabilir) belirli bir dönem boyunca belirli bir zaman aralığında sürekli takip edilmesiyle elde edilen veri kümesidir. Panel veri analizi ise belli bir zaman çerçevesinde dönemsel olarak gözlemlenen belirli bir nesnenin analiz yöntemidir. Panel veri analizi çok değişik bilim alanlarında kullanılmaktadır. Örneğin, psikolojide insan davranışlarının analizinde kullanılmaktadır. Ekonomide şirketlerin ve ücretlilerin zaman içerisindeki davranışlarını analiz etmede kullanılır. Sosyoloji ve sağlık bilimlerinde belirli bir grup insanın özelliklerini ve belirli bir faktöre karşı tepkilerini analiz etmede kullanılır. Eğitim bilimlerinde öğrencilerin ders başarıları veya mezun olma durumlarının analizinde kullanılır.

Literatürde panel kelimesi ile hem panel verinin hem de panel araştırmaların ifade edilmesi sıkıntılı bir durumdur. Ayrıca, birleştirilmiş veri ile panel veri arasındaki fark da önemlidir. Panel veriler, birleştirilmiş verilerin özel bir durumudur. Aynı birimlerin zaman içerisinde izlenmesine dayanır.

Panel veri hem zaman hem de yatay kesit boyutlarına sahip olduğundan regresyon yöntemlerinin panel veriye uygulanması sadece bir boyuta sahip olan verilere uygulanmasından daha zordur. Bununla birlikte, panel veri analizi giderek artan bir şekilde yaygınlaşmakta ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde kullanılmaktadır. Panel veri ile ilgili en fazla bilinen iki örnek Amerika'daki NLS yani İş gücü Piyasaları Deneyimlerinin Ulusal Uzunlamasına Araştırmaları (National Longitudinal Surveys of Labor Market Experience) ve PSID yani Gelir Dinamiklerinin Panel Çalışmasıdır (Panel Study of Income Dynamics). NLS 1960'lı yılların ortalarında başlamış ve değişik işgücü kesimini içeren beş ayrı panel veri içerir. Bunlar; 1966'da 14 ile 24 yaş arası olan genç erkekler, 1966'da 45 ile 59 yaş arası olan erkekler, 1967'de 30 ile 44 yaş arası olan kadınlar, 1968'de 14 ile 24 yaş arası olan genç kadınlar ve 1979'da 14 ile 21 yaş arası olan her iki cinsten olan gençlerdir (<http://www.bls.gov/nls/oldyoungmen.htm>). Araştırmada kullanılan soruların sayısı bini geçmektedir ve ağırlıklı olarak işgücü piyasasının arz tarafını incelemektedir (Hsiao, 2003:1).

PSID yaklaşık olarak 6.000 aile ve 15.000 bireyden oluşan temsili bir örneklemden yıllık ekonomik veriler toplamaya 1968'de başlamıştır. Veri kümesi istihdam durumu, gelir, konut sahibi olup olmama, sermaye birikimi, işe nasıl gittiği

vb soruları içeren 5.000'den fazla soruyu kapsamaktadır.

Avrupa'da çeşitli ülkeler yıllık veya daha sık frekanslarda ulusal veri toplayan kuruluşlara sahiptir. Örneğin; Hollanda'da Sosyo-Ekonomik Panel (SEP), Almanya'da Alman Sosyal Ekonomik Panel (GSOEP), Lüksemburg'ta Sosyal Ekonomik Panel (PSELL), İngiltere'de İngiliz Hane Halkı Panel Araştırmaları (BHPS) gibi. Avrupa Topluluğunun İstatistik Ofisinin Ulusal Veri Toplama Birimi 1994'te mevcut ulusal panelleri koordine ederek ve birbirlerine bağlayarak çok amaçlı merkezi yıllık panel araştırmaları başlatmıştır. Panel veri araştırmaları gelişmekte olan ülkelerde de yapılmaya başlanmıştır. Bu ülkelerde genellikle istatistiksel bilgi toplama geleneği yoktur. Bu yüzden bu ülkelerde birçok önemli soruya cevap verecek özgün araştırmaların yapılması özel bir öneme sahiptir. Bu yüzden Dünya Bankası birçok panel araştırmasına sponsor olmuş ve desteklemiştir. Örneğin, Çin'in Kırsal Kalkınma Ulusal Konseyi Dünya Bankası ile i birliği yaparak 200 büyük şehir ve kasabadaki işletmeler üzerinde 1984 ile 1990 yılları arasında yıllık bir panel araştırma yapmıştır (Hsiao, 2003:3).

Yukarıda belirtilen bu mikro panellerin yanında ekonomistler tarafından kullanılan makro panellerde vardır. Bunlardan birincisi <http://pwt.econ.upenn.edu> internet adresinde mevcut olan PWT (Penn World Table) veri tabanıdır. PWT 188 ülkenin satın alma gücü paritesini ve ulusal gelir hesaplarını uluslar arası fiyatlara dönüştürerek 1950 ile 2004 yılları arasındaki dönemin ya hepsini ya da bir kısmını sunmaktadır. Buna ek olarak, Avrupa Birliği ve OECD kendi ülkeleri için satın alma gücü ve reel üretim tahminlerini vermektedir. İkinci makro panel Dünya Bankasının büyük bir makro panel kaynağı olan WDI yani Dünya Gelişim Göstergeleridir (World Development Indicators). 2007 WDI bir milyondan fazla nüfusa sahip 152 ekonominin 900'den fazla göstergesine sahiptir. Üçüncü makro panel Uluslar arası Para Fonunun birkaç kaynak olarak sağladığı makro panellerdir. Dünya Ekonomik Görünüm Veri Tabanı (World Economic Outlook Database) GSYİH büyüme oranı, enflasyon, işsizlik, ödemeler dengesi, ithalat, ihracat, dış borç, sermaye akımı, e ya fiyatları vb gibi değişkenleri içeren zaman verilerini sunmaktadır. Ayrıca Uluslararası Finansal İstatistikler (International Financial Statistics) 200'den fazla ülkenin yaklaşık olarak 32.000 zaman serisi verisini 1948'den başlayarak vermektedir. Bu veriler döviz kuru, fon hesapları, temel global ve ulusal ekonomik göstergeleri içermektedir.

Dördüncü panel Amerika'nın http://unstats.un.org/unsd/economic_main.htm internet adresinden verdiği ülkelerin refah seviyesi panelidir. Bu panel sanayi istatistikleri, ticaret ve ulusal hesapları içermektedir. Diğer makro paneller ise öyle sıralayabiliriz; Ekonomik İşbirliği Kalkınma Örgütü'nün (OECD) panel verileri, Avrupa Merkez Bankasının (ECB) kendi üye ülkeleri için sağladığı makro paneller ve Merkezi Haber Alma Ajansının (CIA) kendi internet sitesinde verdiği makro paneller (Baltagi, 2005:4).

4.1.2 Avantaj ve Dezavantajları

Panel veri analizinin yaygınlaşmasının temel sebeplerinden biri bu yöntemde daha fazla veriye sahip olunması ve böylece sadece kesit veya sadece zaman serisi verilerinde cevap bulunamayan sorulara panel veri analizinde cevap bulunmasıdır. Panel verinin ekonometrik analizlerde sağladığı faydaları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- Model parametrelerin daha doğru tahminin sağlanması: Sadece yatay kesit verilerinden oluşan bir araştırma N sayıda gözlemden oluşur, sadece zaman serisi verilerinden oluşan bir araştırma T sayıda gözlemden oluşur. Bu iki tür verinin birleştirilmesi ile oluşan panel veri ise $N \times T$ sayıda gözleme sahip olur. Görüldüğü gibi panel veri, yatay kesit ve zaman serisi verilerinden daha fazla gözlem sayısına sahip olduğundan daha fazla serbestlik derecesine ve örneklem tesadüfiliğine sahiptir. Bu yüzden ekonometrik analizlerin etkinliği daha fazladır (Hsiao et al., 1995:316). Örneğin, dışsal değişkenlerin modele katıldığı ve bu değişkenlerin etkisini ölçen parametrelerin tahminini hedefleyen bir araştırmada, panel verinin aynı sayıda gözleme sahip fakat sadece yatay kesitten oluşan bir veri setinden daha etkin sonuçlar bulunmuştur.

- Panel veri sadece birimlere veya zaman serisine sahip verilerin analizinde elde edilemeyen sonuçların tespitinde kullanılabilir. Panel veri uyum dinamiklerinin (dynamics of adjustment) incelenmesinde daha iyi sonuçlar verir. Göreceli olarak sabit olan yatay kesit dağılımları birçok değişikliği saklar. Örneğin, üretim fonksiyonlarının analizinde ölçek ekonomilerini teknolojik değişimden ayırma problemi sadece bir boyuta sahip veriyle analiz edilemez. Yatay kesit ölçek ekonomilerinin incelenmesinde küçük ve büyük firmaların maliyetlerinin karşılaştırılmasında kullanılabilir, fakat verilerin tamamı tek bir

döneme ait olduğundan teknolojik değişimin etkisini tahmin etmek mümkün olmaz. Verilerin tek bir firma üzerine zaman serisinden oluşması daha kötüdür. Bu firmanın maliyetlerinde zamanla bir değişimin teknolojik değişmeden mi yoksa firma büyüklüğünde bir değişmeden mi kaynaklandığını söylemediğinden bu iki etkinin birbirinden ayrılması imkansızdır. Geçici ve uzun dönem işsizlik arasındaki fark ikinci bir örnek olarak verilebilir. Bu verilerde yatay kesit tek bir yılda kimin işsiz olduğunu, zaman serisi ise bir yıldan diğerine işsizliğin düzeyinin nasıl değiştiğini gösterir. Ancak her iki veri türü de aynı kişilerin bir yıldan diğerine işsiz olması ya da bir yıldan diğerine farklı kişilerin işsiz olması durumlarına ilişkin hiçbir ipucu vermez. Panel verileri kullanan yöntemler panel verilerle aynı kişilerin oluşturduğu örneklemin birkaç yıl boyunca izlenmesi nedeniyle bu sorunun yanıtını alabilir (Kennedy, 2006:331).

- Birim heterojenlik kontrolü: Panel veri bireylerin, şirketlerin, şehir ve ülkelerin heterojen olduğunu kabul eder. Zaman serisi ve yatay kesit verileri bu heterojenliği kontrol etmediğinden sapmalı (biased) sonuçlar elde etme riskini taşırlar. Bunu bir örnekle açıklarsak Baltagi ve Levin'in 1992'deki çalışması ele alınabilir. Bu çalışma 1963-1988 yılları arasında 46 Amerikan devletinde sigara talebini incelemiştir. Sigara tüketimi; tüketimin, fiyatın ve gelir değişkenlerinin gecikmeli değerleriyle analiz edilmiştir. Bu değişkenler devletlerle ve zamanla birlikte değişmektedir, yani hem zaman hem de yatay kesite sahiptir. Bununla birlikte, tüketimi etkileyen ve ya zamanla değişmeyen (zaman durağan) ya da devletle birlikte değişmeyen (kesit durağan) birçok değişkende vardır. Bu değişkenleri sırasıyla Z_i ve W_t olarak adlandıralım. Z_i 'ye örnek olarak din ve eğitim verilebilir. Mesela din değişkeni için her bir devletin her bir yıl nüfusunun ne kadarının Müslüman olduğunu söylemek zordur. Aynı şey lise veya üniversite diplomasına sahip nüfusun ne kadar olduğunu söylemede de geçerlidir. W_t 'ye örnek olarak televizyon ve radyolarda verilen reklamlar verilebilir. Bu reklamlar ulusal boyutta olup her bir devlet için değişmez. Ayrıca, bazı değişkenlerin elde edilmesi veya ölçülmesi çok zor olduğundan tüketim modeli bu değişkenleri içermeyebilir. Bu değişkenlerin modele dahil edilmemesi tahmin sonuçlarının sapmalı olmasını netice verir. Panel veri zaman ve kesit durağan değişkenlerin kontrol edilmesine imkan sağlar (Baltagi,

2005:5-6).

- Modele dahil edilmeyen değişkenlerin kontrolü. Herhangi bir ekonometrik model analizinde, modeldeki açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olan fakat modele dahil edilmeyen değişkenler yüzünden gerçek sonuçlar elde edilemeyebilir. Panel veri hem zamansal dinamikleri hem de kesit birimlerini içerdüğinden ölçülmeyen veya eksik değişkenlerin etkisini kontrol etmeye imkan sağlar. Bunu bir örnekle açıklamak gerekirse, MaCurdy (1981) çalışmasında hayat boyu iş gücü arzı modelinde bir işçinin çalıştığı toplam saat miktarının logaritması, onun saat ücretinin logaritması ve baştaki zenginliğinin marjinal faydasının logaritmasının doğrusal fonksiyonudur. Baştaki zenginliğinin marjinal faydası ölçülemeyeceğinden modelden çıkarılması çalışılan saat üzerinden ücret esnekliğinin tahmininde ciddi sapmalı sonuçlar doğurur. Çünkü baştaki zenginlik ücretle ilişkili olabilir. Bununla birlikte, bir işçinin baştaki zenginliğinin marjinal faydası zamanla sabit kaldığından bu modelin ilk farkları alınarak baştaki zenginliğinin marjinal faydası modelden atılabilir. Böylece bir işçinin çalıştığı toplam saat miktarı sadece onun aldığı ücrete bağlı olacaktır (Hsiao, 2003:6).

- Dinamik ilişkilerin ortaya çıkarılması: Ekonomik davranışlar doğal olarak dinamik olduğundan çoğu ekonometrik ilişkiler açıkça veya örtük olarak dinamiktir. Bununla birlikte, zaman serisi verileri kullanılarak yapılan tahminlerde çoğunlukla Koyck veya Almon gecikmesi dağıtılmış yöntemler gibi dönüşümler yapılmaktadır, çünkü şimdiki ve gecikmeli zaman serisi gözlemleri birbirleriyle yüksek derecede doğrusal bağlantılıdır. Zaman serisi verisi ile yapılan çalışmalarda çoklu doğrusal bağlantı problemi ile sıkça karşılaşılmasına karşılık, panel veri kullanıldığında bağımsız değişkenlerin aldığı değerler iki boyuta bağlı olarak değiştüğinden, değişkenlerin birbirleri ile yüksek dereceden ilişkili olma olasılıkları daha azdır (Sayyan, 2000:6).

- Durağan olmayan zaman serilerinin analizinin yapılması: Zaman serileri durağan değilse, en küçük kareler ve maksimum olabilirlik (maximum likelihood) tahmincilerinin büyük örneklem dağılımları artık normal dağılım göstermeyecektir. Fakat panel veri mevcut ve yatay birimler arasındaki gözlemler bağımsız ise merkezi limit teoremi (central limit theorem) birçok tahmincinin limit dağılımının asimptotik (asymptotically) olarak normal

kalacağını göstermiştir.

- Bir değişken kısaltılmış (truncated) veya sansürlenmiş (censored) ise gerçek değeri gözlemlenemez. Çıktı bir değişken geçmişteki gerçekleşmiş değerlere bağlıysa ve geçmiş değerler gözlemlenemiyorsa, gözlemlerin olasılığını elde etmek için kısaltılmış dizinin integralini almak zorunludur. Çok fazla eksik değer bulunan dinamik bir çerçevede, çoklu integral almak matematiksel olarak olanaksızdır. Fakat panel veri ile geçmişteki gerçekle mi değerlerin gözlemlenebildiği alt örneklem üzerine odaklanılarak bu problem basite indirilebilir (Hsiao, 2006:3).

- Bireyler, şirketler ve hane halkından veri toplayan mikro panel veriler, benzer değişkenleri makro seviyede ölçen makro panellerden daha doğrudur. Şirketler ve bireylerden veri toplanması sırasında oluşan yanlılık daha azdır (Baltagi, 2005:8).

- Panel veri analizinin yukarıda belirtilen avantajlarının yanında bazı dezavantajları da mevcuttur. Bunları ise şu şekilde sıralayabiliriz;

- Panel veri ile çalışan araştırmacılar davranışsal yapıları incelemek için daha karmaşık modeller ile ilgilenmek zorundadırlar.

- Tasarım ve veri toplama sorunları. Bu sorunlar kapsam (ilgili kitle eksik hesaplanması), cevap vermeme (anket yapılan kişiyle işbirliği eksikliği veya anketör hatası), hatırlama (sorulan sorunun cevabını doğru hatırlamayan denekler), görüşme sıklığı, görüşme ortamı, referans dönemi gibi problemleri kapsamaktadır.

- Ölçüm hatalarının çarpıtılması. Ölçüm hataları belirsiz sorular, hafıza hataları, deneğin kasti olarak çarpıtılması, yanlı denek seçimi, cevapların yanlı kaydedilmesi ve anketör etkileri gibi hatalardan meydana gelmektedir. Duncan ve Hill (1985) ölçüm hatalarının ne kadar önemli olduğunu PSID üzerine yaptığı çalışmada ortaya çıkarmıştır. Çalışmalarında büyük bir firmanın çalışanlarının cevaplarını şirketin kayıtları ile karşılaştırmışlardır. Ölçüm hatası varyansının doğru varyansa oranı yıllık kazançlarda %15, yıllık toplam çalışılan saatte %37 ve ortalama saatlik ücrette %184 çıkmıştır.

- Seçim Yanlılığı. Seçim yanlılığı, örneklemin ait olduğu kitleden rastgele seçilmediği, seçimde kitlenin tamamına ilgi gösterilmediği durumlarda

karşılaşılan bir sorundur. Uygulamada seçim yanlılığının iki nedeni vardır. Bu nedenler gözlemlenen veriler ya da örnek birimleri kaynaklı olabileceği gibi araştırmacı kaynaklı da olabilir. Gözlemlenen veri kaynaklı seçim yanlılığına sansürlü örnekleme, araştırmacı kaynaklı seçim yanlılığına da kısaltılmış örnekleme örnek olarak verebiliriz. İnsanlara, beklediği ücretin altında bir ücret teklif edildiğinde çalı mamayı tercih edebilirler. Bu durumda bireylerin ücretleri değil, özellikleri gözlemlenebilir. Sadece ücretleri eksik olduğunda, bu örnekleme sansürlüdür. Bununla birlikte, bu örneklemin sadece belli bir kısım özelliklerinin verileri toplansaydı, bu örnekleme kısaltılmış olurdu. Kısaltmaya (truncation) örnek olarak Amerika'daki negatif gelir vergisi uygulaması için toplanan panel veri gösterilebilir. Bu panelde yoksulluk incelenmekte olup yoksulluk sınırınının 1,5 katı kadar gelir elde eden kişiler örneklemden düşülmektedir. Bu kesikli örneklemden elde edilen sonuçlar sapmalıdır. Örneklemin kısaltılmış olmasından dolayı da daha fazla veri elde edilerek bu sapma giderilemez (Baltagi, 2005:9).

- Aşınma. Aşınma anket yapılan kişilerin ölmesi, göçmesi veya ankete katılmaktan vazgeçmesi gibi nedenlerden dolayı cevapsızlık sayısının artmasıdır. Cevapsızlık yatay kesit çalışmalarda da meydana gelmesine rağmen, panel veride daha ciddi bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır, çünkü ilk yapılan anketten sonra yapılacak olan anketlerde cevapsızlık olacağından cevapsızlık oranı daha da artacaktır.

- Kısa zaman serisi boyutu. Tipik mikro paneller her bir birey için kısa bir zaman süresini kapsayan yıllık verilerden oluşmaktadır. Bu da asimptotik değerlerin büyük ölçüde sonsuza uzanan birim sayısına dayandığı anlamına gelir. Ayrıca, panelin zaman boyutunu arttırmak da maliyetlidir, çünkü panelin zaman boyutunu arttırmak aşınma (attrition) arttıracağından sınırlı bağımlı değişkenli panel veri modellerinin hesaplanmasını zorlaştırır.

- Yatay kesit bağımlılığı: Ülkeler arasındaki bağımlılığı hesaba almayan ve ülkeler ve bölgeleri uzun zaman serileri olarak ele alan makro paneller yanlış sonuçlar çıkarılmasına yol açar. Literatürdeki bazı panel birim kök testleri yatay kesit kesitlerin bağımsız olduğunu varsaymaktadır. Bununla birlikte, yatay kesit bağımlılığı önemlidir ve sonuçları etkilemektedir (Baltagi, 2005:10).

- Yatay kesit ve zaman serisi birimleri arasında parametre farklılıkları

(heterogeneity) dikkate alınmadığı zaman bazı sapmalar meydana gelmekte ve ilgili parametrelerin tutarsız ve anlamsız tahminlerine yol açmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, dinamiklerin ve eğim farklılıklarının olması durumunda standart panel tekniklerinin kullanılması tutarsız tahminlere ve olası yanlış çıkarımlara yol açmaktadır.

4.1.2 Panel Veri Modelleri

Y değişkeni birimden birime ve bir zaman periyodundan diğerine farklı değerler alan bir değişken ise, bu değişken yatay kesit birimleri için i , zaman periyodu için t alt indisleriyle gösterilir.

$$Y_{it} : i = 1, \dots, N \text{ ve } t = 1, \dots, T$$

Panel veride tüm katsayıları ortak ve değişmeyen bir en küçük kareler yönteminin her zaman doğru sonuç vermesi beklenmez. Çünkü bu yöntem hesaba katılmayan tüm değişkenlerin modele tek bir hata terimi ile eklenmesini önerir. Oysa söz konusu göz ardı edilen değişkenlerin bir kısmı zamandan bağımsız ve bazıları da birimlerden bağımsız olabilir. Bu niteliklerin yok sayılması ile uygulanacak bir en küçük kareler yönteminin doğru sonuçlar vereceği şüphelidir. Hem nitel hem de nicel faktörlerin değerlendirildiği bir panel veri modelinin standart gösterimi aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \beta_1 + \sum_{j=2}^k \beta_j x_{jit} + \sum_{p=1}^s \gamma_p z_{pi} + \theta t + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

Denklemlerde Y bağımlı değişkeni, x_j 'ler gözlemlenen açıklayıcı değişkenleri ve z_p 'ler gözlemlenemeyen açıklayıcı değişkenleri göstermektedir. i indisi yatay kesit boyutunu t indisi ise zaman boyutunu göstermekte ve j ile p farklı gözlemlenen ve gözlemlenemeyen açıklayıcı değişkenler için kullanılmıştır. ε_{it} ise klasik regresyon koşullarını sağlayan bozucu terimdir;

$$\text{Bütün } i \text{ ve } t \text{ ler için } E(\varepsilon_{it}) = 0, E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$\text{Bütün } i, j \text{ ve } t \neq s, E(\varepsilon_{it}\varepsilon_{js}) = 0 \text{ ve} \quad (2)$$

$$\text{Bütün } i \text{ ve } t \text{ ler için } E(\varepsilon_{it} | X) = 0$$

Ayrıca, sabit terimin (β_1) zamana bağlı olarak değişmesini sağlamak için eğilim terimi t modele eklenmiştir. Bu terimin eklenmesi sürekli bir değişimin olduğunu örtük olarak varsayar, ancak sürekli bir değişimin olduğu varsayımı çok güç görünüyorsa eğilim terimi yerine referans dönemi hariç her bir zaman dönemi için bir kukla değişken kullanılabilir.

X_j değişkenleri genellikle ilgilenilen değişkenler olup, Z_p değişkenleri ise gözlemlenemeyen heterojenliği denkleme sokmak için kullanılırlar ve bu yüzden modelin hata teriminin bir parçasını oluşturur. Gözlemlenemeyen heterojenlik zamanla değişmediğinden Z_p değişkenlerinde zaman imi kullanmaya gerek yoktur. Ayrıca Z_p değişkenleri gözlemlenemediğinden modelin $\sum_{p=1}^s \gamma_p z_{pi}$ bileşeni için veri toplanamaz, dolayısıyla modeli aşağıdaki şekilde yazmak daha uygun olabilir:

$$Y_{it} = \beta_1 + \sum_{j=2}^k \beta_j x_{jit} + \alpha_i + \theta t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\alpha_i = \sum_{p=1}^s \gamma_p z_{pi}$$

Denklem 3'te α_i gözlemlenemeyen etki olarak bilinmekte ve Z_{pi} 'lerin Y_i üzerindeki ortak etkisini göstermektedir. Eğer α_i herhangi bir X_j değişkeni ile ilişkili ise, Y 'nin X_j değişkenleri üzerine kurulu regresyon modelinden elde edilen tahminler gözlemlenemeyen heterojenlik sapmasına maruz kalacaktır. Hatta gözlemlenemeyen etki herhangi bir açıklayıcı değişkenle ilişkili olmazsa bile, bu etkinin varlığı sıradan en küçük kareler tahmincisinin genellikle etkin olmayan tahminler ve geçersiz standart hatalar üretmesine neden olur. Bununla birlikte, eğer X_i değişkenleri incelenen birimin ilgili bütün özelliklerini kapsayacak ve gözlemlenemeyen herhangi bir özelliğini bırakmayacak kadar kapsamlı ise o zaman α_i terimi denklemden çıkarılıp model birleştirilmiş sıradan en küçük kareler regresyon (pooled OLS regression) yöntemine çevrilebilir (Dougherty, 2006:411).

Panel veri modellerinde birimlere veya birimlere ve zamana göre verilerde meydana gelen farklılıklar modelin katsayılarında değişmeye yol açabilirler. Bu değişim modelin sadece sabit teriminde olabileceği gibi hem sabit hem de eğim katsayılarında da olabilir. Panel veri modelleri yatay kesit ve zaman boyutundaki değişimleri yakalamak için değişik şekillerde kurulabilir. Bunları aşağıdaki gibi gösterebiliriz (Hsiao, 2003:15):

1. Eğim katsayılarının sabit, kesişimin yatay kesit birimlerine bağlı olarak

değiştirdiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

2. Eğim katsayılarının sabit, kesişimin hem yatay kesit birimleri hem de zamanla birlikte değiştirdiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit} + \alpha_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

3. Bütün katsayıların yatay kesit birimlerine bağlı olarak değiştirdiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_{ji} X_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

4. Bütün değişkenlerin hem yatay kesit birimleriyle hem de zamanla birlikte değiştirdiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_{jit} X_{jit} + \alpha_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Denklem 4 ve 5 gibi sabit eğimli ve değişen sabit terimli değişkenlere sahip modeller, panel veri analizinde en fazla kullanılan modellerdir çünkü bu modeller “katsayılar her zaman ortak bir değer alır” varsayımına basit fakat yeterince genel bir alternatif sunmaktadır. Panel veri modellerinde, birimlere veya birimlere ve zamana göre verilerde meydana gelen farklılığın modele dahil edilme şekline göre farklı modellerden söz edilebilir. Bu modeller “Sabit Etkiler Modeli” ve “Tesadüfi Etkiler Modeli” olmak üzere iki ana gruba ayrılır.

4.1.2.1 Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli

Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalarda, bireyler arasındaki farklılıklardan veya bireyler arasındaki ve zaman içinde meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişmeyi modele dahil etmenin bir yolu, bu değişimin regresyon modelinin katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktır. Katsayıların birimlere veya birimlere ve zamana göre değiştirdiğinin varsayıldığı modellere “Sabit Etkiler Modeli” denir.

Sabit etkili modeller sadece birimler arasındaki farklılıkları ele alıyorsa, “Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli” birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıkları ele alıyorsa “İki Yönlü Sabit Etkiler Modeli” adı verilir.

4.1.2.2 Tek Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli

Panel veri ile yapılan çalışmalarda, birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişme “Sabit Etkili Modeller” kullanılarak incelenebileceği gibi, “Tesadüfi Etkili Modeller” kullanılarak da incelenebilmektedir. Bu modellerde birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler sabit etkiler olarak değil tesadüfi etkiler olarak ele alınmaktadır.

Sabit etkiler modeli, birimler arasındaki farklılıkların regresyon fonksiyonundaki parametrik değişiklikler olarak görüldüğü durumlarda uygundur. Bu ise yatay kesit gözlemlerinin incelenen örneklemin tamamını kapsayacak kadar geniş olduğu durumlarda geçerlidir. Örneğin, belli bir örgüte üye ülkeler, belli bir endüstri kolunda çalışan bütün firmalar veya iki ülkenin ekonomik göstergelerinin incelendiği çalışmalarda tesadüfi bir etkinin varlığından söz edilemeyeceğinden sabit etkiler modeli daha uygundur. Tam tersi, incelenen yatay kesit verileri daha geniş bir ana kitleden tesadüfi yöntemler ile toplanmışsa, o zaman bu örneklem bütün kitleyi kapsayacak kadar geniş olmadığından birime özel etkilerin yatay kesit gözlemleri boyunca tesadüfi olarak dağıldığını varsayabiliriz.

Tesadüfi etkili modellerde birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilmektedir. Bunun temel sebebi, sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmek istenmiş olmasıdır. Örneğin, mikro ekonomik yatay kesit panellerinde sıkça karşılaşıldığı gibi N sayısı büyüdükçe tahmin edilmek zorunda kalınan sabit etkiler modeli parametre sayısı da artmaktadır. Bu da birimlere ait etkilerin sabit etkilerde olduğu gibi modele bir parametre olarak değil hata teriminde gözlemlenemeyen bir etki olarak katılmasına neden olmuştur. Aynı şekilde N 'nin küçük olduğu örneklerde bireysel özelliklerin tesadüfi bir etki olduğunu varsaymak da hatalıdır.

Tesadüfi etkiler modelinde önemli olan birime veya birime ve zamana özel katsayıların bulunması değil, birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin bulunmasıdır. Ayrıca, tesadüfi etkiler modelinde, sadece gözlenen örnekteki kesit birimler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisini değil, örnek dışındaki etkileri de dikkate almaktadır. Tesadüfi etkiler modeli, sadece kesit birimler

arasındaki farklılıkları ele alıyorsa, “Tek Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli”, her iki boyuta göre meydana gelen farklılıkları ele alıyorsa “İki Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli” olarak adlandırılır. Verideki farklılıklar sabit etkiler modelinde olduğu gibi tek veya iki yönlü modellerin hata terimine sadece sabit katsayısının tahmininde değişmeye yol açacak şekilde dahil edilebileceği gibi, tüm katsayıların tahmininde değişmeye yol açacak şekilde de dahil edilebilir.

4.1.2.3 Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli

Panel veri ile tahmin edilen sabit etkili modellerde birimler arasındaki farklılıkların yanı sıra değişkenlerde zaman içinde meydana gelen farklılıklar da dikkate alınmak istendiğinde iki yönlü modellerden söz edilir.

4.1.2.4 Çift Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli

Sabit etkiler modelinde birim özel ve zaman özel heterojenlik μ_1, \dots, μ_N ve $\gamma_1, \dots, \gamma_T$ gibi bilinmeyen sabit parametrelerle gösterilmekteydi. Tesadüfi etkiler modelinde bu parametreler, bir olasılık dağılımıyla N tane bağımsız çekiliş ve diğer bir olasılık dağılımıyla T tane bağımsız çekilişle elde edilen olasılıklı değişkenler olarak ele alınmaktadır. Bu iki dağılım N tane birimin ve T tane dönemin seçildiği ana kitleyi tanımlamaktadır. Bu modele olasılıklı birim özel ve zaman özel etkiler regresyon modeli veya olasılıklı birim özel ve zaman özel heterojen regresyon modeli adı da verilmektedir. Bu yüzden bu modelde, sadece N tane μ_i 'nin ve T tane γ_t 'nin toplamının sıfır olduğu varsayımı yapılan iki yönlü sabit etkiler modeline göre model yapısıyla ilgili daha kuvvetli varsayımların yapılması gereklidir.

İki yönlü tesadüfi etkiler modelinde kesişimdeki değişimler, birim özel bileşenin, zaman özel bileşenin ve iki yönlü değişen gerçek bozucu terimin toplanmasıyla oluşan hata terimiyle açıklanır. Bu bileşenler yapısı, aynı birimleri gösteren bütün bileşik bozucu terimler ve aynı periyodu gösteren bütün bileşik bozucu terimler arasında korelasyonun olacağını ima etmektedir. Diğer bir deyişle, bu model üç bileşene sahip varyans bileşenleri modelidir. Bu yüzden bu regresyon modelinin katsayılarının en küçük değişirlikli doğrusal yansız tahmincisini (MVLUE) geliştirilmiş en küçük kareler (GLS) yöntemi verir.

4.1.3 Dinamik Panel Veri Modelleri

Bir dönemdeki iktisadi davranış büyük ölçüde geçmiş deneyim ve eski davranış biçimlerinin bir sonucu olduğundan iktisadi ilişkiler incelenirken değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de açıklayıcı faktörler olarak ele alınması oldukça önemlidir. Bağımlı değişkeni etkileyen faktörler arasında bağımsız değişken veya değişkenlerin gecikmeli değerleri olabileceği gibi bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de olabilmektedir. Bu modellere “dinamik modeller” denmektedir. Dinamik modeller panel veri kullanılarak tahmin edilmek istendiklerinde aşağıdaki gibi ifade edilmektedirler:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Bu modeller de tek veya iki yönlü sabit veya tesadüfi etkili modeller olarak ele alınabilmektedir. Ancak, söz konusu model klasik yöntemler kullanılarak tahmin edildiğinde “hata terimleri bağımsız değişkenlerden ilişkisizdir” varsayımı, gecikmeli bağımlı değişken hata terimleri ile ilişkili olduğundan geçerli olmayacak, dolayısıyla bu modellerde hata terimlerinin serisel olarak korelasyonlu olma problemi ortaya çıkacaktır. Bu durumda tutarlı olmayan parametre tahminleri elde edilecektir (Harris and Matyas, 2004:398).

Zaman serisi modellerinde olduğu gibi dinamik panel veri modellerinde de çeşitli yöntemlerle elde edilmiş tahmincilerin küçük örnek özellikleri ile ilgili analitik sonuçlar çok kesin değildir. Bu nedenle bu tahmincilerin asimptotik özelliklerine daha fazla güvenilmekte ve çalışmaların çoğu örnek birim sayısının sonsuza yaklaştığı varsayılarak yapılmaktadır. Panel veri iki boyuta sahip olduğundan örnek birim sayısı hem zaman boyutu hem de kesit veri boyutu genişletilerek artırılabilir.

Panel veri ile tahmin edilen dinamik modeller de daha önce olduğu gibi sabit ve tesadüfi etkili modeller olarak iki alt başlık yardımıyla incelenecektir. Her iki model de tahmin edilirken $d < 1$ varsayımının geçerliliği ve ilk gözlemlerin y_{i0} belirlenmesi oldukça önemlidir. Ancak T sonlu olduğu sürece $d < 1$ varsayımında bulunmak gerekmemektedir.

4.1.3.1 Tesadüfi Etkili Dinamik Panel Veri Modelleri

Dinamik panel veri modellerinde bağımlı değişkenin başlangıç değerleri y_{i0} 'ları üreten mekanizma bazı tahmincilerin özellikleri açısından önemlidir. Özellikle periyot sayısı T 'nin kısıtlı olduğu örneklerde başlangıç değerlerini üreten mekanizma daha çok önem kazanmaktadır. Birimlere veya birimlere ve zaman göre meydana gelen farklılıkların tesadüfi yani hata terimlerinin bir bileşeni olarak ele alındığı dinamik tesadüfi etkili modeli aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$Y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \rho' z_i + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad (9)$$

4.1.3.2 Sabit Etkili Dinamik Panel Veri Modelleri

Sabit etkili dinamik panel veri modelleri, özellikle örnek dışında yer alan birimler için öngörüle bulunmak gerekmediğinde ve birim etkiler veya hem birim hem de zaman etkileri bağımsız değişkenler ile ilişkili olduğunda tercih edilmektedir. Eğer birim etkiler bütün birimler boyunca sabit ve her birim için farklı ise o zaman bu etkiler ile zamanla değişmeyen diğer değişkenler arasındaki sıkı çoklu doğrusallıktan dolayı diğer zamanla değişmeyen değişkenlerin etkilerini birim etkilerden ayırmak zordur. Bu yüzden zamanla değişmeyen diğer değişkenler matrisinin sıfır olduğu varsayılır.

4.1.4 Hipotez Testleri

Panel veri kullanan modellerde önemli bir konu da parametrelerin, kesişimin ve eğim katsayılarının bütün yatay kesit birimleri için aynı olup olmadığını test etmektir. Bu testlere havuzlanabilirlik testleri adı verilmektedir. Panel veri çalışmalarında genellikle birimlere, zamana veya her ikisine göre meydana gelen değişmelerin modelin katsayılarında farklılığa yol açacağı varsayımı yapılmaktadır. Bununla birlikte, veride yer alan farklı birimler ve bu birimlerin alındığı belirli zaman dönemlerinin çok zayıf bir ihtimal de olsa modelin katsayılarında farklılığa neden olacak kadar anlamlı bir değişime sahip olmayabilir. Diğer bir deyişle, modelin katsayıları ne araştırmada yer alan farklı birimler için ne de farklı zaman dönemleri için değişmeyebilir. Bu durumda modelin sıradan EKK yöntemi ile tahmin edilmesi daha uygundur. Aşağıda anlatılan F ve LR testleri birimlere, zamana veya her ikisine göre modelin katsayılarındaki değişimi dikkate alan sabit etkili panel veri

modelinin mi, yoksa birimlere veya zamana göre katsayılarında anlamlı bir değişme olmadığı varsayımına dayanan klasik modelin mi tercih edilmesi gerektiğinin incelenmesinde kullanılır.

4.1.4.1 F Testi

F testi, klasik model ile sabit etkili modelden hangisinin tercih edilmesi gerektiğini bu modellerin kalıntı kareleri toplamı farkından hareketle test etmektedir. Bu test varyans analizine (ANOVA) dayanmaktadır. Ancak varyans analizi, çoğu ampirik araştırma için çok kısıtlayıcı olabilen hata teriminin bağımsız olduğu ve özdeş ve bağımsız dağıldığı varsayımlarına sahiptir. Bozucu terim farklı varyanslı olabilir veya normal dağılımlı olmayabilir. Böyle bir durumda F testi sapmalı olur.

4.1.4.2 Olabilirlik Oran (Likelihood Ratio, LR) Testi

Olabilirlik oran testi, maksimum olabilirlik yöntemine dayanmaktadır. Test istatistiği değerinin hesaplanmasında kısıtlı ve kısıtsız olabilirlik fonksiyonu değerlerinden yararlanılmaktadır. F test istatistiğinden farklı olarak bu testte klasik modelin mi yoksa sabit etkili modelin mi tercih edilmesi gerektiği incelenirken, kısıtlı ve kısıtsız modelin kalıntı kareleri yerine olabilirlik fonksiyonu değerleri karşılaştırılmaktadır.

4.1.4.3 Hausman Testi

Panel veri çalışmalarında karşılaşılan önemli bir sorunda sabit etkili modelin mi yoksa tesadüfi etkili modelin mi kullanılacağıdır. Daha öncede belirtildiği gibi birim ve zaman etkilerinin modelin katsayılarında bir değişme meydana getiriyorsa yani bağımlı değişkeni etkileyen bir katsayı şeklinde modele dahil edilmişse sabit etkili modelin, ancak birim ve zaman etkileri modelde hata terimi bileşeni olarak kullanılıyorsa tesadüfi etkili modelin kullanılması daha uygundur. Bununla birlikte, sabit ve tesadüfi etkili modeller arasındaki ayrım belirtildiği gibi kesin değildir. Hatta Mundlak (1978) çalışmasında bütün birim etkilerinin her zaman tesadüfi olarak ele alınması gerektiğini belirtmiştir, çünkü sabit etkiler modeli gözlemlenen örnekleme mevcut olan etkileri analiz etmekte örneklem dışındaki etkileri dikkate almamaktadır (Greene, 1997:632).

Sabit ve tesadüfi etkili modeller arasında karar verirken çalışmada incelenen birim sayısı da dikkate alınması gereken faktörlerden bir tanesidir. Özellikle birim sayısı büyük, incelenen zaman dilimi kısa olduğunda sabit etkili modeller için tahmin edilecek parametre sayısı çok olacak ve dolayısıyla serbestlik derecesi problemi doğacaktır. Tesadüfi etkiler modelinde ise birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklar hata teriminin bir bileşeni olarak ele alındığından serbestlik derecesi problemi ortadan kalkmaktadır.

4.1.4.4 Farklı Varyanslılık (Heteroscedasticity)

Panel veri modelleri, regresyonun bozucu terimlerinin hem zaman hem de birim boyutlarında aynı varyansa sahip olduğunu varsayar. Bu varsayım, yatay kesit birimlerinin farklı boyuta sahip olduğu ve bu yüzden farklı değişimler gösteren panel veri modelleri için kısıtlayıcı bir varsayımdır. Örneğin, farklı büyüklükteki ülkeleri veya firmaları incelediğimizi düşünelim. Bu durumda bozucu terimin farklı varyanslara sahip olması beklenilebilir. Bozucu terimde farklı varyanslılık mevcut olduğu durumlarda tek varyanslı bir bozucu terim varsayılırsa tahmin edilen regresyon katsayıları halen tutarlı olacaktır fakat bu tahminler etkin olmayacaktır. Ayrıca, bu tahminlerin standart hataları sapmalı olacak ve bu yüzden muhtemel farklı varyanslılığı düzeltmek için dirençli (robust) standart hatalar hesaplanmalıdır. Panel veri modellerinde farklı varyanslılık, μ_i ve/veya ν_{it} 'nin varyanslarının yatay kesit birimleri arasında değiştiği şeklinde ifade edilmektedir.

4.1.4.5 Otokorelasyon (Autocorrelation)

Panel veri modelleriyle ilgili yaptığımız temel bir varsayım da hata teriminin birim etkilere bağlı olarak serisel korelasyonsuz olduğudur. Ancak bazen serisel olarak korelasyonlu dışlanan değişkenlerin etkileri veya etkileri birden fazla dönem boyunca devam eden geçişli değişkenlerin etkileri gibi gözlemlenemeyen değişkenlerin etkileri zamanla sistematik olarak değişkenlik göstermektedir. Bu gibi değişkenlerin varlığını, zaman boyutu üzerinden sabit veya bağımsız dağıtılmış hata terimi tam olarak tanımlayamamaktadır. Bu gibi durumların varlığını ortaya koymak için hata teriminin serisel olarak korelasyonsuz olduğu varsayımını gevşetmek gerekmektedir (Hsiao, 2003:57).

4.2 KISA VADELİ YABANCI YATIRIMLARIN KOBİ FİNANSMANI ÜZERİNE ETKİLERİNİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

4.2.1 Araştırmanın Konusu ve Amacı

Ülkelerin ekonomik gelişimi ve kalkınmasında KOBİ'lerin üstlendikleri roller ve yaptıkları katkılar hiç yadsınamayacak ölçüde anlamlı bir yer tutmaktadır. Ülke ekonomisi içinde sahip oldukları sayıca fazlalıkları ki Türkiye'de mevcut işletmelerin %98'den fazlasına tekabül eder, bu anlamlı yer tutuşa işaret etmektedir. Diğer taraftan işgücünün büyük bölümünün de KOBİ'ler tarafından istihdam edilmesi bu durumu pekiştiren diğer bir göstergedir. Ülke geneline yayılım göstermeleri dolayısıyla büyük işletmelerin tersine, gelir dağılımı dengesini düzeltici bir etki ortaya koymaktadırlar. Çalışmanın birinci bölümünde detaylandırdığımız KOBİ'lerin bu ve benzeri katkıları, hem ülke ekonomilerinin gelişimi hem de akademik çalışmalar için marjinal katkısı yüksek olabilecek bir alan olarak belirginleşmektedir.

Tüm olumlu katkılarına rağmen KOBİ'lerin anlam ve önemi Türkiye açısından tam ve net olarak anlaşılabilmiş değildir. Kullandıkları krediler, uygulanan nakdi ve ayni teşvikler, ortaya konan ekonomi politikaları büyük işletmeler karşısında zaten geride oldukları rekabet pozisyonlarını daha da geriye götürmektedir. Ölçek ekonomisinden yararlanamamaları sebebiyle ortaya çıkan maliyet dezavantajları gittikçe finanse edilemez hale gelmekte ve en küçük bir ekonomik darboğazda iflasa sürüklenmelerine yol açmaktadır. Bu anlamda KOBİ'ler çoğu kez sebep olmadıkları suçun cezasını farkında olmadan ve gönüllü şekilde çeken taraf olmaktadır.

KOBİ'lerin büyüklere karşı geri kaldıkları bir diğer durum ise finansman düzeyleridir. Mali bilincin yeterince oluşmadığı ve maliyet hesaplamalarının kusurlu yapıldığı görülen KOBİ'ler genelde kendi kaynaklarını büyük ölçüde kendileri sağlamaktadır. Sermaye piyasaları gibi modern finansman olanaklarından faydalanamamaktadırlar. Bu sebeple sermayenin bollaşığı dönemlerde bile finansal sıkıntı içerisinde kalmaktadırlar.

Bu çalışmada özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansman olanaklarına olumlu katkı sağlaması beklenen yabancı sermayenin ne ölçüde KOBİ'leri finanse

ettiği, büyük işletmelerle de karşılaştırmalar yapılarak değerlendirilecektir. Düzenli ve denetimden geçmiş veri imkanı dolayısıyla İMKB’de işlem gören reel sektör firmaları üzerinden analizlerin yapılması çalışmanın güvenilirliği açısından gerekli görülmüştür.

4.2.2 Literatür İncelemesi

Portföy yatırımları ile ilgili yapılan çalışmalarda 1990’lı yıllardan itibaren hızlı bir artış yaşanmıştır. Özellikle gelişmekte olan sermaye piyasalarında yabancı yatırımcıların ağırlığının artması ve piyasalara yön verir hale gelmesi araştırmacıları portföy yatırımlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkilerini değişik açılardan incelemeye yöneltmiştir. Bazı araştırmacılar sermaye piyasalarındaki liberalizasyon hareketlerinin menkul kıymet getirileri üzerindeki etkilerini, uluslararası çeşitlendirmenin piyasalar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Ayrıca portföy yatırımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasaları üzerindeki etkilerini, portföy yatırımcılarının yatırım stratejilerini çeşitli dönemlerde ele alan çalışmalar da bulunmaktadır.

Brennan ve Cao tarafından 1997’de yapılan çalışmada, dört gelişmiş ülke (Kanada, Almanya, Japonya ve İngiltere) ile ABD arasındaki portföy sermaye hareketleri 1982-1994 arası dönemde, üçer aylık veriler kullanılarak, incelenmiştir. Çalışmada ABD’de yerleşik yatırımcıların yabancı hisse senedi piyasalarındaki alımları ile yabancı yatırımcıların ABD’deki hisse senedi piyasalarındaki alımları incelenmiştir. Ayrıca 1989-1994 arası dönemde ABD’de yerleşik yatırımcıların 16 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi piyasalarındaki net alımları da incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, yerli yatırımcıların kendi piyasaları ile ilgili yabancı yatırımcılardan daha fazla bilgi avantajına sahip oldukları bulunmuştur. Ayrıca yatırımcıların getirinin yüksek olduğu dönemlerde yurtdışı piyasalardaki hisse senetlerini satın alma, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise satma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Choe, Kho ve Stulz 1999’da yaptıkları çalışmada Kasım 1996 ile Aralık 1997 arasındaki dönemi dikkate alarak yabancı yatırımcıların Kore Menkul Kıymetler Borsası’nda istikrar bozucu bir etkiye sahip olup olmadıklarını incelenmiştir. Kore ekonomik krizinden önceki dönemde yabancı yatırımcıların eğilim takip etme yatırım stratejisini izledikleri fakat kriz dönemi boyunca yabancı yatırımcıların bu

yatırım stratejisini terk ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca incelenen dönem içerisinde yabancı yatırımcıların Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda istikrar bozucu etkilerinin olduğu yöneltik bir kanıt bulunmamıştır.

Froot, O'Connell ve Seasholes tarafından 1998'de yapılan çalışmada, 1994-1998 arası dönemde, içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu, 44 ülkeye (16 gelişmiş ve 28 gelişmekte olan ülke) yapılan uluslararası portföy sermaye hareketlerindeki değışim günlük veriler kullanılarak incelenmiştir. Portföy sermaye hareketlerinin, geçmiş dönemlerde elde edilen getirilerden güçlü bir biçimde etkilendiğı ve bunun yatırımcıların trend takip etme 13 yada momentum yatırımı stratejisini izlediklerini doğruladığı bulunmuştur. Ayrıca, portföy sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalardaki gelecek dönem getirisini tahmin etme gücüne sahip olduğu ve yerel hisse senedi fiyatlarındaki değışimin portföy sermaye akışlarına duyarlı olduğu tespit edilmiştir.

Karolyi (2002) Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında yabancı yatırımcılar ile ilgili yaptığı çalışmada, Ocak 1995-Mart 2001 arasındaki dönemi haftalık veriler kullanarak incelemiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, yabancı yatırımcıların Asya krizi öncesi ve sonrasında trend takip etme yatırım stratejisini benimsedikleri fakat Japon bankaları, mali kuruluşlar, yatırım ortaklıkları ve yatırım şirketleri tarafından bu yatırım stratejisinin kullanılmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca Asya krizi boyunca yabancı yatırımcıların piyasa üzerindeki istikrarı bozucu etki sağladıklarına yönelik bir kanıt bulunmamıştır.

Menkul Kıymetler Borsalarında yabancı yatırımcıların etkinliğı ve yatırım stratejisini inceleyen bir diğerk çalışmada, Kim ve Wei, 2002'de Aralık 1996-Haziran 1998 arasındaki dönemi, aylık veriler kullanarak, incelemiştirlerdir. Bu çalışmayı diğerklerinden ayıran en önemli fark yabancı yatırımcıların; yerleşik ve yerleşik olmayan kurumsal yatırımcılar, yerleşik ve yerleşik olmayan bireysel yatırımcıların şeklinde dört ayrı kategoride gruplandırılmasıdır. Yapılan incelemeler sonucu Kore'de yerleşik yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcıların, Kore'de yerleşik olmayan yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara nazaran daha az trend takip etme yatırım stratejisini benimsedikleri ve sürü psikolojisinden uzak oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Kore Menkul Kıymetler Borsası piyasa kapitalizasyonu içerisinde yabancı yatırımcıların payı küçük olduğundan (%15) fiyatlar üzerindeki muhtemel etkileri daha küçük olduğu, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülke

menkul kıymetler borsaları piyasa kapitalizasyonu içerisindeki payının artması ile bu etkinin artacağı sonucuna da ulaşılmıştır.

Dahlquist ve Robertsson tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada yabancı yatırımcıların İsveç Menkul Kıymetler Borsası üzerindeki etkinliği, 1993-1998 yılları arası aylık veriler kullanılarak, incelenmiştir. Yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ile piyasa getirisi arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Piyasaların serbestleşmesini izleyen dönemde net yabancı alımlarının fiyatlar üzerinde kalıcı bir artış, sermaye maliyetleri üzerinde ise bir azalış yarattığı, yabancı yatırımcıların daha çok büyük ve iyi bilinen firmalara yatırım yaptığı ve yabancı yatırımcıların hisse senetlerinin geçmiş dönem getirilerinden etkilendikleri sonuçlarına da ulaşılmıştır.

Uluslararası sermaye hareketleri ve portföy yatırımcıları ile ilgili olarak Griffin, Nardari ve Stulz tarafından 2003'te yapılan çalışmada dokuz gelişmekte olan ülke (Endonezya, Kore, Filipinler, Tayvan, Tayland, Hindistan, Sri Lanka, Slovenya, Güney Afrika), günlük veriler kullanılarak, incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; bir ülkeye sermaye akışı ülkede mevcut hisse senedi piyasası getirisi ile bağlantılı olarak artmaktadır. Daha büyük ülkelerin hisse senedi piyasasındaki getiri artışı, daha küçük ülkelere olan sermaye akışını hızlandırmaktadır. Yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasalarındaki getiri artışı izleyen dönemde daha fazla yatırım yapmakta ve piyasa bu duruma yaklaşık bir gün içerisinde tepki vermektedir. İki değişkenli VAR modelinin kullanıldığı çalışmada, sermaye hareketlerinin geçmiş dönemlerdeki sermaye hareketlerine ve yerel getiriye bağlı olduğu kadar bölgesel değişkenlere bağlı olduğu da tespit edilmiştir.

Richards tarafından 2004'te yapılan çalışmada Asya'da yer alan altı menkul kıymet borsası (Jakarta Menkul Kıymetler Borsası, Kore Menkul Kıymetler Borsası, Filipinler Menkul Kıymetler Borsası, Tayland Menkul Kıymetler Borsası, Tayvan Menkul Kıymetler Borsası, Kosdak Menkul Kıymetler Borsası) üzerinde yabancı yatırımcıların etkinliği incelenmiştir. Çalışmada Ocak 1999-Eylül 2002 dönem aralığı dikkate alınmıştır. Yapılan analizler sonucu menkul kıymetler borsalarının bazılarında portföy yatırımcılarının trend takibi yatırım stratejisini benimsedikleri tespit edilmiştir. Portföy yatırımcılarının özellikle bu borsalarda ve Amerikan piyasalarındaki artıştan sonra alıcı oldukları belirlenmiştir. Diğer bir tespit ise, yabancı yatırımcıların ve dış faktörlerin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki

etkisinin daha önceki çalışmalarda ifade edilenden daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Knill tarafından 2005 yılında 53 farklı ülkeden 195 binden fazla firma üzerinde yapılan bir uluslararası proje çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının KOBİ'lerin halka arzı ve büyümeleri üzerine etkileri araştırılmıştır. Çalışmada firmalar, sektör ve ülke düzleminde ele alınarak döviz kuru, piyasa kapitalizasyonu, nispi faiz oranları ve yatırım ortamı değişimleri dikkate alınmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının küçük firmaların finansman gereksinimleri ile sermaye piyasaları arasındaki uçurumu kapatmaya yardımcı olduğu tespit edilmiştir.

Jianxin tarafından 2007'de yapılan çalışmada, Tayland ve Jakarta Menkul Kıymet Borsalarının değişkenliği ile portföy sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Günlük verilerin kullanıldığı çalışmada Jakarta Menkul Kıymetler Borsası'nda Ocak 1996-Mayıs 1999 arasındaki dönem, Tayland Menkul Kıymetler Borsası'nda ise Ocak 1996-Haziran 1999 arasındaki dönem incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucu her iki menkul kıymetler borsasında da piyasa değişkenliği ile portföy sermaye hareketleri arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca yerel yatırımcı grupları ile yabancı yatırımcı grupları arasındaki kısa süreli hisse senedi alım satımları ile piyasa değişkenliği arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Lin ve Swanson tarafından 2008'de Amerikan piyasalarında yabancı yatırımcıların algılamaları ile ilgili bir çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmada içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu 19 gelişmiş ve 19 gelişmekte olan ülke piyasası incelenmiştir. Yapılan çalışma Ocak 1990-Aralık 2003 arasını kapsamakta olup, çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucu, yabancı yatırımcıların sürü psikolojisi içerisinde hareket ettiklerine dair zayıf kanıtlar bulunmuştur. Buna rağmen yabancı yatırımcıların Amerikan piyasalarında ve diğer piyasalarda geçmiş davranışlarını izlediklerine dair güçlü kanıtlara ulaşılmıştır. Ayrıca geçmişteki yüksek getirileri dikkate alarak alım satım yapan yabancı yatırımcıların daha yüksek yatırım performansına ulaştığı ve bu sayede yabancı yatırımcıların ellerinde bulundurdukları Amerikan hisse senetlerinin sayısında artışa gittikleri sonucuna ulaşılmıştır. Amerikan hisse senedi piyasalarında meydana gelen sert yükseliş ve düşüşlerden bir ay önce yapılan alım satımlarda genel olarak yabancı yatırımcıların performansının iyi olduğu sonucu da araştırmanın diğer önemli bir noktasını oluşturmaktadır.

Yabancı yatırımcıların yatırım stratejilerini ve borsa üzerindeki etkisini incelemek amacıyla diğer bir çalışma Jaemin, Landi ve Yoo (2008) tarafından Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda yapılmıştır. 1996-2005 yılları arasında günlük veriler kullanılarak yapılan çalışmada, yabancı yatırımcılar Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda toplam piyasa kapitalizasyonunun %40'ını elinde bulundurmalarına rağmen piyasa değişkenliği üzerinde önemli bir etkiye sahip görünmemektedir. Finansal serbestleşmenin tamamen gerçekleştiği dönemde portföy sermaye hareketlerinin piyasa getirisi üzerinde etkisi olduğu söylenebilir fakat bu yabancı yatırımların yerli yatırımcılara nazaran daha bilgili olduğu anlamına gelmemektedir. Kore Menkul Kıymetler Borsasında 1997 yılında meydana gelen krizden sonra tamamen serbestleşen piyasada yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket ettikleri araştırmanın bir diğer sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda yabancı yatırımcıların etkisini inceleyen bir diğer çalışma Lin, Lee ve Chiu (2008) tarafından yapılmıştır. Ağustos 1995-Aralık 2005 arası dönemin incelendiği çalışmada günlük veriler kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda, piyasadaki kısıtlamaların kaldırılmasından sonra portföy yatırımları Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda istikrarı sağlayıcı bir etkiye sahip olmuştur. Ayrıca ülkede meydana gelen politik şokların borsayı etkilediği de ifade edilmiştir.

Knill (2010), yabancı yatırımların küçük işletmelerin sermaye ihracına ve kaynak yapılarına etkilerini ele aldığı çalışmasında ülkelerin mülkiyet hakları açısından gelişmişlikleri dikkate alınarak oluşturulan üç farklı ülke grubunda değerlendirme yapmıştır. Çalışmanın bulgularına göre yabancı portföy yatırımlarının, ülkelerin mülkiyet hakları açısından gelişmişliklerinden bağımsız olarak tüm ülkelerin küçük işletmelerinin menkul kıymet ihracı üzerinde(ana ortaklık dışı özkaynak kullanımı) etkileri olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan uzun vadeli borç düzeylerinin artışı, mülkiyet hakları açısından gelişmiş ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının bankacılık vasıtasıyla KOBİ'lere ulaştığını gösterdiği belirtilmiştir.

Maeseneire ve Claeys, 2011'de yaptıkları çalışmada Belçika ölçeğinde KOBİ yöneticileri, bankalar ve girişim sermayesi yatırımcılarına uygulanan raporların ve ayrıca KOBİ'ler üzerinden gerçekleştirilen anket sonuçlarının analizi ile yabancı yatırımların KOBİ'lerin borçlanma ve özkaynak edinimi üzerine etkilerini

araştırmışlardır. Araştırma sonucunda KOBİ'lerle ilgili bilgi eksiklikleri, çoğu uluslararası yatırımcının KOBİ'lere ilişkin önyargısı ve bankaların borç vermek için aradıkları teminat eksiklikleri KOBİ'lerin yabancı yatırımlara ulaşabilmesinde önemli kısıtlar olarak tespit edilmiştir.

Literatür incelemesinde ele alınan çalışmalarda dünyanın değişik ülkelerindeki menkul kıymet borsalarındaki yabancı yatırımcıların etkinliği incelenmiş ve bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar aktarılmaya çalışılmıştır. Yabancı sermayenin incelenmesi açısından en anlamlı alanı oluşturan İMKB'deki yabancı yatırımlar ile ilgili Türkiye'de de farklı dönemlerde yapılan çalışmaları bulmak mümkündür.

Yılmaz ve Yılmaz (1999) tarafından yapılan çalışmada, yabancı yatırımcıların İMKB üzerindeki rolü incelenmiştir. Çalışmada İMKB'deki yabancı yatırımcıların 1995-1998 yılları arası aylık bazda gerçekleştirmiş oldukları alım-satım işlemleri, işlem hacmi ve işlem miktarı dikkate alınmıştır. Yapılan incelemeler sonucu yabancı yatırımcıların İMKB'de bankacılık ve sanayi sektöründeki birkaç firma dışında paylarının çok büyük boyutta olmadığı, dünyada meydana gelen krizlere rağmen İMKB'den büyük miktarda para çıkışı olmadığı, bununla birlikte kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların alım-satım işlemlerinde önemli bir azalma olduğu tespit edilmiştir.

İMKB üzerinde yabancı yatırımcıların etkinliğini inceleyen bir diğer çalışma Usta (2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ocak 1997-Aralık 2002 dönemindeki aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, yabancı işlem yoğunluğu açısından İMKB'deki sektörler ve alt sektörler arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklar bulunmuştur. Getiri ve net yabancı işlem yoğunluğunun toplam işlem yoğunluğuna oranı arasındaki ilişkinin pazar ve ulusal sektörler için anlamlı olduğu, net yabancı işlem yoğunluğunun toplam işlem yoğunluğuna oranının getiri üzerindeki etkisinin İMKB-30'da yer alan hisse senetleri için daha büyük olduğu tespit edilmiştir. Bir hisse senedinde gerçekleşen yabancı işlemlerin pozitif (negatif) olduğu durumlarda o hisse senedinin getirisinin de pozitif (negatif) olmasının daha olası olduğu tespit edilmiştir.

Dönmez, Karataş ve Kiraz (2004) tarafından gerçekleştirilen çalışmada 1997-2004 arası dönemde, aylık veriler kullanılarak, İMKB'de yabancı yatırımcıların performansı analiz edilmiştir. Çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB'deki saklama bakiyeleri ve alış-satış hacimleri kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda, yabancı yatırımcıların ağırlıklı olarak İMKB-30'da yer alan hisse senetlerine yatırım

yaptıkları, yabancı yatırımcıların giriş-çıkışlarının genel olarak endeksin bir ay önceki getirisi ile negatif yönlü ilişkisi olduğu dolayısıyla yabancı yatırımcıların trend takibi yatırım stratejisini benimsemedikleri, yerli yatırımcılara göre daha az bilgi birikimine sahip olmadıkları ve hisse senetlerini ellerinde daha uzun süre tuttukları tespit edilmiştir.

Adabag ve Ornelas (2004)'un yaptıkları çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB'deki etkisi incelenmiştir. Çalışmada Şubat 1997-Eylül 2004 arası dönemde aylık veriler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişki olduğu, yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasına girdiği zamanlarda İMKB endeksinde bir artış, çıktığı zamanlarda ise bir azalış olduğu fakat bunun uzun bir süreci kapsamadığı, yabancı yatırımcıların negatif trend takibi yatırım stratejisini izledikleri, yabancı yatırımcılar tarafından fiyatlar üzerinde baskı oluşturacak bir etkinin söz konusu olmadığı ve yabancı yatırımcıların İMKB istikrarı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmadığı ifade edilmiştir.

Çimenoğlu ve Yentürk (2005) uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerine etkilerini incelemiştir. Uluslararası sermaye akımlarının özel sektör tüketim harcamaları üzerindeki etkisini 1987-2001 dönemi için çeyrek dönemler itibariyle sıradan en küçük kareler yöntemiyle incelemiştir. Çalışmalarının sonucunda, harcanabilir gelirdeki ve bütçe harcamalarındaki artışların özel tüketim harcamaları üzerinde artırıcı yönde etkisi olduğunu bulmuşlardır. Dolayısıyla, bu kalemlerin yurtiçi tüketim talebini artırması yoluyla cari işlemler hesabı dengesi üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Yine aynı çalışmada, yabancı sermaye akımları, özel sektör tüketim harcamaları ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki ilişki VAR yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, yabancı sermaye akımlarındaki artışın özel tüketim harcamaları üzerinde üççeyrek, özel yatırım harcamaları üzerinde ise dört çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu saptanmıştır. Böylece özel tüketim harcamalarındaki artışın özel yatırım harcamalarını tetiklediği sonucuna varmışlardır. Ayrıca aynı çalışmada, yabancı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisi sıradan en küçük kareler yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmalarının sonucunda, yabancı sermaye akımlarında ortaya çıkan artışların, dolarizasyon, yüksek para ikamesi ve sterilizasyon işlemleri aracılığıyla Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığını saptamışlardır.

Çetenak (2006) tarafından yapılan bir çalışmada portföy yatırımlarının İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin getirileri üzerinde bir etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada Ocak 1997-Şubat 2005 dönemleri arası dikkate alınmış ve aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre; portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı ancak üretim endeksinin portföy yatırımları ve hisse senedi getirilerini etkilediği ifade edilmiştir.

Tükel (2006) tarafından gerçekleştirilen çalışmada İMKB’de işlem yapan yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ve 1999-2001 yılları arasında meydana gelen ekonomik krizlerde yabancı yatırımcıların borsa endeksi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapılan çalışmada Ekim 1999-Eylül 2001 arası dönem dikkate alınmıştır ve günlük veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırımlar ile borsa getirisi arasında güçlü bir doğrusal ilişki olduğu fakat bu etkinin aynı günle sınırlı kaldığı bulgusuna ulaşılmıştır. Kriz dönemlerinde de bu ilişkinin değişmediği, Kasım 2000’de meydana gelen likidite krizi sonrası yabancı satışlarının uzun sürdüğü ve bu etkinin borsa üzerinde istikrarın bozulmasına yol açtığı ancak Şubat 2001 krizi sırasında bu etki tersine döndüğü ve yabancı yatırımcıların borsa endeksi seviyesinin korunmasına yardımcı olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımcıların borsa endeksinin yükseldiği günün ertesi alım yaptığı ve borsa endeksinin düştüğü günün ertesi satış yaptığı, yabancı yatırımcıların borsa endeksi üzerinde bir getiri elde edemediği ve yabancı yatırım oranı yüksekliği ile hisse senedinin volatilitesi arasında doğru orantı olduğu yönünde tespitlerde bulunulmuştur.

İMKB’de yabancı yatırımcıların etkinliğini inceleyen bir diğer çalışma Kurt (2007) tarafından yapılmıştır. Ocak 1997-Ağustos 2007 arası dönemin incelendiği çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırımcıların alış-satışları ile İMKB ile ilgili değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu, yabancı yatırımcıların alışlarının değişkenler üzerinde pozitif, satışlarının ise negatif etkisi olduğu²¹ ve yabancı yatırımcıların net alış-satışlarının incelenen değişkenlerdeki değişimleri açıklama gücünün sınırlı olduğu ifade edilmiştir.

Akar (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada ise, hisse senedi fiyatları ile İMKB’deki yabancı işlem hacmi arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Ocak 1997-Eylül 2005 arası dönemi inceleyen ve aylık verilerin kullanıldığı çalışmada,

endeks fiyatından yabancı işlem hacmine doğru istatistiksel olarak güçlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile bu husus, yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını gerçekleştirmek için hisse senedi fiyatlarındaki değişimi takip etmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çatıkkaş ve Okur (2008) tarafından İMKB’de yapılan çalışmada, Ocak 1997 ile Eylül 2007 arasındaki dönem, aylık veriler kullanılarak, incelenmiştir. Söz konusu çalışmada, yabancı yatırımcıların alım satım hareketlerinin İMKB hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi nedensellik ilişkisi de dikkate alınarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; yabancı yatırımcıların işlemleri ile İMKB işlem hacmi ve İMKB Ulusal 100 Endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yabancı alımlarındaki değişmelerin İMKB işlem hacmini ve İMKB Ulusal 100 Endeksi’ni de etkilediği belirlenmiştir.

Akın ve Bastı (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada ise, yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ile İMKB’deki getiri performansları incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda; geçmiş dönemlerde elde edilen getirilerin yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını etkilediği; yabancı yatırımcıların geçmişte yüksek performans gösteren hisse senetlerini satın alma, düşük performans gösteren hisse senetlerini satma eğiliminde olduğu, dolayısıyla yabancı yatırımcıların trend takibi yatırım stratejisini benimsediği sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca, trend takibi yatırım stratejisini benimseyen yabancı yatırımcıların bu sayede yüksek getiri sağlama becerileri de incelenmiştir fakat bunu doğrulayan bir kanıt rastlanmamıştır.

Kızılca (2008), Türkiye ekonomisinde 1987:01 ile 2007:03 arası çeyrek dönemlik verileri kullanarak sermaye akımları ile ticarete konu olmayan sektörlerin görece büyüklüğü arasındaki ilişkiyi Almon-log yöntemiyle tahminlemiştir. Türkiye ekonomisinde sermaye hesabının serbestleşmesi sonrasında, yabancı sermaye akımları ile ticarete konu olmayan sektörlerin üretimi arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptamıştır.

Elmas 2010’da 2005-2010 yılları arası günlük verileri kullanarak İMKB’deki yabancı payları ile 12 ayrı İMKB endeksinin değişimi arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını araştırmıştır. çalışmada yabancı yatırımcı hareketlerinin genel olarak İMKB-100 ve diğer endekslerin artış veya azalış hareketini başlatan olmadıkları, aksine yabancı yatırımcıların İMKB-100 ve diğer endekslerdeki hareketi

(artma/azalma) takip ederek yatırımlarını arttırdıkları veya azalttıkları tespit edilmiştir

4.2.3 Araştırmanın Yöntemi

4.2.4 Araştırmada Kullanılan Veri ve Değişkenler

Yabancı sermaye yatırımları ile ilgili üç temel veri değişken olarak belirlenmiştir. Bu değişken grubu içerisinde Portföy yatırımları (fpi) ana değişken doğrudan Yabancı Yatırımlar (fdi) ve Diğer Yabancı Yatırımlar (oi) ise karşılaştırma amaçlı değerlendirmeye katılacaktır. Yabancı yatırımlarla ilgili veriler Merkez Bankası ödemeler bilançosundaki Sermaye Hesabı bölümünden alınmış ve net değerleri itibarıyla veri setinde kullanılmıştır.

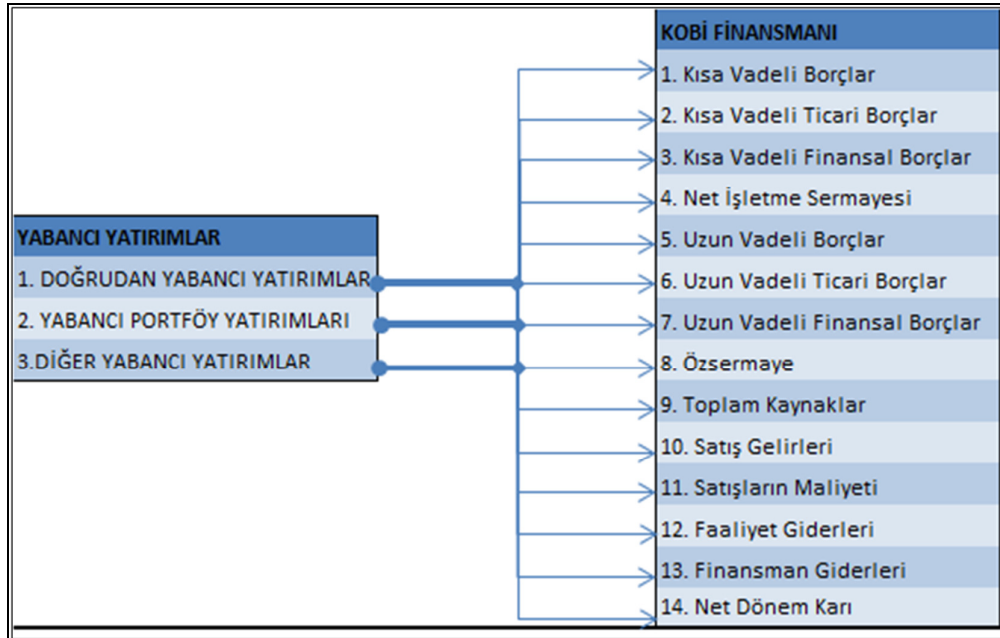
Yabancı sermaye yatırımlarının KOBİ finansmanı üzerine etkilerinin şirket içi ve şirket dışı değişkenler kullanılarak panel veri modelleriyle tahmin edilmesini amaçlayan bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kayıtlı şirketler sektörlerine ve ölçeklerine göre incelenmiştir. Her ne kadar başlangıçta borsada olmayan işletmeler analiz için örnekleme dahil edilse de toplanan 337 borsa dışı işletme verisi tutarsızlıkları dolayısıyla örneklemden çıkartılmıştır. Özellikle borsa dışındaki işletmelerin mali anlamda hem iç hem de dış denetim açısından yetersizlikleri tablolarının hazırlanmasında ciddi hata ve yanlışlıklara yol açmaktadır. Elde edilen söz konusu işletmelere ait tabloların sadece yasal bir sorumluluktan kurtulmak amacıyla formalite olarak hazırlanmış, gerçeği yansıtmayan verilerden oluştuğu görülmüştür. Verileri toplarken yüz yüze görüşülen işletme sahipleri, yöneticileri ve muhasebeciler bu durumu bizzat ifade etmekte sakınca görmemişlerdir. Bu sebeple güvenilirliği genel kabul görmüş borsaya kote olan işletmeler çalışmanın ikinci veri setini oluşturmaktadır.

İMKB'de; sanayi, mali, hizmet ve teknoloji olmak üzere temel olarak dört ana sektör mevcuttur. Mali sektörün ekonomik ve finansal yapısının mali tablolar açısından reel sektör firmalarına göre önemli farklılıklar içermesi ve faaliyet biçimlerinin farklılaşması dolayısıyla mali sektör firmaları çalışmaya dahil edilmemiştir. Hizmet sektörünün birçok kurum tarafından KOBİ'ler için geçersiz görülmesine rağmen, firmaların ağırlıklı olarak bu alana yönelmeleri ve çağımızın en hızlı büyüyen alanlarından biri olması dolayısıyla çalışma kapsamı içerisinde

tutulması uygun görülmüştür. Dolayısıyla bu sektörlerden sanayi, enerji ve hizmet sektörleri alt sektörleriyle birlikte araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan verilerin zaman boyutu ve şirket sayısı sektörler itibariyle değişiklik göstermektedir. Çalışmada hem şirket içi hem de şirket dışı veriler yarıyıllık (semi annual) dönemler olarak alınmış olup şirketlerle ilgili verilerin ele alındığı başlangıç ve bitiş yıl aralığı, borsaya yeni kote olan ve kotasyondan çıkarılan işletmeler dolayısıyla incelenen her bir şirkete göre farklılık göstermektedir. Bundan dolayı araştırmada dengesiz(unbalanced) panel veri modeli kullanılmıştır.

Çalışmada incelenen şirket sayısı sektörler itibariyle şöyledir: İMKB’de ikinci ulusal pazar, yeni ekonomi pazarı, gözaltı pazarı ve diğer şirketler dahil olmak üzere mali sektör dışındaki 80 KOBİ ve 154 büyük işletme toplam 234 şirket ele alınmıştır. 2000-2010 yılları arasında en az 4 yarı dönemlik verisi olan işletmeler çalışmaya dahil edilmiştir. Söz konusu dönemde bu süreden daha az zaman diliminde borsada işlem gören işletmelerin verisi anlamlı bir zaman serisi oluşturmadığından çalışmada yer almamıştır. Araştırmada kullanılan şirketler ve bu şirketlerin ait olduğu sektörler Ekler bölümünde gösterilmiştir.

Firmalara ait değişkenler ise Kullanılan Toplam Kaynaklar(tkay), Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar(kvb), Kısa Vadeli Finansal Kaynaklar(finkvb), Kısa Vadeli Ticari Kaynaklar(tickvb), Net İşletme Sermayesi(niser), Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar(uvb), Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar(finuvb), Uzun Vadeli Ticari Kaynaklar(ticuvb), Özsermaye(özser), Satış Gelirleri(sat), Satışların Maliyeti(smal), Faaliyet Giderleri, Finansman Giderleri(fing) ve Dönem Net Karı(nkar) başlıkları altında değerlendirilmiştir.

Tablo 36: Çalışmanın Değişkenleri Arasındaki İlişkiler

Tabloda görüldüğü gibi çalışma içerisinde iki değişken grubu yer almaktadır. Değişkenlerin birinci grubunu yabancı yatırımlara ilişkin olanlar oluşturmaktadır. Bunlar üç değişkenden oluşmaktadır; bunlar doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları, ve diğer yabancı yatırımlar olarak sıralanabilir. Çalışma açısından bu değişkenlerin bağımsız değişkenler olarak değerlendirilmektedir. İkinci grupta ise İMKB’de işlem gören işletmelere ilişkin değişkenler yer almaktadır. Bunlar da kısa vadeli borçlar, kısa vadeli ticari borçlar, kısa vadeli finansal borçlar, net işletme sermayesi, uzun vadeli borçlar, uzun vadeli ticari borçlar, uzun vadeli finansal borçlar, özsermaye, toplam kaynaklar, satış gelirleri, satışların maliyeti, finansman giderleri ve net dönem karı olarak ele alınmaktadır.

4.2.5 Araştırma Bulguları

Araştırmada doğrudan yabancı yatırımların(fdi), portföy yatırımların(fpi) ve diğer yabancı yatırımların(oi) kısa vadeli borçlar(kvb), finansal kısa vadeli borçlar(finkvb), ticari kısa vadeli borçlar(tickvb), net işletme sermayesi(niser), uzun vadeli borçlar(uvb), finansal uzun vadeli borçlar(finuvb), ticari uzun vadeli borçlar(ticuvb), özsermaye(ozser), satış gelirleri(sat), satışların maliyeti(smal), faaliyet karı(fkar), finansman giderleri(fing) ve net dönem karı(nkar) üzerindeki etkileri beş farklı model kurularak analiz edilmiştir. Bu modeller Havuzlanmış En

Küçük Kareler(HEKK), Sabit Etkiler Modelinin Grup İçi Yöntemi(SE), Gruplar Arası Tahmin Yöntemi(GAT), En Çok Olabilirlik Yöntemi(EÇO) ve Tesadüfi Etkiler Modeli(TE) şeklinde sıralanabilir. Bu modeller hem KOBİ'ler hem de büyük işletmeler için ayrı ayrı uygulanmış ve karşılaştırma yapılarak araştırma sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu analiz çalışmaları panel veri analizleri alanında uzmanlaşmış bir uygulama programı olan STATA 11 ekonometri paket programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Tablo 37: KOBİ Verileri STATA Programı Özet Çıktısı

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
fpi	1410	1325.016	4086.179	-6696	8323
fdi	1410	3871.904	3924.303	-58	10984
oi	1410	4986.189	6212.539	-6356	19665
dov	1410	18281.23	17269.54	0	107312
duv	1410	17144.18	17246.64	0	160967
tov	1410	35409.09	27542.2	-2795	234577
kvb	1410	44424.65	461439	0	9780402
finkvb	1410	10476.5	73289.73	0	1370573
tickvb	1410	4857.267	6848.559	-2	141846
uvb	1410	6114.748	11416.59	0	120980
finuvb	1410	4377.966	10309.84	0	119992
ticuvb	1410	90.18014	441.1798	0	7094
ozser	1410	-2.86e+08	4.62e+09	-9.78e+10	104592
sat	1410	15076.79	13988.98	-2783	76536
smal	1410	-11541.43	12978.49	-101831	38519
fkar	1410	599.9759	3803.251	-24983	28918
fing	1410	-1486.313	3915.915	-46352	27120
nkar	1410	-6.92e+07	2.27e+09	-8.41e+10	110941
niser	1410	-26143.43	462554.3	-9780372	70465

Tablo 4-2'de KOBİ'lerle ilgili verilerin özetlenmiş hali yer almaktadır. KOBİ'lere ilişkin tüm değişkenlere ait toplam 1410 gözlem yer almaktadır. Ortalama değerler açısından özsermaye değerlerinin ve net kar değerlerinin ortalamasının negatif olması İMKB'deki KOBİ'lerin belirlenen 20 dönemlik periyot dahilinde içinde buldukları mali durumu açıkça ortaya koymaktadır. Tablo 4-3'de ise büyük ölçekli işletmelerle ilgili verilerin özetlenmiş hali yer almaktadır. Büyük işletmelere ilişkin tüm değişkenlere ait toplam 2725 gözlemin yer aldığı görülmektedir. Ortalama değerler açısından özsermaye değerlerinin ve net kar değerlerinin ortalamasının KOBİ'lerin aksine pozitif olması İMKB'deki büyük işletmelerin belirlenen 20 dönemlik periyot dahilinde mali yönden daha olumlu bir pozisyona sahip oldukları görülmektedir.

Tablo 4-38: Büyük İşletme Verileri STATA Programı Özet Çıktısı

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
firm	0				
period	0				
sektor	0				
fpi	2725	1293.706	4114.28	-6696	8323
fdi	2725	4032.013	3942.298	-58	10984
oi	2725	5077.707	6331.7	-6356	19665
dov	2725	302180.8	684051.6	-2982	7501424
duv	2725	354533	844990.3	0	7573517
tov	2725	656050.4	1462590	3003	1.40e+07
kvb	2725	211691.8	500393.2	19	6675218
finkvb	2725	54866.71	154854.4	0	2279853
tickvb	2725	78661.53	238898.5	0	4215039
uvb	2725	116615.9	349225.6	0	3612323
finuvb	2725	76889.63	256512.7	0	3328727
ticuvb	2725	4744.205	49514.85	0	1222065
ozser	2725	317684.2	772091.1	-251322	8832226
sat	2725	381454.4	1036350	-1989656	1.53e+07
smal	2725	-312208.9	924103	-1.47e+07	1934419
fkar	2725	29292.51	98989.38	-568077	1394826
fing	2725	-17089.19	66479.95	-1016386	288593
nkar	2725	21311.44	87333.22	-627077	1124592
nser	2725	90489.03	262989.6	-1156449	2971302
firm_id	2725	77.84697	44.24821	1	154
sektor_id	2725	8.013945	3.712575	1	15
time	2725	10.77945	5.72563	1	20

4.2.5.1 Yabancı Sermayenin Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Analizin başlangıcı olan bu bölümde tüm önemli analiz çıktıları STATA'nın özgün formatı ile verilerek analiz aşamalarının işleyişi ortaya konulmaktadır. Aynı süreçler diğer değişkenler içinde benzer aşamalardan oluştuğu için tablolar genel bir özet halinde verilerek analiz edilmektedir. Söz konusu bölümler için STATA'nın özgün program çıktıları ekler bölümüne aktarılarak değerlendirilmiştir.

İlk olarak hangi modelin ve tahmin yönteminin seçilmesine karar verebilmek için Havuzlanmış En Küçük Kareler, Sabit Etkiler, Gruplar Arası Tahmin Yöntemi Tesadüfi Etkiler ve En Çok Olabilirlik Tahmin modelleri uygulanmıştır. Bu modellere ait sonuçlar bir araya getirilerek aşağıda tablo halinde sunulmuştur. Ayrıca tablonun alt bölümünde sabit etkiler modeli üzerinden yapılan F(çıktıda F_f) testi, tesadüfi etkiler tahmincisi üzerinden yapılan Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı testi(çıktıda lm) ve En Çok Olabilirlik Tahmincisi üzerinden yapılan olabilirlik oranı testi (çıktıda chi2_c) ve hangi modelin seçileceğine dair karar verebilmek için Hausman test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 39: kvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

Variab le	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	5.47	6.81*	-377**	6.55*	
fpi	.576	-.545	44.6	-.386	
oi	3.58	2.85	486**	2.95	
_cons	4593	4603	-9.8e+05**	6720	
kvb					
fdi					6.58*
fpi					-.406
oi					2.94
_cons					6730
sigma_u					
_cons					2.5e+05***
sigma_e					
_cons					3.9e+05***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		7.7			
lm				750.0	
chi2_c					286.7
hausman				13.7	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yukarıdaki çıktıda HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları bir arada görülmektedir. Birim sayısının çok fazla olması nedeniyle Gölge Değişkenli En Küçük Kareler yöntemi kullanılmamıştır. Çünkü bu yöntemi kullanmak hem çok fazla serbestlik derecesi kaybına sebep olacağından hem de hesaplanması çok zahmetli olacağından uygulamaya alınmamıştır. Ayrıca Score testine uygulamada yer verilmemiştir. Çünkü Score Testi küçük örnekler üzerinde başarılı sonuçlar vermektedir oysa bizim elimizdeki örnek büyük olmasından dolayı Score testi ile etkin sonuçlar elde edilemediğinden uygulamaya alınmamıştır. İlk olarak hangi tahminciyi seçmemiz gerektiği ile ilgili yaptığımız test sonuçlarını değerlendirmeliyiz. Birim etkilerin varlığını sınamak için F(çıktıda F_f) testi, Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı testi(çıktıda lm) ve Olabilirlik Oranı testi (çıktıda chi2_c) sonuçlarının hepsine göre H_0 hipotezi(Birim etkiler yoktur) reddedilmektedir, bu da birim etkilerin var olduğunu göstermektedir. Her ikisi de tutarlı olan fakat etkinliği farklı olan Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli arasından hangisinin daha etkin olduğunu tespit edebilmek için literatürde en çok kullanılan k serbestlik dereceli χ^2 dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır. Hausman testinde H_0 hipotezinin “parametreler arasındaki fark sistematik değildir” şeklinde kurulduğu görülmektedir(Tatoğlu, 2012:179). Hausman test istatistiği 13.7 olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur dolayısı ile H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. H_0 hipotezinin reddedilmesi ile sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğuna karar verilmektedir.

Sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı araştırılıyor ve bunun için Değiştirilmiş Wald testi uygulanıyor. Değiştirilmiş Wald testinin kullanılma nedeni ise normal dağılım varsayımının ihlal edilmesi durumunda da kullanılabilir olmasıdır. Test sonucu aşağıdaki gibidir.

Tablo 405: kvb için Değiştirilmiş Wald testi Program Çıktısı

**Modified wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model**

H0: $\sigma_i^2 = \sigma^2$ for all i

**chi2 (80) = 4.3e+08
Prob>chi2 = 0.0000**

Yukarıdaki çıktıda $\sigma_i^2 = \sigma^2$ şeklinde kurulan H_0 hipotezi, 80 serbestlik dereceli χ^2 değeri ve olasılık değeri yer almaktadır. Sonuçlara göre H_0 hipotezi reddedilmektedir yani varyansın birimlere göre değiştiği ($\sigma_i^2 \neq \sigma^2$) gözlenebilmektedir. Sonuç olarak da birimlere göre heteroskedasitenin var olduğu söylenebilmektedir.

Heteroskedasitenin varlığının doğrulanmasından sonra otokorelasyonun varlığı araştırılıyor. Bunun için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi(DW) ve Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testleri(LBI) kullanılmıştır. Her iki test için de sadece test istatistiklerine yer verilirken olasılık değerlerinin kullanılmadığı görülmektedir. Literatürde kritik değerler verilmemekle birlikte eğer değer 2'den küçükse otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılmaktadır.

Tablo 41: kvb için DW ve LBI Testi Program Çıktısı

	ar
d1	0.358
LBI	0.648

Yukarıda yer alan çıktıda her iki test sonucunun değerlerinin 2'den küçük olduğu görülmektedir ve sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılabilmektedir. Birimler arası korelasyon testlerinden sadece Paseran'ın testi dengesiz panel üzerinde uygulanabilmekle birlikte, bizim örneğimizdeki gibi birim sayısının ve kategorik değişken sayısının varlığının fazla olduğu örneklerde uygulanamamaktadır.

Yapılan testler sonucunda heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildiğinden dolayı dirençli tahmincilerin elde edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Tablo 42: kvb için Dirençlendirilmiş Tahmin Ediciler Program çıktısı

variable	SE	robust	ar1	scc
fdi	6.81*	6.81	2.29	6.81*
fpi	-.545	-.545*	-.118	-.545
oi	2.85	2.85	.751	2.85**
_cons	4603	4603	69467***	4603
r2_w	.0095	.0095	.00096	.0095
F	4.24	5.84	.398	4.16

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Çıktıya bakıldığında hem dirençli hem de dirençsiz tahmincilerin yer aldığı görülmektedir. İlk olarak

SE: Klasik sabit etkiler tahmincisini(grup içi tahminciyi),

robust: Huber-White standart hatalarla heteroskedasite ve otokorelasyonun varlığında dirençli sabit etkiler tahmincisini,

ar1: AR(1) otokorelasyonun varlığında dirençli sabit etkiler tahmincisini,

scc: otokorelasyon, birimler arası korelasyon ve heteroskedasitenin varlığında dirençli sabit etkiler tahmincisini vermektedir.

Modelde hem heteroskedasite hem de otokorelasyon olduğundan “robust” ve olası birimler arasında korelasyon bulunduğundan “scc” tahmincileri ile elde edilen standart hatalar kullanılabilir. Her iki sonuç da incelendiğinde, parametre tahminleri ve değişkenler için anlamlılık düzeylerinin aynı olduğu görülmektedir. Kısa Vadeli Borçlar(kvb) üzerinde Doğrudan Yabancı Yatırımların(fdi) ve Diğer Yatırımların(oi) pozitif ve anlamlı, Dolaylı Yabancı Yatırımların(fpi) negatif ve anlamlı etkileri olduğu görülmektedir. Ayrıca test sonuçlarından R² değerinin %0.95 ve F testinin anlamlı olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların 1 milyon \$ artması KOBİ’lerin kısa vadeli borçlarını ortalama 6810 TL, diğer yatırımların 1 milyon \$ artması kısa vadeli borçları ortalama 2850 TL artırırken, yabancı portföy yatırımlarının 1 milyon \$ artması kısa vadeli borçları ortalama 545 TL azaltmaktadır.

KOBİ’ler ile büyük işletmeleri karşılaştırabilmek için aynı analiz işlem aşamaları tekrar gerçekleştirilmiştir. Büyük işletmeler için yabancı sermayenin kısa vadeli borçlar üzerindeki etkisini araştırmak için ilk olarak HEKK, SE(grup içi tahmin yöntemi), GAT, TE ve EÇÖ tahmin modelleri uygulanmıştır. Birim etkilerin varlığını tespit etmek için uygulanan modeller üzerinden yapılan F testinin, Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı testinin ve Olabilirlik oranı testinin sonuçları incelenmiştir.

İnceleme sonunda tüm testlere göre H_0 hipotezi reddedilerek birim etkilerin var olduğu görülmüştür. Ayrıca hangi modelin seçilmesi gerektiğine dair karar verebilmek için Hausman testi uygulanmıştır. Hausman test istatistiğine göre H_0 hipotezi reddedilememiş ve tesadüfi etkiler modelinin daha tutarlı olmasından dolayı bu modelin uygulanmasına karar verilmiştir. Hangi modelin kullanılacağına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığını aramak için değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi kullanılmaktadır. Elde edilen test istatistikleri Snedor F tablosu ile karşılaştırılarak “birimlerin varyansları eşittir” şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla heteroskedasitenin var olduğu söylenebilmektedir. Heteroskedasitenin varlığından sonra otokorelasyonun varlığını araştırmak amacıyla DW ve LBI testleri uygulanmış ve tahmin sonuçları elde edilmiştir. Tahmin sonuçları tablosunda, bağımlı değişkene, birim etkiye ve artık kalıntıya ait varyans ve standart hataların hesaplanmış olduğu görülmektedir. Test sonuçlarında Serial Correlation kısmında otokorelasyon için otokorelasyon katsayısının (lambda, ρ) sifıra eşit olduğu ($H_0: \rho = 0$) ve hem birim (tesadüfi) etkinin hem de otokorelasyonun birlikte sifıra eşit olduğu ($H_0: \sigma_\mu^2 = 0, \rho = 0$) hipotezini sınamak için testler yer almaktadır. LM ve ALM otokorelasyon testleri 1 serbestlik derecesi ile ve birleşik LM testi 2 serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımına uymaktadır. Otokorelasyon için sonuçlara bakıldığında, “otokorelasyon yoktur” şeklindeki temel hipotezin reddedildiği görülmektedir; yani otokorelasyon vardır. Ayrıca birleşik testte de H_0 hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla birim etkinin varyansının ve otokorelasyon katsayısının sifıra eşitliği reddedilmektedir; birim etki ve/veya otokorelasyon vardır. Yapılan testler sonucunda heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildiğinden dolayı dirençli tahmincilerin elde edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Tablo 43: kvb için Büyük İşletmeler Dirençlendirilmiş Tahmin Ediciler Program çıktısı

variable	nonrobust	robust	ar1
fdi	18.5	18.5	3.39
	1.56	3.58	1.6
	0.000	0.000	0.035
fpi	-3.72	-3.72	.138
	1.32	.981	.668
	0.005	0.000	0.836
oi	-1.09	-1.09	.137
	.957	.472	.453
	0.255	0.021	0.763
_cons	1.5e+05	1.5e+05	2.0e+05
	3.4e+04	2.3e+04	3.4e+04
	0.000	0.000	0.000
chi2	168.480	31.695	4.600
p	0.000	0.000	

Legend: b/se/p

Dirençli tahmincilerin elde edilmesi aşamasında 3 adet tahmin yönteminin yer aldığı görülmektedir: Klasik tesadüfi etkiler tahmincisi(nonrobust), heteroskedasite ve otokorelasyon varlığında kümeleme yoluyla dirençli tesadüfi etkiler tahmincisi(robust) ve AR(1) korelasyona izin veren tesadüfi etkiler tahmincisi(ar1). “robust” tahmincisinin “nonrobust” tahmincisi ile parametreleri aynıdır, fakat varyansları dolayısıyla standart hataları değiştiğinden t istatistikleri değişmiştir. Tesadüfi etkiler AR(1) tahmincisinde, parametre tahminleri de değişmiştir. Tüm tahmin sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırımlar(fdi) ve sabit parametre anlamlıdır. Dolaylı yabancı yatırımlar(fpi), nonrobust ve robust modelde anlamlı iken AR(1) tahmincisinde anlamsızdır. Diğer yatırımlar(oi) ise sadece “robust” modelde anlamlı, diğer modellerde ise anlamsızdır. Ayrıca Wald test(chi2) istatistiğine göre tüm modeller genel olarak anlamlıdır. Burada modelde heteroskedasite de çıktığından dolayı “nonrobust” veya “ar1” isimleriyle kaydedilen tahmincileri kullanmak yerine “robust” ismi ile elde edilen modelini tercih etmek daha uygun olacaktır çünkü tüm bağımsız değişkenler anlamlı olarak açıklanmaktadır. Sonuçlara göre, doğrudan yabancı yatırımların 1 milyon \$ artması kısa vadeli borçların(kvb) ortalama 18500 TL artmasını sağlarken, yabancı portföy yatırımların 1 milyon \$ değişmesi kısa vadeli borçların(kvb) ortalama 3720 TL azalmasına ve diğer yabancı yatırımların 1 milyon \$ değişmesi kısa vadeli borçların(kvb) ortalama 1090 TL azalmasına sebep olmaktadır. Wald test istatistiği modelin genel anlamlılığını göstermektedir.

Kısa vadeli yabancı kaynaklar işletmelerin bir yıl içerisinde ödemekle yükümlü oldukları tüm borçlarını ifade etmektedir. Borçlanma maliyetlerinin düşük olması ve

vadeli çalışma olanaklarının artması kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını etkileyen önemli unsurlardır. Özellikle yabancı portföy yatırımlarının mali piyasalardaki likiditeyi artırarak borçlanma olanaklarını artırması beklenebilir. Yapılan analiz sonuçlarına göre kısa vadeli finansman açısından özellikle portföy yatırımlarının hem KOBİ'ler hem de büyük işletmeler için olumsuz bir etkiye sebep olduğu görülmektedir. Ancak KOBİ'ler üzerindeki etkinin oransal olarak daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi portföy yatırımlarının KOBİ'lerin kısa vadeli borçlanma olanaklarını büyük işletmelere oranla azaltıcı bir etkiye sebep olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 4-9'te diğer kısa vadeli finansman faktörleri ile ilgili özet analiz değerleri yer almaktadır. Yukarıda ele alınan kvb değişkeni dışından finkvb, tickvb ve niser değişkenleri açısından değerlendirmeler bu tablo üzerinden yapılmıştır.

Tablo 44: Kısa Vadeli Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu

Değişkenler	finkvb	tickvb	niser
fdi	-724* (4010)***	252*** (6990)***	-5940** (7870)***
fpi	-35* (-3440)***	-63** (996)*	573* (-16)
oi	-231* (-1280)***	-59** (328)	-2880 721*
Panel Analiz Yöntemi	SE (TE)	TE (TE)	SE (TE)
Dirençli tahmin edici	robust (nonrobust)	nonrobust (robust)	scc (robust)
Test Sonuç Değerleri	Hausman İst.	14,0	7,2
	Wald İstatistiği	7,2e+09	
	Levene, Brown Forsyth testi		W0=5,42 W50=3,19 W10=3,55
	DW İstatistiği	0,655	1,53
	LBI İstatistiği	0,692	1,60
	F Test	4,26	34,256
	chi2	(60,421)	34,26 (17,05)
* p<0,10; ** p<0,05; p<0,01 (parantez içi) değerler büyük işletmelere aittir.			

4.2.5.2 Yabancı Sermayenin Finansal Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Kısa vadeli borçlar(kvb) üzerinde yabancı yatırımların etkisi analizi yapıldıktan sonra finansal kısa vadeli borçlar üzerinde yabancı yatırımların etkisi araştırılmaya başlanmıştır. İlk olarak kvb'nin analiz aşamasında kullanılan HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin yöntemleri KOBİ'lere ait veriler üzerinde kullanılarak analiz çalışmasına başlanılmıştır. Bu modellere ait sonuçlar tablolastırılarak aşağıda sunulmuştur. Ayrıca tablonun alt bölümünde F(çıkıtıda F_f) testi, Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı testi(çıkıtıda lm) ve Olabilirlik Oranı testi (çıkıtıda chi2_c) ve hangi modelin seçileceğine dair karar verebilmek için kullanılan Hausman test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 45: finkvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

Variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-.812	-.724	-54**	-.743	
fpi	.124	-.0354	3.26	-.00417	
oi	-.123	-.231	69.5**	-.209	
_cons	14072***	14482***	-1.3e+05**	14785***	
finkvb					
fdi					-.741
fpi					-.00822
oi					-.212
_cons					14811**
sigma_u					
_cons					33261***
sigma_e					
_cons					65537***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		5.4			
lm				395.5	
chi2_c				14.0	176.2
hausman				14.0	
p				0.2	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yukarıdaki çıktıya bakarak birim etkilerin varlığını sınamak için kullanılmak F(çıkıtıda F_f) testi, Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı testi(çıkıtıda lm) ve Olabilirlik Oranı testi (çıkıtıda chi2_c) sonuçlarını değerlendirebiliriz. Tüm test istatistiklerine göre H_0 hipotezi reddedilmektedir ve birim etkilerin varlığı doğrulanmaktadır. Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli arasından hangisinin daha etkin olduğuna karar verebilmek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman test istatistiği 14.0 olarak hesaplanmış ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur dolayısı ile H_0 hipotezinin reddedildiği ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı görülmektedir.

Sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı araştırmak için Değiştirilmiş Wald testi uygulanıyor. Test sonucu (7,2e+09) bulunan değer dolayısıyla $\sigma_i^2 = \sigma^2$ şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmektedir yani varyansın birimlere göre değiştiği ($\sigma_i^2 \neq \sigma^2$) gözlenebilmektedir. Bu durumda birimlere göre heteroskedasitenin var olduğu söylenebilmektedir.

Heteroskedasitenin varlığının doğrulanmasından sonra otokorelasyonun varlığını araştırmak için Durbin-Watson testi(DW) ve yerel en iyi değişmez testleri(LBI) kullanılmıştır. Tablo 45'teki çıktıya bakıldığında her iki test sonuç değerinin 2'den küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılabilmektedir. Yapılan testler sonucunda heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildikten sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi için gerekli testler yapılmıştır.

Tablo 4-10'te hem dirençli hem de dirençsiz tahmincilerinin sonuçları bir araya getirilerek sunulmuştur. Modelde hem heteroskedasite hem de otokorelasyon olduğunda kullanılan "robust" tahmincisi ile elde edilen sonuçlar incelendiğinde, parametre tahminleri ve değişkenler için anlamlılık düzeylerinin daha tutarlı olduğu görülmektedir. Finansal kısa vadeli borçlar(finkvb) üzerinde tüm bağımsız değişkenlerin (fdi, fpi, oi) negatif ve anlamlı etkileri olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların 1 milyon \$ artması finansal kısa vadeli borçları 724 TL, yabancı portföy yatırımlarının 1 milyon \$ artması finansal kısa vadeli borçları 35,4 TL, diğer yatırımların 1 milyon \$ artması kısa vadeli borçları 231 TL azaltmaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin finansal kısa vadeli borçlar üzerindeki etkisini araştırmak için ilk olarak HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin modelleri uygulanmıştır. Birim etkilerin varlığı yapılan F testinin, Breusch- Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Olabilirlik oranı testi incelenerek tüm testlere göre H_0 hipotezi reddedilmiş ve birim etkilerin var olduğu görülmüştür. Hausman test istatistiğine göre H_0 hipotezi reddedilememiş ve tesadüfi etkiler modelinin daha tutarlı olmasından dolayı bu modelin uygulanmasına karar verilmiştir. Bundan sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığını aramak için değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi kullanılmış ve Elde edilen test istatistikleri sonucunda H_0 hipotezi reddedilmiştir, dolayısıyla heteroskedasitenin varlığı doğrulanmıştır.

Heteroskedasitenin varlığından sonra otokorelasyonun varlığını araştırmak amacıyla DW ve LBI testleri uygulanmıştır. Tahmin sonuçları tablosuna otokorelasyon için bakıldığında, “otokorelasyon yoktur” şeklindeki temel hipotezin reddedildiği görülmektedir; yani otokorelasyon vardır. Ayrıca birleşik testte de H_0 hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla birim etkinin varyansının ve otokorelasyon katsayısının sifıra eşitliği reddedilmektedir; birim etki ve/veya otokorelasyon vardır. Yapılan testler sonucunda heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildiğinden dolayı dirençli tahmincilerin elde edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Klasik tesadüfi etkiler tahmincisi(nonrobust), heteroskedasite ve otokorelasyon varlığında kümeleme yoluyla dirençli tesadüfi etkiler tahmincisi(robust) ve AR(1) korelasyona izin veren tesadüfi etkiler tahmincisi(ar1) büyük işletme değerleri açısından incelenmiştir. “robust” tahmincisinin “nonrobust” tahmincisi ile parametreleri aynıdır, fakat varyansları dolayısıyla standart hataları değiştiğinden t istatistikleri değişmiştir. Tesadüfi etkiler AR(1) tahmincisinde, parametre tahminleri de değişmiştir. Tüm tahmin sonuçlarına göre fpi, oi ve sabit parametre anlamlıdır. fdi, nonrobust ve robust modelde anlamlı iken AR(1) tahmincisinde anlamsızdır. Ayrıca Wald test(chi2) istatistiğine göre tüm modeller genel olarak anlamlıdır. Burada modelde heteroskedasite çıktığından ve tüm bağımsız değişkenler anlamlı olarak açıklandığından dolayı “robust” ismi ile elde edilen model kullanılmaktadır. Sonuçlara göre, fdi’nin 1 milyon \$ artması finkvb 4010 TL artmasını sağlarken, fpi’nin 1 milyon \$ artması finkvb 3440 TL azalmasına ve oi’nin 1 milyon \$ artması finkvb’nin 1280 TL azalmasına sebep olmaktadır. Wald test istatistiği modelin genel anlamlılığını göstermektedir.

Finansal kısa vadeli yabancı kaynaklar işletmelerin bir yıl içerisinde ödemekle yükümlü oldukları banka vb. mali kurumlara olan kredi borçlarını ifade etmektedir. Faiz oranlarının düşük olması finansal kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını etkileyen önemli unsurlardır. Özellikle yabancı portföy yatırımlarının mali piyasalardaki likiditeyi artırarak borçlanma olanaklarını artırması ve faiz oranlarını düşürmesi beklenebilir. Yapılan analiz sonuçlarına göre finansal kısa vadeli borçlanma açısından özellikle portföy yatırımlarının hem KOBİ’ler hem de büyük işletmeler için negatif bir etkiye sebep olduğu görülmektedir. Ancak KOBİ’ler üzerindeki etkinin oransal olarak daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi portföy

yatırımlarının KOBİ'lerin finansal kısa vadeli borçlanma olanaklarını büyük işletmelere oranla azaltıcı bir etkiye sebep olduğu söylenebilmektedir

4.2.5.3 Yabancı Sermayenin Ticari Kısa Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Ticari kısa vadeli borçlar(tickvb) üzerinde yabancı yatırımların etkisi araştırılmaya başlanırken finkvb ve kvb analizlerinde kullanılan ekonometrik testlerden yararlanılmıştır. İlk testler yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4611: tickvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	.264***	.252***	3.04	.252***	
fpi	-.0739	-.0597	-2.86*	-.0626	
oi	-.0629	-.058*	-3.3	-.0589*	
_cons	4248***	4251***	13429*	4353***	
tickvb					
fdi					.252***
fpi					-.0625
oi					-.0589*
_cons					4354***
sigma_u					
_cons					3949***
sigma_e					
_cons					5561***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		9.7			
Im				1315.7	
chi2_c				7.2	379.5
hausman				0.0	
p					

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yukarıdaki çıktıda F testi, Breusch- Pagan Lagrange Çarpımı testi ve Olabilirlik Oranı testi sonuçlarına H_0 hipotezi reddedilmektedir ve birim etkilerin varlığı doğrulanmaktadır. Hausman test istatistiği 7.2 olarak hesaplanmış, H_0 hipotezinin reddedilemediği gözlemlenmiş ve tesadüfi etkiler tahmincisinin daha tutarlı olduğuna karar verilmiştir. Tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı araştırmak için Levene, Brown ve Forsyth'nin testi kullanılmış ve sonucu aşağıda gösterilmiştir. Sonuçlar F tablosu ile karşılaştırıldığında H_0 hipotezi reddedilmektedir, “birimlerin varyansları eşit değildir” yani heteroskedasitenin var olduğu söylenebilmektedir.

Heteroskedasitenin varlığından sonra otokorelasyonun varlığını DW ve LBI testleri ile araştırılmıştır. Test istatistik değerlerinin 2'den küçük olmasından dolayı otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılmaktadır. LM ve ALM otokorelasyon testlerinin sonuçlarına bakıldığında, “otokorelasyon yoktur” şeklindeki temel

hipotezin reddedildiği görülmektedir; yani otokorelasyon vardır. Ayrıca birleşik testte de H_0 hipotezi reddedilmektedir, birim etki ve otokorelasyon vardır. Bu aşamadan sonra sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi gerekli testler yapılmıştır.

Tablo 4-10'de tickvb için “robust” tahmincisinin “nonrobust” tahmincisi ile parametreleri aynıdır, fakat t istatistikleri farklıdır. AR(1) tahmincisinde, parametre tahminleri de değişmiştir. Tüm tahmin sonuçları incelendiğinde direnci artırılmayan tesadüfi etkiler modeli daha anlamlı sonuçlar bulmuştur. Bu nedenle nonrobust model kullanılır ve modelin sonuca göre fdi, oi ve sabit parametre anlamlyken fpi'nin anlamlılık düzeyinin görece düşük olduğu görülmektedir. Sonuçlara göre, fdi'nin 1 milyon \$ artması tickvb 252 TL artmasını sağlarken, fpi'nin 1 milyon \$ değişmesi tickvb 63 TL azalmasına ve oi'nin 1 milyon \$ artması tickvb'nin 59 TL azalmasına sebep olmaktadır. Wald test istatistiği modelin genel anlamlılığını göstermektedir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin ticari kısa vadeli borçlar üzerindeki etkisini araştırmak için yapılan analiz işleminden sonra tablo 45'teki değerler elde edilmiştir. Buna göre robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin daha tutarlı sonuçlar verdiği görülmektedir. Modele göre fdi, oi ve sabit parametrenin pozitif, fpi'nin ise negatif etkileri olduğu gözlenmektedir. Ayrıca fdi ve sabit parametre anlamlı olarak açıklanmaktadır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması tickvb'nin 6990 TL artmasına ve oi'nin milyon \$ oranında artması tickvb'nin 328 TL artmasını sağlarken, fpi'nin milyon \$ artması tickvb 996 TL azalmasına sebep olmaktadır.

Ticari kısa vadeli yabancı kaynaklar işletmelerin bir yıl içerisinde ödemekle yükümlü oldukları satıcı ve tedarikçilerine borçlarını ifade etmektedir. Piyasada likiditenin yüksek olması, firmanın güvenilirliği, sektörel adet ve teamüller ticari kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını etkileyen önemli unsurlardır. Özellikle yabancı portföy yatırımlarının mali piyasalardaki likiditeyi artırarak firmaların mali anlamda daha rahat hareket etmelerini sağlaması beklenebilir. Yapılan analiz sonuçlarına göre ticari kısa vadeli borçlanma açısından özellikle portföy yatırımlarının hem KOBİ'ler hem de büyük işletmeler için negatif bir etkiye sebep olduğu görülmektedir. Ancak KOBİ'ler üzerindeki etkinin oransal olarak daha yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi portföy yatırımlarının KOBİ'lerin ticari kısa vadeli borçlanma olanaklarını büyük işletmelere oranla azaltıcı bir etkiye sebep olduğu söylenebilmektedir

4.2.5.4 Yabancı Sermayenin Net İşletme Sermayesi Üzerindeki Etkisi

Tablo 4712: niser için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-4.5	-5.94	382**	-5.67	
fpi	-.56	.573	-46.5	.414	
oi	-3.62	-2.88	-489**	-2.98	
_cons	10072	10441	9.9e+05**	8067	
niser					
fdi					-5.7
fpi					.434
oi					-2.97
_cons					8061
sigma_u					
_cons					2.5e+05***
sigma_e					
_cons					3.9e+05***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_F		7.8			
Tm				766.3	
ch12_c					291.5
hausman				13.8	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin net işletme sermayesi(niser) üzerindeki etkileri araştırmak için yukarıdaki çıktıda yer alan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları bu tabloda sunulmuştur. Birim etkilerin varlığı F testi, Breusch- Pagan Lagrange Çarpanı testi ve Olabilirlik Oranı testi yardımıyla doğrulanmaktadır. Hausman test istatistiği (13,8) ile sabit etkiler tahmincisinin daha tutarlı olduğuna karar verilmiştir. Sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Wald testi ile tespit edilmiştir (3,8e+08).

Heteroskedasitenin varlığının doğrulanmasından sonra otokorelasyonun varlığı hakkında yorum yapabilmek için DW ve LBI testleri kullanılmıştır. Yukarıdaki çıktı incelendiğinde her iki test istatistik değerinin 2'den küçük olduğu (0,65; 0,69) görülmektedir. Dolayısıyla sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılabilmektedir. Heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildikten sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi için gerekli testler yapılmış ve sonuçları aşağıdaki tablo 45'te sunulmuştur.

Tablo 4-10'de niser için elde edilen değerlere göre modelde hem heteroskedasite hem de otokorelasyon olduğundan "robust" ve "scc" tahmincileri ile elde edilen parametre tahminleri ve değişkenler için anlamlılık düzeylerinin aynı olduğu görülmektedir. niser üzerinde fdi ve oi negatif ve anlamlı, fpi'nin ise pozitif ve anlamlı etkileri olduğu görülmektedir. Ayrıca test sonuçlarından R² değerinin

%81 ve F testinin anlamlı olduğu gör÷lmektedir. 1 milyon \$'lık bir fdi artışı niser'in 5940 TL, 1 milyon \$'lık oi artışı niser'i 2880 TL azaltırken, 1 milyon \$'lık bir fpi'nin artışı niser'i 176 TL ortalama artıracak etkiye neden almaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin niser üzerindeki etkisini araştırmak için yapılan analiz sonuçları yukarıdaki çıktıdaki gibidir. Çıktıya bakılarak robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Modele göre fdi, oi ve sabit parametrenin pozitif, fpi'nin ise negatif etkileri olduğu gözlenmektedir. Ayrıca fdi, oi ve sabit parametre anlamlı olarak açıklanmaktadır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması niser'in 7870 TL artmasını ve oi'nin 1 milyon \$ artması niser'in 721 bin TL artmasını sağlarken, fpi'nin 1 milyon \$ oranında artırılması niser'in 159 bin TL azalmasına sebep olmaktadır.

Net işletme sermayesi işletmenin nakde dönüşümü 1 yıldan kısa sürede gerçekleşecek olan dönen varlıklarından tüm kısa vadeli borçları çıkıldıktan sonra elde kalan çalışma sermayesini ifade etmektedir. Bu değerin yükselmesi işletmenin kısa vadeli işlemlerinde daha rahat ve güven içinde hareket etmesine olanak sağlar. Yukardaki analiz sonuçları incelendiğinde KOBİ'lerin portföy yatırımlarından olumlu etkilendikleri ve çalışma sermayesini artırıcı bir etkiye ulaştıkları gör÷lmekte iken büyük işletmeler için aynı yargı geçerli değildir. Büyük işletmeler için portföy yatırımlarındaki artışın çalışma sermayesi üzerinde anlamlı bir etki oluşturmadığı gör÷lmektedir.

Tablo 4-13’da uzun vadeli finansman faktörleri ile ilgili özet analiz değerleri yer almaktadır. Uzun vadeli finansman ile ilgili uvb, finuvb, ticuvb ozser ve tkay değişkenleri açısından değerlendirmeler bu tablo üzerinden yapılmıştır.

Tablo 48: Uzun Vadeli Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu

Değişkenler	uvb	finuvb	ticuvb	ozser	tkay	
fdi	307*** (10600)***	215*** (6890)***	N/A (638)***	-62044*** (32400)***	1960*** (62200)***	
fpi	65 (-2780)***	-20 (-2740)***	N/A N/A	2190 (N/A)	N/A (-6220)***	
oi	-063*** (-90)***	-57*** -437	N/A N/A	-29735*** (N/A)	N/A (-2060)	
Panel Analiz Yöntemi	TE (TE)	TE (TE)	TE (TE)	SE (TE)	TE (TE)	
Dirençli tahmin edici	robust (robust)	robust (robust)	robust (nonrobust)	scc (robust)	nonrobust (robust)	
Test Sonuç Değerleri	Hausman İst.	1,1	1,1	0,8	13,80	4,30
	Wald İstatistiği				3,8e+08	
	Levene, Brown Forsyth testi	w0=26,82 w50=12,67 w10=22,51	w0=25,35 w50=12,96 w10=20,90	w0=16,67 w50=6,89 w10=10,26		w0=8,08 w50=5,26 w10=7,01
	DW İstatistiği	0,68	0,87	1,57	0,36	0,58
	LBI İstatistiği	0,74	0,99	1,65	0,65	0,76
	F Test				4,91	
	chi2	14,10 (18,10)	11,44 (18,18)	4,00 (11,58)		257,91 (33,98)
* p<0,10; ** p<0,05; p<0,01 (parantez içi) değerler büyük işletmelere aittir. N/A: Anlamli bir değer yok.						

4.2.5.5 Yabancı Sermayenin Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Tablo 49: uvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	.276**	.31***	.753	.307***	
fpi	.056	.0653	-.973	.0647	
oi	-.067	-.063	-1.42	-.0633	
_cons	5306***	5143***	11554	5203***	
uvb					
fdi					.307***
fpi					.0647
oi					-.0633
_cons					5203***
sigma_u					
_cons					8778***
sigma_e					
_cons					6990***
Statistics					
r ²	0.0	0.0	0.0		
F		30.3			
lm				5070.3	1105.8
ch12_c					
hausman				1.1	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin uzun vadeli borçlar(uvb) üzerindeki etkileri araştırmak için yukarıdaki çıktıda yer alan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir.

Hausman test istatistiği (1,1) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi ($w_0=26,82$; $w_{50}=12,66$; $w_{10}=22,51$) ile doğrulanmış. Otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (0,68 ve 0,74) kullanılarak doğrulandıktan sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi aşamasına geçilmiştir.

Tablo 49 incelenerek robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Modele göre fdi, fpi ve sabit parametrenin pozitif, oi'nin ise negatif etkileri olduğu görülebilmektedir. Ayrıca fdi, oi ve sabit parametre anlamlı olarak açıklanmaktadır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 699 TL artmasını ve fpi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 65 TL artmasını sağlarken, oi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 63 TL azalmasına neden olmaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin uvb üzerindeki etkisini araştırmak için yapılan analiz sonuçları yukarıdaki çıktıda yer almaktadır. ıktıya bakılarak robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Modele göre fdi pozitif ve anlamlı iken fpi ve oi negatif ve anlamlıdır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 10600 TL artmasına sağlarken, fpi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 2780 TL azalmasına ve oi'nin 1 milyon \$ artması uvb'nin 869 TL azalmasına sebep olmaktadır.

Uzun vadeli yabancı kaynaklar işletmelerin bir yıldan daha uzun zaman içerisinde ödemekle yükümlü oldukları tüm borçları ifade etmektedir. Ödeme sürecinin uzun vadeye yayılması işletmelerin kaynakları daha fazla sürede elde tutmalarına imkan tanıdığı için tercih sebebidir. Ancak enflasyon, istikrarsızlık vb. güvensizliğe sebep olan ve sermayenin değerini eriten unsurların yüksekliği yatırımcıları daha kısa süreli işlemlere yönlendirmektedir. Uzun vadeli borçlanma açısından hem büyük işletmeler hem de KOBİ'ler açısından doğrudan yatırımların beklendiği üzere olumlu bir etki oluşturduğu ve uzun vadeli borçlanma olanaklarını artırıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın diğer yatırımların ise olumsuz ise negatif yöndedir. Yine beklendiği üzere portföy yatırımlarının büyük işletmeler ve KOBİ'ler açısından benzer şekilde uzun vadeli borçlanmada anlamlı bir etki oluşturmadığı görülmektedir.

4.2.5.6 Yabancı Sermayenin Finansal Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Tablo 4-150: finuvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	.187*	.218***	.441	.215***	
fpi	.0148	.0209	-.844	.0203	
oi	-.0599	-.0572	-1.07	-.0574	
_cons	3935***	3792***	9181	3889***	
finuvb					
fdi					.215***
fpi					.0203
oi					-.0574
_cons					3889***
sigma_u					
_cons					7732***
sigma_e					
_cons					6606***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.0		
F_f		26.4			
Tm				4523.4	
ch12_c					993.8
hausman				1.1	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin finansal uzun vadeli borçlar(finuvb) üzerindeki etkileri araştırmak için yukarıdaki çıktıda yer alan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir.

Hausman test istatistiği (1,1) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi (w0=25,35; w50=12,96; w10= 20,90) ile doğrulanmıştır. Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (0,87; 0,98) kullanılarak doğrulanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedasite varlığı doğrulandıktan sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi aşamasına geçilmiştir. Elde edilen sonuçlar tablolaştırılarak tablo 49'da verilmiştir.

Tablo 4-13'deki finuvb değerleri incelendiğinde robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin daha tutarlı sonuçlar verdiği görülmüştür. Modele göre fdi, fpi ve sabit parametrenin pozitif, oi'nin ise negatif etkileri olduğu görülebilmektedir. Ayrıca fdi, oi ve sabit parametre anlamlı olarak açıklanmaktadır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması finuvb'nin 215 TL artmasını ve oi'nin 1 milyon \$ artması finuvb'nin 57 TL artmasını sağlarken, fpi'nin 1 milyon \$ artması finuvb 20 TL azalmasına neden olmaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin finuvb üzerindeki etkisini araştırmak

için yapılan analiz sonuçları da tablo 49'da (parentez içerisinde) yer almaktadır. Çıktıya bakıldığında robust testi ile dirençli hale getirilmiş tesadüfi etkiler modelinin daha tutarlı sonuçlar verdiği görülmüştür. Modele göre fdi ve sabit parametre pozitif ve anlamlı iken fpi ve oi negatif yönlü çalışmaktadır ve fpi anlamlıdır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması finuvb'nin 6890 TL artmasını sağlarken, fpi'nin 1 milyon \$ artması finuvb'nin 2740 TL azalmasına ve oi'nin 1 milyon \$ artması finuvb'nin 437 TL azalmasına sebep olmaktadır.

Finansal uzun vadeli borçlar işletmelerin tahvil vb. uzun vadeli finansman araçlarını kullanmak suretiyle piyasalardan sağladıkları kaynakları ifade etmektedir. Her ne kadar maliyetleri kısa vadeliyle oranla yüksek olsa da işletmelerin vadeyi uzun tutmaları ve böylece faaliyetlerinin sonuçları ile bunları karşılayabilecek olmaları finansal uzun vadeli borçlanma tercihini daha anlamlı hale getirmektedir. Ne var ki uzun vadeli borçlanma araçları daha zor ve yatırımcılar açısından daha riskli görülür. Hele de söz konusu bir adı bilinmeyen bir KOBİ ise bu daha da zor bir hale gelir. Analiz sonuçları da göstermektedir ki KOBİ'lerin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı ile portföy yatırımları arasında anlamlı bir etkileşim söz konusu değildir. Buna karşın doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer yabancı yatırımların KOBİ'lerin finansal uzun vadeli borçlanma olanaklarını olumlu yönde büyük işletmelerin finansal uzun vadeli borçlanma olanaklarını ise negatif yönde etkilediği görülmektedir.

4.2.5.7 Yabancı Sermayenin Ticari Uzun Vadeli Borçlar Üzerindeki Etkisi

Tablo 51: ticuvb için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

Variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-.00233	-.00326	-.0319	-.00304	
fpi	-.00136	-.00151	-.0065	-.00148	
oi	.00141	.00129	.0586	.00131	
_cons	94***	98.4***	-65.2	100***	
ticuvb					
fdi					-.00304
fpi					-.00148
oi					.00131
_cons					100***
sigma_u					
_cons					209***
sigma_e					
_cons					387***
Statistics					
r ²	0.0	0.0	0.0		
F _T		6.3			
Im				678.5	
chi2_c					223.6
hausman				0.8	
p				0.6	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin ticari uzun vadeli borçlar(ticuvb) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi (w0=16,67; w50=6,89; w10=10,26) ile doğrulanmıştır.

Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (1,57 ve 1,65) kullanılarak doğrulanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedasite varlığı doğrulandıktan sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi aşamasına geçilmiştir. Bir araya getirilen sonuçlar tablolaştırılarak tablo 49'a eklenmiştir.

Tablo 4-13 incelendiğinde test istatistiklerinin hiçbiri KOBİ'ler açısından ticuvb bağlamında anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin ticuvb üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Tüm modellerde sadece bir parametre anlamlı olarak açıklanmıştır. Fakat Wald istatistiğine göre genel anlamda nonrobust daha tutarlı sonuçlar üretmiştir. Modele göre fdi pozitif ve anlamlı iken

değerleri anlamlı değildir. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması ticuvb'nin 638 TL artmasını sağlamıştır.

Ticari uzun vadeli borçlar işlemlerin satıcı ve tedarikçilerine bir yıldan uzun vadede alımlarına karşılık oluşan mali yükümlülüklerini ifade etmektedir. Yukarıda elde edilen tablo incelendiğinde KOBİ'ler açısından hiçbir tahminci modellerinin sonuçları anlamlı bir şekilde açıklayamadığı büyük işletmeler açısından ise sadece doğrudan yabancı yatırımların anlamlı ve pozitif bir etkiye sebep olduğu görülmüştür. Bunun sebebi olarak ticari borçlanmada uzun vadeli uygulamanın çok olağan bir durum olmadığı gösterilebilir. Benzer bir durum büyük işletmeler için de geçerlidir. Dolayısıyla ticari faaliyetler sonucu oluşan borçların, daha çok kısa vadeli borçlanma yönünde tercih edilmekte olduğu anlaşılmaktadır.

4.2.5.8 Yabancı Sermayenin Özsermaye Üzerindeki Etkisi

Tablo 52: ozser için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

Variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-49098	-62044*	3.8e+06**	-59722	
fp1	-9348	2190	-5.4e+05	491	
oi	-37175	-29735	-4.9e+06**	-30822	
_cons	1.0e+08	1.0e+08	1.0e+10**	8.3e+07	
ozser					
fdi					-59999
fp1					703
oi					-30686
_cons					8.3e+07
sigma_u					
_cons					2.5e+09***
sigma_e					
_cons					3.9e+09***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		7.7			
lm				760.1	
chi2_c				13.8	289.7
hausman				0.0	
p					

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Özsermaye(ozser) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (13,8) ile sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Wald testi (3,8e+08) ile doğrulanmış ve aşağıda sunulmuştur. Heteroskedasitenin varlığının

doğrulanmasından sonra otokorelasyonun varlığı hakkında yorum yapabilmek için DW ve LBI testleri (0,36 ve 0,65) kullanılmıştır. Her iki test istatistik değerinin 2'den küçük olmasından dolayı sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılabilmektedir. Heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildikten sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi için gerekli testler yapılmıştır.

Tablo 4-13'de modelde hem heteroskedasite hem de otokorelasyon olduğundandirençli tahmin ediciler kullanılmıştır. "robust" ve "scc" tahmincileri ile elde edilen parametre tahminlerinin aynı olduğu görülmektedir. ozser üzerinde fdi ve oi negatif ve anlamlı, fpi'nin ise pozitif etkileri olduğu görülmektedir. Ayrıca test sonuçlarından R^2 değerinin % 86 ve F testinin sadece dirençsiz sabit etkiler modelinde anlamlı olduğu görülmektedir. Ortalama olarak, 1 milyon \$'lık bir fdi artışı ozser'in değerini 62044 TL, 1 milyon \$'lık oi artışı ozser'in değerini 29735 TL azaltırken, 1 milyon \$'lık bir fpi artışı ozser'in değerini 2190 TL artmasına neden almaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin özsermaye üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Tüm modellerde sadece bir parametre (fdi) anlamlı olarak açıklanmıştır. Fakat Wald istatistiğine göre genel anlamda nonrobust daha tutarlı sonuçlar üretmiştir. Modele göre fdi pozitif ve anlamlı iken diğerleri anlamlı değildir. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması ozser'in 32400 TL artmasını sağlamıştır.

Özsermaye işletmenin ortak, hissedar ya da sahiplerinin işletmeye sağlamış oldukları kaynakları ifade etmektedir. İşletmenin karlılığı, büyüme potansiyeli, sektörel beklentiler, halka arz ve yasal zorunluluklar gibi birçok unsur öz kaynakları etkilemektedir. Yabancı sermayenin iştirakler ve ortaklıklar bağlamında işletmelere kaynak sağlaması beklenebilir. Yapılan analiz sonuçlarında bu beklenti doğrudan yabancı yatırımlar bağlamında büyük işletmeler için doğrulanırken KOBİ'ler için tam tersi bir etki oluşturduğu görülmektedir. Bu durum KOBİ'lerin halka arz edilmiş ve borsalarda işlem görüyor olsalar dahi yabancı yatırımcılar açısından çok cazip görülmediğini göstermektedir.

4.2.5.9 Yabancı Sermayenin Toplam Kaynaklar Üzerindeki Etkisi

Tablo 53-18: tkay için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	2.07***	1.95***	13.1	1.96***	
fpi	.101	.164	-8.94	.16	
oi	-.0765	-.0545	-11.5	-.0558	
_cons	27639***	27897***	53486*	27656***	
tkay					
fdi					1.96***
fpi					.16
oi					-.0558
_cons					27656***
sigma_u					
_cons					19838***
sigma_e					
_cons					17362***
Statistics					
r2	0.1	0.2	0.1		
F_f		24.2			
lm				3955.5	
chi2_c					926.2
hausman				4.3	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Toplam Kaynaklar(tkay) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (4,3) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi (w0=8,08; w50=5,26; w10=7,01) ile doğrulanmıştır. Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (0,58 ve 0,76) kullanılarak doğrulanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedasite varlığı doğrulandıktan sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi aşamasına geçilmiştir. Bir araya getirilen sonuçlar tablo 49'a eklenmiştir.

Tablo 49 incelendiğinde KOBİ'ler açısından sadece fdi'nin anlamlı sonuçlandığı görülmüştür. 1 milyon \$'lık bir fdi artışı tkay'ın değerini 1960 TL artırdığı fpi ve oi'nin ise anlamlı bir etki oluşturmadığı tespit edilmiştir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin tkay üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmış ve robust modeli anlamlı olarak açıklanmıştır. Modele göre fdi pozitif ve anlamlı değere sahip iken fpi ve oi ise

negatif ve anlamlı değerlere sahip olduğu görülmüştür. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması tkay'ın ortalama 62200 TL artmasını sağlamıştır. fpi'nin 1 milyon \$ artması tkay'ın ortalama 6220 TL azalmasına, oi'nin 1 milyon \$ artması ise tkay'ın ortalama 2060 TL azalmasına sebep olduğu görülmektedir.

Toplam kaynaklar işletmenin belirli bir dönem itibariyle sahip olduğu tüm varlıklarını finanse ettiği mali kaynaklarının toplamını ifade etmektedir ve bir nevi işletmenin genel büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Borçlanma, zsermaye artırımını ya da azaltımını, yatırımlar gibi birçok faktör işletmenin kaynaklarını etkilemektedir. Kriz dönemlerinde veya işletmelerin sektörel bağlamda küçülmeye yöneldiklerinde verimsiz olan faaliyetlerini azaltmak suretiyle toplam kaynaklarını daha verimli kullanmaya çalışabilmektedirler. Yukarda yapılan analizde yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımların hem büyük işletmeler hem de KOBİ'ler için mali büyümede negatif bir etki oluşturduğu görülmektedir. KOBİ'ler için bu durum çok anlamsız olmasa da büyük işletmeler açısından sürpriz bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Sadece doğrudan yabancı yatırımların toplam kaynakların artışında olumlu bir etki oluşturduğu görülmektedir.

Tablo 54: Genel Finansman Faktörleri Panel Analiz Özet Tablosu

Değişkenler	sat	smal	fkar	fiing	nkar	
fdi	653*** (34300)***	-375*** (-14500)***	N/A (2180)***	-55 (-1880)	N/A (2050)	
fpi	151*** (-3680)**	-172*** (2610)**	N/A (697)**	186 (2900)	N/A (1230)	
oi	N/A (1890)**	-72 (-1770)**	N/A (600)***	53 (505)	N/A (570)	
Panel Analiz Yöntemi	TE (TE)	SE (TE)	TE (TE)	TE (TE)	SE (TE)	
Dirençli tahmin edici	robust (nonrobust)	ar1 ar1	N/A ar1	robust (nonrobust)	N/A (nonrobust)	
Test Sonuç Değerleri	Hausman İst.	6,2	8,0	4,6	2,1	17,2
	Wald İstatistiği		6,2e+06			1,2e+08
	Levene, Brown Forsyth testi	w0=12,22 w50=7,90 w10=10,82		w0=8,19 w50=6,38 w10=7,17	w0=9,77 w50=6,71 w10=8,30	
	DW İstatistiği	1,02	1,57	2,30	2,28	2,17
	LBI İstatistiği	1,18	1,69	2,41	2,34	2,18
	F Test		14,3			1,48
	chi2	117,23 (19,25)		N/A (36,42)	72,33 (132,58)	(71,79)
* p<0,10; ** p<0,05; p<0,01 (parantez içi) değerler büyük işletmelere aittir. N/A: Anlamli bir değer yok.						

Tablo 4-19’da finansal performans faktörleri ile ilgili özet analiz değerleri yer almaktadır. Finansal ile ilgili sat, smal, fkar, fiing ve nkar değişkenleri açısından değerlendirmeler bu tablo üzerinden yapılmıştır. Bu bölümden sonraki tüm değişkenler bu tablodaki değerler üzerinden değerlendirilecektir.

4.2.5.10 Yabancı Sermayenin Satış Gelirleri Üzerindeki Etkisi

Tablo 55: sat için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

Variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	.755***	.645***	8.91	.653***	
fpi	.128	.151*	-2.08	.151*	
oi	-.0324	-.0217	-8.3	-.0221	
_cons	12144***	12485***	24628	12343***	
sat					
fdi					.653***
fpi					.151*
oi					-.0221
_cons					12344***
sigma_u					
_cons					10244***
sigma_e					
_cons					8893***
Statistics					
r ²	0.0	0.1	0.1		
F _{Tm}		25.2		4211.3	
chi ² _c					959.4
hausman				6.2	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Satış Gelirleri(sat) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (6,2) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi (w0=12,22; w50=7,89; w10=10,82) ile doğrulanmış ve aşağıda sunulmuştur. Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (1,02 ve 1,18) kullanılarak doğrulanmıştır.

Tablo 4-19'da KOBİ'lere ait olan veriler incelendiğinde en anlamlı modelin nonrobust modelin olduğu görülmektedir. Modelde fdi ve fpi pozitif yönlü ve anlamlı değerlere sahiptirler. fdi'nin 1 milyon \$ artması sat'ın 653 TL artmasını, fpi'nin 1 milyon \$ artması 151 TL artmasını sağladığı tespit edilmiştir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin sat üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Robust modele göre tüm parametreler anlamlı olarak açıklanmıştır. Modele göre fdi, oi ve sabit parametre pozitif ve anlamlı iken fpi negatif ve anlamlı değere sahiptir. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması sat'ın 34300 TL artmasını, oi'nin 1 oranında artırılması sat'ın

1890 TL artmasını sağlarken fpi'nin 1 milyon \$ artması sat'ın 3680 TL azalmasına neden olmaktadır.

Satış gelirleri bir işletmenin belirli bir faaliyet dönemi sonunda gerçekleştirdiği esas faaliyetlerinden elde ettiği toplam gelirleri ifade etmektedir. Özellikle kısa vadeli kazanç peşinde olan yatırımcılar açısından önemli göstergelerden birisi satış gelirleridir. Türkiye gibi gelişmekte ve hızlı büyümekte olan ülkelerde satış gelirlerinin de en azından genel ekonomik büyümeye paralel seyretmesi beklenmektedir. Yukarıda yapılan analizlerde doğrudan yabancı yatırımlar ile yabancı portföy yatırımlarının KOBİ'lerin satış gelirlerini artırıcı bir etki oluşturdukları görülmektedir. Dolayısıyla piyasalara giren yabancı yatırımların tüketimi artırdığı ve böylece KOBİ'lerin satışlarını olumlu etkilediği söylenebilir.

4.2.5.11 Yabancı Sermayenin Satışların Maliyeti Üzerindeki Etkisi

Tablo 56: smal için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-.674***	-.565***	-9.3*	-.576***	
fpi	-.0765	-.0911	1.09	-.0906	
oi	-.0193	-.0268	8.96	-.0264	
_cons	-8735***	-9098***	-21595	-8920***	
smal					
fdi					-.575***
fpi					-.0906
oi					-.0264
_cons					-8921***
sigma_u					
_cons					9034***
sigma_e					
_cons					8852***
Statistics					
r2	0.0	0.1	0.1		
F_f		19.7			
Tm				3327.4	
chi2_c					780.2
hausman				8.0	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Satışların Maliyetleri(smal) üzerindeki etkilerini araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir.

Hausman test istatistiği (8,0) ile sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir. Birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Wald testi (6,2e+06) ile tespit edilmiştir. Heteroskedasitenin varlığının doğrulanmasından sonra

otokorelasyonun varlığı hakkında yorum yapabilmek için DW ve LBI testleri (1,57 ve 1,69) kullanılmıştır. Yukarıdaki çıktı incelendiğinde her iki test istatistik değerinin 2'den küçük olmasından dolayı sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olduğu yorumu yapılabilmektedir. Heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildikten sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi için gerekli testler yapılmıştır.

Tablo 4-19'da smal ile ilgili değerler incelendiğinde modelde hem heteroskedasite hem de otokorelasyon olduğundan "robust" ve "scc" tahmincileri ile elde edilen parametre tahminlerinin aynı olduğu buna karşın anlamlılık düzeyi en yüksek modelin ar1 olduğu görülmektedir. smal üzerinde tüm parametrelerin negatif etkileri olduğu görülmektedir. Ayrıca test sonuçlarından R^2 değerinin %66 ve F testinin tüm modeller için anlamlı olduğu görülmektedir. 1 milyon \$'lık bir fdi artışı smal 'ın değerini ortalama 375 TL, 1 milyon \$'lık bir fpi'nin artışı smal 'ın değerini 172 TL, 1 milyon \$'lık oi artışı ise smal 'ın değerini 72 TL azaltmaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin sat üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. ar1 modelin diğerlerine göre daha anlamlı sonuçlara ulaştığı gözlenmektedir. Modele göre fdi, oi ve sabit parametre negatif iken fpi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması sat 'ın 14500 TL, oi'nin 1 milyon \$ artması sat 'ın 1770 TL azalmasına neden olurken, fpi'nin 1 milyon \$ artması sat 'ın 2610 TL artmasını sağlamaktadır.

Satışların maliyeti işletmelerin belirli bir dönemde sattıkları mal ya da hizmetlerin kendilerine mal oluş bedellerini ifade etmektedir. Yabancı kaynakların tüketimi artırarak enflasyonist bir etkiye sebep olabileceği gibi kaynakları artırarak maliyet düşürücü bir etkiye sebep olması da beklenebilir. Burada ülke ekonomisinin alışkanlıkları ve tüketim veya üretim toplumu oluşu belirleyici olabilmektedir. Yukarıdaki analiz sonuçlarına göre yabancı yatırımların KOBİ'lerin maliyetini azaltıcı dolayısıyla olumlu bir etki oluşturdukları gözlemlenmektedir. Büyük işletmeler için de portföy yatırımları müstesna benzer sonuçlar tespit edilmiştir.

4.2.5.12 Yabancı Sermayenin Faaliyet Karı Üzerindeki Etkisi

Tablo 57: fkar için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	.0492	.049	.593	.0475	
fpi	.00558	.0114	-1.21*	.00931	
oi	-.00393	-.00215	-.698	-.00274	
_cons	422**	406**	3442	459	
fkar					
fdi					.0474
fpi					.00885
oi					-.00287
_cons					451*
sigma_u					
_cons					1399***
sigma_e					
_cons					3549***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		3.8			
Tm				178.1	
chi2_c					86.9
hausman				4.6	
p				0.3	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Faaliyet Karı (fkar) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (4,6) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi ($w_0=8,19$; $w_{50}=6,38$; $w_{10}=7,17$) ile doğrulanmıştır.

Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri (2,30 ve 2,41) kullanılarak test edilmiştir. Yukarıdaki çıktı incelendiğinde her iki test istatistik değerinin 2'den büyük olmasından dolayı tesadüfi etkiler modeli için otokorelasyonun önemsiz olduğu yorumu yapılabilmektedir.

Tablo 4-19'daki KOBİ'lere ait olan fkar değerleri incelendiğinde yabancı sermayenin faaliyet karı(fkar) üzerindeki etkisinin tüm modellerde analizinin anlamlı bir şekilde açıklayamadığı görülmektedir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin fkar üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. ar1 modelin diğerlerine göre daha anlamlı sonuçlara ulaştığı gözlenmektedir. Modele göre tüm parametreler pozitif yönlüdür ve anlamlı bir şekilde açıklanmıştır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması fkar'ın ortalama 2180 TL artmasını, fpi'nin 1 milyon \$ artması fkar'ın ortalama 697 TL artmasını ve oi'nin 1 milyon \$ artması fkar'ın ortalama 600 TL

artmasını sağlamaktadır.

Faaliyet karı işletmelerin belirli bir dönem sonunda faaliyetlerinden elde etmiş olduğu karı ifade etmektedir ki genellikle yatırımcılar açısından gelir ve maliyetlere göre daha anlamlı bir göstergedir. Yabancı yatırımların tüm türlerinin büyük işletmelerin faaliyet karını olumlu etkilediği buna karşın KOBİ'lerin faaliyet karına anlamlı bir etki oluşturmadığı görülmektedir.

4.2.5.13 Yabancı Sermayenin Finansman Giderleri Üzerindeki Etkisi

Tablo 58: fing için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
-					
fdi	-.0635*	-.0538*	-1.96	-.0553*	
fpi	.184***	.187***	-.362	.186***	
oi	.0526**	.0527**	2.52	.0528**	
_cons	-1747***	-1788***	-6030	-1787***	
fing					
fdi					-.0558*
fpi					.186***
oi					.0528**
_cons					-1784***
sigma_u					
_cons					2176***
sigma_e					
_cons					3353***
Statistics					
r ²	0.0	0.1	0.0		
F _f		6.8			
T _m				476.0	
chi2_c					216.3
hausman				2.1	
p				0.0	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Finansman Giderleri(fing) üzerindeki etkileri araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları tablollaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (2,1) ile tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Levene, Brown ve Forsyth'nin testi (w0=9,77; w50=6,71; w10=8,30) ile doğrulanmıştır. Ayrıca otokorelasyonun varlığı DW-LBI test ve LM –ALM test istatistikleri(2,28 ve 2,34) kullanılarak test edilmiştir.

Tablo 4-19'daki KOBİ'lere ait olan fing değerleri incelendiğinde yabancı sermayenin fing üzerindeki etkisinin robust modeli ile en anlamlı bir şekilde açıklandığı görülmektedir. Modelde fdi negatif yönlü iken diğerleri pozitif yönlüdür.

Ayrıca tüm parametreler anlamlı değerlere sahiptirler. fdi'nin 1 milyon \$ artması fing'nin 55 TL azalmasına neden olurken, fpi'nin 1 milyon \$ artması ortalama 186 TL ve oi'nin 1 milyon \$ artması ortalama 53 TL artmasını sağlamaktadır.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin fing üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. nonrobust modelin diğerlerine göre daha anlamlı sonuçlara ulaştığı gözlenmektedir. Modele göre fdi ve sabit parametre negatif yönlü ve anlamlı iken fpi ve oi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması ortalama fing'nin 1880 TL azalmasına neden olurken, fpi'nin 1 milyon \$ artması ortalama fing'nin 2900 TL ve oi'nin 1 milyon \$ artması ortalama fing'nin 505 TL artmasını sağlamaktadır.

Finansman giderleri işletmelerin kullanmış oldukları finansal borçlara karşılık ödemek durumunda oldukları dönemlik faiz ya da murabaha giderlerini ifade etmektedir. Yabancı kaynakların oluşturdukları likidite ile finansman giderlerini azaltması beklenebilir. Ancak hem KOBİ'ler hem de büyük işletmeler için sadece doğrudan yabancı yatırımların bu yönde finansman giderlerini azaltıcı bir etkiye sebep olduğu diğerlerinin ise olumsuz etkilere sebep olduğu gözlemlenmektedir.

4.2.5.14 Yabancı Sermayenin Net Dönem Karı Üzerindeki Etkisi

Tablo 59: nkar için HEKK, SE, GAT, TE ve EÇO tahmin sonuçları

variable	HEKK	SE	GAT	TE	EÇO
–					
fdi	-29523	-33029	9.1e+05**	-29854	
fpi	-12492	-9747	-1.3e+05	-12170	
oi	7383	9183	-1.2e+06**	7593	
_cons	2.5e+07	2.6e+07	2.4e+09**	2.4e+07	
nkar					
fdi					-30312
fpi					-11744
oi					7871
_cons					2.3e+07
sigma_u					
_cons					3.3e+08**
sigma_e					
_cons					2.2e+09***
Statistics					
r2	0.0	0.0	0.1		
F_f		1.4			
Tm				3.7	
chi2_c					3.8
hausman				17.2	
p				0.2	

Legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Yabancı sermayenin Net Dönem Karı(nkar) üzerindeki etkilerini araştırmak için daha önce de kullanılan ekonometri testleri yapılmış ve sonuçları

tablolaştırılarak yukarıdaki çıktıda sunulmuştur. Birim etkilerin var olduğu tablodaki test sonuçlarından çıkarılabilmektedir. Hausman test istatistiği (17,2) ile sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verildikten sonra birimlere göre heteroskedasitenin varlığı değiştirilmiş Wald testi (1,2e+08) ile tespit edilmiştir.

Heteroskedasitenin varlığının doğrulanmasından sonra otokorelasyonun varlığı hakkında yorum yapabilmek için DW ve LBI testleri (2,17 ve 2,18) kullanılmıştır.

Bulunan değerler incelendiğinde her iki test istatistik değerinin 2'den büyük olmasından dolayı sabit etkiler modeli için otokorelasyonun önemli olmadığı yorumu yapılabilmektedir. Heteroskedasitenin ve otokorelasyonun varlığı tespit edildikten sonra dirençli tahmincilerin elde edilmesi için gerekli testler yapılmıştır.

Tablo 4-19'daki nkar değerleri incelendiğinde "robust" ve "scc" tahmincileri ile elde edilen parametre tahminlerinin aynı olduğu görülmektedir. nkar üzerinde fdi ve fpi negatif, oi'nin ise pozitif etkileri olduğu görülmektedir. Ancak hiçbir modelin anlamlılık düzeyi 0,05 standardına göre yeterli olmadığı görülmektedir. Ayrıca test sonuçlarından R² değerinin %33 ve F testinin tüm modeller için anlamsız değer aldığı görülmektedir.

Büyük işletmeler için yabancı sermayenin nkar üzerindeki etkisi nonrobust, robust ve ar1 modelleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. nonrobust modelin diğerlerine göre daha anlamlı sonuçlara ulaştığı gözlenmektedir. Modele göre tüm parametreler pozitif yönlü ve anlamlıdır. Sonuçlara göre fdi'nin 1 milyon \$ artması ortalama nkar'ın 2500 TL, fpi'nin 1 milyon \$ artması ortalama nkar'ın 1230 TL ve oi'nin 1 milyon \$ artması ortalama nkar'ın 570 TL artmasını sağlamaktadır.

Dönem net karı işletmelerin belirli bir dönem sonunda tüm faaliyetlerinden elde ettikleri net karı ifade etmektedir. Birçok yatırımcı için özellikle kısa vadeli işlem yapanlar için bu gösterge en önemli göstergelerden biridir. Satışların artması, maliyetlerin düşmesi, döviz kurundaki değişimler vb. birçok faktör dönem net karını etkileyebilmektedir. Yukarıda yapılan analiz sonuçlarına göre yabancı yatırımların büyük işletmelerin dönem net karını artırıcı bir etkiye sebep olduğu görülürken KOBİ'lerin dönem net karına anlamlı bir etki oluşturmadıkları gözlemlenmektedir.

SONUÇ

Yabancı yatırımların işletmelerin finansmanında nasıl bir rol oynadıkları ve ne düzeyde etki oluşturdukları sorularına cevap aranan bu çalışmada üç genel başlık altında değerlendirme yapmak mümkündür. Birincisi kısa vadeli finansman olanaklarına olan etkiler, ikincisi uzun vadeli finansman olanaklarına etkiler, üçüncüsü ise özsermaye değişimi üzerine etkiler olarak sıralanabilir.

Kaldıraç etkisi dolayısıyla firmalar mümkün olduğunca az özsermaye, daha fazla yabancı kaynak kullanarak faaliyetlerini sürdürme eğilimindedirler. Böylece aynı mali performans ile satış ve varlık karlılığı aynı olsa bile özsermaye karlılığını artırma imkanına kavuşurlar. Ancak borç oranlarının artması işletmelerin risk düzeylerini dolayısıyla yatırım yapılabilirlik seviyelerini etkiler. Çünkü yatırımcılar da vermiş oldukları kaynağın zamanında ödenebilir olmasını bunun içinde karşılığının özsermaye bağlamında güçlü olmasını beklerler. Ancak firmalar karlılık düzeylerini korudukları sürece özellikle risk almayı seven yatırımcılar bu durumu dert etmeyebilir.

Kısa vadeli finansman olanakları işletmelerin bir yıldan kısa sürede karşılığını ödemekle yükümlü oldukları borçlarını ifade etmektedir. Bunlar içerisinde ağırlıklı olan tedarikçilere olan ticari borçlardır. Özellikle vade imkânlarının artması ya da alım miktarlarının fazlaşması işletmelerin daha uzun sürede ödeme ya da daha fazla miktarda ürünle iş yapma olanaklarına sahip olmalarını sağlamaktadır. Çalışmada yabancı yatırımların kısa vadeli borçlanma imkanlarını likidite fazlaşması dolayısıyla artıracığı öngörüsüne karşın beklenenin aksine özellikle KOBİ'lerin kısa vadeli borçlanma imkanlarına negatif bir etki yaptıkları görülmektedir. Kısa vadeli borçlar içerisinde özellikle piyasadaki likiditenin bankacılık kanalıyla krediye dönüşmesi ve bunun sonucunda finansal kısa vadeli borçlarda bir katkı yapması beklenebilir. Ancak KOBİ'lerin kısa vadeli finansal borçlanmaları üzerine de negatif bir etki yaptığı görülmektedir.

Net işletme sermayesi işletmenin nakde dönüşümü 1 yıldan kısa sürede gerçekleşecek olan dönen varlıklarından tüm kısa vadeli borçları çıkıldıktan sonra elde kalan çalışma sermayesini ifade etmektedir. Bu değerın yükselmesi işletmenin kısa vadeli işlemlerinde daha rahat ve güven içinde hareket etmesine olanak sağlar.

Yukardaki analiz sonuçları incelendiğinde KOBİ'lerin portföy yatırımlarından olumlu etkilendikleri ve çalışma sermayesini artırıcı bir etkiye ulaştıkları görülmekte iken büyük işletmeler için aynı yargı geçerli değildir. Büyük işletmeler için portföy yatırımlarındaki artışın çalışma sermayesi üzerinde anlamlı bir etki oluşturmadığı görülmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynaklar işletmelerin bir yıldan daha uzun zaman içerisinde ödemekle yükümlü oldukları tüm borçları ifade etmektedir. Ödeme sürecinin uzun vadeye yayılması işletmelerin kaynakları daha fazla sürede elde tutmalarına imkan tanıdığı için tercih sebebidir. Ancak enflasyon, istikrarsızlık vb. güvensizliğe sebep olan ve sermayenin değerini eriten unsurların yüksekliği yatırımcıları daha kısa süreli işlemlere yönlendirmektedir. Uzun vadeli borçlanma açısından hem büyük işletmeler hem de KOBİ'ler açısından doğrudan yatırımların beklendiği üzere olumlu bir etki oluşturduğu ve uzun vadeli borçlanma olanaklarını artırıcı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın diğer yatırımların ise olumsuz ise negatif yöndedir. Yine beklendiği üzere portföy yatırımlarının büyük işletmeler ve KOBİ'ler açısından benzer şekilde uzun vadeli borçlanmada anlamlı bir etki oluşturmadığı görülmektedir.

Finansal uzun vadeli borçlar işletmelerin tahvil vb. uzun vadeli finansman araçlarını kullanmak suretiyle piyasalardan sağladıkları kaynakları ifade etmektedir. Her ne kadar maliyetleri kısa vadeliyle oranla yüksek olsa da işletmelerin vadeyi uzun tutmaları ve böylece faaliyetlerinin sonuçları ile bunları karşılayabilecek olmaları finansal uzun vadeli borçlanma tercihini daha anlamlı hale getirmektedir. Ne var ki uzun vadeli borçlanma araçları daha zor ve yatırımcılar açısından daha riskli görülür. Hele de söz konusu bir adı bilinmeyen bir KOBİ ise bu daha da zor bir hale gelir. Analiz sonuçları da göstermektedir ki KOBİ'lerin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı ile portföy yatırımları arasında anlamlı bir etkileşim söz konusu değildir. Buna karşın doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer yabancı yatırımların KOBİ'lerin finansal uzun vadeli borçlanma olanaklarını olumlu yönde büyük işletmelerin finansal uzun vadeli borçlanma olanaklarını ise negatif yönde etkilediği görülmektedir.

Ticari uzun vadeli borçlar işletmelerin satıcı ve tedarikçilerine bir yıldan uzun vadede alımlarına karşılık oluşan mali yükümlülüklerini ifade etmektedir. Yukarıda elde edilen tablo incelendiğinde KOBİ'ler açısından hiçbir tahminci modellerinin

sonuçları anlamlı bir şekilde açıklayamadığı büyük işletmeler açısından ise sadece doğrudan yabancı yatırımların anlamlı ve pozitif bir etkiye sebep olduğu görülmüştür. Bunun sebebi olarak ticari borçlanmada uzun vadeli uygulamanın çok olağan bir durum olmadığı gösterilebilir. Benzer bir durum büyük işletmeler için de geçerlidir. Dolayısıyla ticari faaliyetler sonucu oluşan borçların, daha çok kısa vadeli borçlanma yönünde tercih edilmekte olduğu anlaşılmaktadır.

Özsermaye işletmenin ortak, hissedar ya da sahiplerinin işletmeye sağlamış oldukları kaynakları ifade etmektedir. İşletmenin karlılığı, büyüme potansiyeli, sektörel beklentiler, halka arz ve yasal zorunluluklar gibi birçok unsur öz kaynakları etkilemektedir. Yabancı sermayenin iştirakler ve ortaklıklar bağlamında işletmelere kaynak sağlaması beklenebilir. Yapılan analiz sonuçlarında bu beklenti doğrudan yabancı yatırımlar bağlamında büyük işletmeler için doğrulanırken KOBİ'ler için tam tersi bir etki oluşturduğu görülmektedir. Bu durum KOBİ'lerin halka arz edilmiş ve borsalarda işlem görüyor olsalar dahi yabancı yatırımcılar açısından çok cazip görülmediğini göstermektedir.

Toplam kaynaklar işletmenin belirli bir dönem itibariyle sahip olduğu tüm varlıklarını finanse ettiği mali kaynaklarının toplamını ifade etmektedir ve bir nevi işletmenin genel büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Borçlanma, özsermaye artırımı ya da azaltımı, yatırımlar gibi birçok faktör işletmenin kaynaklarını etkilemektedir. Kriz dönemlerinde veya işletmelerin sektörel bağlamda küçülmeye yöneldiklerinde verimsiz olan faaliyetlerini azaltmak suretiyle toplam kaynaklarını daha verimli kullanmaya çalışabilmektedirler. Yapılan analizde yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımların hem büyük işletmeler hem de KOBİ'ler için mali büyümede negatif bir etki oluşturduğu görülmektedir. KOBİ'ler için bu durum çok anlamsız olmasa da büyük işletmeler açısından sürpriz bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Sadece doğrudan yabancı yatırımların toplam kaynakların artışında olumlu bir etki oluşturduğu görülmektedir.

Satış gelirleri bir işletmenin belirli bir faaliyet dönemi sonunda gerçekleştirdiği esas faaliyetlerinden elde ettiği toplam gelirleri ifade etmektedir. Özellikle kısa vadeli kazanç peşinde olan yatırımcılar açısından önemli göstergelerden birisi satış gelirleridir. Türkiye gibi gelişmekte ve hızlı büyümekte olan ülkelerde satış gelirlerinin de en azından genel ekonomik büyümeye paralel seyretmesi beklenmektedir. Yukarıda yapılan analizlerde doğrudan yabancı yatırımlar ile yabancı

portföy yatırımlarının KOBİ'lerin satış gelirlerini artırıcı bir etki oluşturdukları görülmektedir. Dolayısıyla piyasalara giren yabancı yatırımların tüketimi artırdığı ve böylece KOBİ'lerin satışlarını olumlu etkilediği söylenebilir.

Satışların maliyeti işletmelerin belirli bir dönemde sattıkları mal ya da hizmetlerin kendilerine mal oluş bedellerini ifade etmektedir. Yabancı kaynakların tüketimi artırarak enflasyonist bir etkiye sebep olabileceği gibi kaynakları artırarak maliyet düşürücü bir etkiye sebep olması da beklenebilir. Burada ülke ekonomisinin alışkanlıkları ve tüketim veya üretim toplumu oluşu belirleyici olabilmektedir. Yukardaki analiz sonuçlarına göre yabancı yatırımların KOBİ'lerin maliyetini azaltıcı dolayısıyla olumlu bir etki oluşturdukları gözlemlenmektedir. Büyük işletmeler için de portföy yatırımları müstesna benzer sonuçlar tespit edilmiştir.

Faaliyet karı işletmelerin belirli bir dönem sonunda faaliyetlerinden elde etmiş olduğu karı ifade etmektedir ki genellikle yatırımcılar açısından gelir ve maliyetlere göre daha anlamlı bir göstergedir. Yabancı yatırımların tüm türlerinin büyük işletmelerin faaliyet karını olumlu etkilediği buna karşın KOBİ'lerin faaliyet karına anlamlı bir etki oluşturmadığı görülmektedir.

Finansman giderleri işletmelerin kullanmış oldukları finansal borçlara karşılık ödemek durumunda oldukları dönemlik faiz ya da murabaha giderlerini ifade etmektedir. Yabancı kaynakların oluşturdukları likidite ile finansman giderlerini azaltması beklenebilir. Ancak hem KOBİ'ler hem de büyük işletmeler için sadece doğrudan yabancı yatırımların bu yönde finansman giderlerini azaltıcı bir etkiye sebep olduğu diğerlerinin ise olumsuz etkilere sebep olduğu gözlemlenmektedir.

Dönem net karı işletmelerin belirli bir dönem sonunda tüm faaliyetlerinden elde ettikleri net karı ifade etmektedir. Birçok yatırımcı için özellikle kısa vadeli işlem yapanlar için bu gösterge en önemli göstergelerden biridir. Satışların artması, maliyetlerin düşmesi, döviz kurundaki değişimler vb. birçok faktör dönem net karını etkileyebilmektedir. Yukarda yapılan analiz sonuçlarına göre yabancı yatırımların büyük işletmelerin dönem net karını artırıcı bir etkiye sebep olduğu görülürken KOBİ'lerin dönem net karına anlamlı bir etki oluşturmadıkları gözlemlenmektedir.

Genel olarak çalışmada ele alınan tüm mali yapı birimleri açısından yabancı yatırımların farklı etkiler oluşturduğu gözlemlenmektedir. Çoğunlukla doğrudan yabancı yatırımların işletmelerin özellikle de büyük işletmelerin finansmanına

olumlu etkide buldukları gözlemlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların daha uzun vadede kalıcı bir amaçla bulunmaları bu durumu destekleyen bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Daha kısa vadeli bir amaç ve daha hızlı hareket kabiliyetine sahip olan portföy yatırımlarının ise işletmelerin finansmanına olumsuz etkilerde bulunduğu gözlemlenmektedir. KOBİ'ler için en azından bu çalışmanın yürütücüsü açısından bu durum beklenen bir sonuçtur. Çünkü yerel ekonomiyi tanımayan yatırımcıların yerel düzeyde dahi tanınmışlığı az olan KOBİ'leri desteklemesi ciddi bir risk olarak değerlendirilebilir. Fakat benzer sonuçların büyük işletmeler için de geçerli olması şaşırtıcıdır. Yabancı yatırımların en azından güvenilirliği ve tanınma düzeyi görece daha yüksek olan büyük işletmelerin finansmanını olumlu yönde etkilemesi doğal bir beklenti olarak değerlendirilmektedir.

Tüm bu değerlendirmeler portföy yatırımlarının belirli bir düzenleme olmaksızın işletmelerin finansmanına en azından gelişmekte olan ülkelerde ve kısa vadelerde olumlu katkılar yapması zor gözükmektedir. Bu yönüyle kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının gelişmekte olan ülkeler bağlamında çok ciddi gözden geçirilmesi gerekmektedir. Özellikle kalkınma politikaları uygulayan ve enerji ve teknolojiye büyük oranda dışa bağımlı olan Türkiye gibi ülkelerde cari açığa etkileri dolayısıyla kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının tekraren değerlendirilmesine ihtiyaç vardır. Özellikle küresel hatta yerel kriz dönemlerinde mali kayıpların diğer ülkelere göre daha ciddi etkiler oluşturmasının en önemli sebeplerinden biri budur ve Türkiye bu durumu çok defa tecrübe etmiştir.

Kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının beklenen olumlu etkiyi yapabilmesi için ülke ekonomisinin genel göstergelerinin dışında farklı bazı ekonomi politikalarına gereksinim duyulabilmektedir. Çünkü yabancı sermaye yatırımı girişi kadar hatta daha da fazla bu yatırımların kalıcılığı ve yöneldiği alan önemlidir. Sadece faiz, kur farkı, ve hisse senedi, tahvil gibi piyasa araçlarının alım satım farkından kazanç sağlama amaçlı sermaye girişleri kar realizasyonları sonucu yerel ekonomiye katkıdan fazla zarar verebilmektedir. Bazı dönemler yabancı sermaye yatırımlarını teşvik etmek amacıyla uygulanan vergi vb. avantajlar durumu sömürü düzeyine getirebilmektedir. Yerel yatırımcılar kazançlarına karşılık belirli bir vergi öderken yabancıların bundan mauf tutulması çok anlaşılabilir bir ekonomi politikası olarak görülmemektedir.

Yabancı sermaye yatırımlarının denetlenmesi ve bazı yasal düzenlemelerin getirilmesi zaten ürkek olan bu unsurların tamamen geri çekilmesine sebep olabilir. Ancak bazı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi kalıcılığı ve yatırımların KOBİ'lere de yönelmesini sağlayıcı düzenlemelerin yapılması ivedilikle üzerinde durulması gereken bir husustur. Bu bağlamda KOBİ'lere özgü borsalar daha etkin kullanılabilir.

Yabancı sermaye yatırımlarının fonlar ya da bireysel yatırımlar açısından daha uzun vadede iç piyasalarda kalıcılığını sağlamak adına sermaye yatırımının belirli bir oranının belirlenen bir zaman diliminden daha kısa vadede çıkmasını engelleyici düzenlemeler yapmak ya da daha uzun vadede içi piyasada kalan yatırımcılara belirli teşviklerin sağlanması alternatifler arasında değerlendirilebilir. Diğer taraftan özellikle uluslararası fonlarla yapılacak mutabakatlar dolayısıyla yabancı sermaye yatırımlarının en azından belirli bir yüzdesinin KOBİ borsalarında değerlendirilmesi sağlanabilir.

Sonuç olarak tüm bu uygulamaların etkili olabilmesi için öncelikle yerel bağlamda KOBİ'lerin kurumsal olarak halka açık hale getirilmesi ve piyasalarda işlem gören KOBİ sayısının çok daha ciddi miktarlara çıkması gerekmektedir. Türkiye bu yönüyle henüz yolun başında görülebilir. Ancak başlangıçta yapılacak düzenlemeler ilerleyen dönemlerde işin daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir düzeyde devam etmesini sağlayacaktır. KOBİ'lerin bu bağlamda aktif bir şekilde yer alabilmeleri için sanayi ve ticaret odalarına, esnaf ve sanatkâr birliklerine, üniversitelere ve özellikle siyasal otoritenin ekonomi yöneticilerine önemli görevler düşmektedir.

KAYNAKÇA

1. Adabağ, M. C., & Ornelas, J. R. (2005). Behavior and Effects of Foreign Investors on Istanbul Stock Exchange. *4th Annual Meeting of the EEFS: Economic and Financial Issues in an Enlarged Europe*. Coimbra, Portekiz: European Economics and Finance Society.
2. Advancing Financial Access for the World's Poor. (2011). *CGAP*. 2012 tarihinde CGAP: <http://www.cgap.org/data> adresinden alındı
3. Ahn, S. C., & Hyungsik Roger Moon. (2001). Large-N and Large-T Properties of Panel Data Estimators and the Hausman Test. *USC CLEO Research Paper*, s. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283252> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.283252>.
4. Akbulak, S. (2008). *BRICs Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) İle Güney Kore Ekonomilerine Ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler Ve Kısa Değerlendirmeler*. Ankara: SPK.
5. Akbulut, R., Paksoy, H. M., & Aydın, V. (2005). Şanlıurfa'da Faaliyet Gösteren Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinde Finansman Kaynaklarının Etkin Kullanımı Üzerine Bir Araştırma. 2. *KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi* (s. 195-205). İstanbul: İstanbul Kültür Üniversitesi.
6. Akgemci, T. (2001). *KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler*. Ankara: BMS Matbaacılık.
7. Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
8. Alkin, K., & Okay, E. (2008). *Türkiye'de KOBİ'lerin Basel-II'ye Uyum Süreci ve Öneriler*. İstanbul: İTO Yayınları.
9. Alp, A. (2000). *Finansın Uluslararasılaşması Finansal Krizler Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul: Yapı Kredi Bankası Yayınları.
10. Alphan, L., & Kaya, N. (2004). Exploring the Financial Performance Impacts of Two Dimensions of Corporate Entrepreneurship. *Academy of Entrepreneurship Journal*, s. 77-87.

11. Alphan, L., Yılmaz, C., & Kaya, N. (2007). Market Orientation and Planning Flexibility in SMEs : Performance Implications and an Empirical Investigation. *International Small Business Journal*, s. 152-172.
12. Alpugan, O. (1994). *Küçük İşletmeler Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi*. Ankara: DER Yayınevi.
13. Apak, S., Uzunoğlu, S., & Açıkgöz, A. F. (2005). *AB Müzakere Sürecinde KOBİ'lerin Korunması ve Uyum Stratejileri*. İstanbul: İTO Yayınevi.
14. Ar, A. A., & İskender, H. (2005). Türkiye'de KOBİ'ler ve KOBİ'lerde Planlama, Uygulama ve Denetim. *Mevzuat Dergisi*, 1-22.
15. Aras, G. (2007). *BASEL-II Sürecinde KOBİ'ler İçin Yol Haritası*. İstanbul: Deloitte CEO/CFO Serisi.
16. Ateş, M. R. (2008). *KOBİ Doktoru*. İstanbul: Hayat Yayıncılık.
17. Atıcı, G. B. (2006). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin(KOBİ'lerin) Ekonomik Gelişime Etkileri, Finansman Kaynakları ve KOBİ'lerin Büyümesini Sağlayan Faktörlere İlişkin Bir Karşılaştırma*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE.
18. Atik, A. H. (2003). *Küresel Ekonomide Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler ve Rekabet Sorunları*. Ankara: Kalkınma Araştırma Raporları.
19. Aykaç, M., Parlak, Z., & Özdemir, S. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye'de KOBİ'ler*. İstanbul: İTO Yayınları.
20. Aypek, N. (1998). *Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği*. Ankara: KOSGEB.
21. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Hoboken: John Wiley & Sons.
22. Baltagi, B. H., & Levin, D. (1992). Cigarette Taxation: Raising Revenues And Reducing Consumption. *Structural Change And Economic Dynamics*, s. 321-335.
23. Bartram, S. M., & Dufey, G. (2001). *International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework*. Michigan: Michigan University.
24. Başar, M. (2007). *Basel II Düzenlemeleri ve KOBİ'ler*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi.

25. Başoğlu, U. (2000). Ufuk Başoğlu. *Balıkesir üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3 Sayı:4*, s. 88-99.
26. Bayülken, Y., & Kütükoğlu, C. (2012). *Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri*. Ankara: TMMOB.
27. BDDK. (2009). *İnteraktif Aylık Bültenler*. Ankara: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.
28. BDDK. (2010). *İnteraktif Aylık Bültenler*. Ankara: BDDK.
29. BDDK. (2012). *İnteraktif Aylık Bültenler*. Ankara: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu.
30. Beck, T., & Demirguc-Kunt. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*.
31. Beck, T., Demirguc-Kunt, & Levine, R. (2005). SMEs, growth, and poverty: Cross-country evidence. *Journal of Economic Growth*.
32. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, s. 467-487.
33. Berkaş, F. (2009). Basel II Kriterleri Çerçevesinde Rating Modelinin Kobi' lere Uygulanabilirliği. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
34. Biggs, T. (2002). Is Small Beautiful and Worthy of Subsidy? Literature Review. *IFC mimeo*.
35. BNY MELLON. (2011). *The Depositary Receipt Market: 2011 Yearbook*. London: BNY MELLON.
36. Bradstock, P., & Thompson, J. (2005). *A Framework for the Development and Financing of Dynamic Small and Medium Sized Enterprises in Turkey*. İstanbul: OECD.
37. Brennan, M., & Cao, H. (1997). International Portfolio Investment Flows. *Journal of Finance*, s. 1851-1880.
38. Bridge, S., & O'Neill, K. (2009). *Understanding Enterprise, Entrepreneurship and Small Business*. New York: Palgrave Macmillan.

39. Brown, R. B., Saunders, M. N., & Beresford, R. (2006). You owe it to yourself: The financially literate manager. *Accounting Forum*, s. 179-191.
40. Budak, A. (2006). *Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları*. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.
41. Burritt, K. (2003). *Microfinance in Turkey: A Sector Assessment Report*. Ankara: United Nations Development Programme (UNDP).
42. Cansız, M. (2008). *Türkiye'de KOBİ'ler ve KOSGEB*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
43. Carpentier, C., & Suret, J.-M. (2006). Bypassing the financial growth cycle: Evidence from Capital Pool Companies. *Journal of Business Venturing*(21).
44. Cebeci, H. (2003). KOBİ Kredileri ve Bankalar - HALKBANK ve KOBİ'ler. 2. *KOBİ Zirvesi*. İstanbul: TOSYÖV.
45. Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınları.
46. Chakraborty, A., & Charles, H. X. (2006). Lending relationships in line-of-credit and nonline-of-credit loans: Evidence from collateral use in small business. *Journal of Financial Intermediation*, s. 86-107.
47. Choe, H., Kho, B.-C., & Stulz, R. M. (1999). Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, s. 227-264.
48. Christen, R., Lyman, T., & Resenberg, R. (2003). *Microfinance Consensus Guidelines: Guiding Principles on Regulation and Supervision of Microfinance*. CGAP.
49. COMCEC. (2007). *Yoksulluğun Önlenmesinde COMCEC, Mikrokredi Uygulamaları Ve Türkiye*. İstanbul: COMCEC.
50. Corbo, V., & Hernandez, L. (1994). Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows; Latin American Style versus East Asian Style. *IEFCIF Policy Research Working Paper*.
51. Çağatay, N. (1981). *Bir Türk Kurumu olan Ahilik*. Konya: Selçuk Üniversitesi Yayınları.
52. Çatal, M. F. (2007). *Avrupa Birliğine Uyum Sürecinde Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı ve Bir Model Önerisi: Doğu Anadolu Bölgesinde Bir Uygulama*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi SBE.

53. Çelik, A., & Göksu, N. (2004). *Türkiye’de Girişimcilik Kültürünün Teorik Temelleri ve KOBİ’leri Yeri*. 10 15, 2012 tarihinde <http://www.tdcif.org/> : <http://www.tdcif.org/> adresinden alındı
54. Çelikkol, H., Çelikkol, M., & Koç, Y. (2008, Ağustos 21). Ticaret Bankacılığında Yeni Bir Boyut: KOBİ Bankacılığı ve Türkiye Değerlendirmesi. *DPÜ Sosyal Bilimler Dergisi (Journal of Social Sciences)*, s. 257-269.
55. Çetenak, E. H. (2006). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi : IMKB Üzerine Bir Uygulama*. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
56. Çetin, C. (1996). *Yeniden Yapılanma, Girişimcilik, Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve Bunların Özendirilmesi*. İstanbul: Der Yayınları.
57. Çimat, A., & Laçinel, A. (2002). *KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi*. Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği.
58. Çoban, M., & Saban, M. (2006, Temmuz). Türkiye’de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s. 131-140.
59. Çonkar, K., & Özdemir, Ş. (2009). *KOBİ Girişimcileri için Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*. İstanbul: İTO Yayınları.
60. Dahlquist, M., & Robertson, G. (2004). A note on foreigners’ trading and price effects across firms. *Journal of Banking and Finance*, s. 615-632.
61. Demir, Y., Özdemir, O., & Eren, İ. (2008). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Finansal Yönetim Uygulamaları*. Ankara: Asil Yayınları.
62. Demirkol, M. (2006). Girişimcilikte Yeni Gelişmeler / Yeni Girişimcilik Anlayışı ve KOBİ’lerin Eksiklikleri. F. Kahraman içinde, *KOBİ Yönetimi Eğitimi* (s. 9-16). Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Girişimcilik.
63. Dilik, B., & Duran, M. (1998). Türkiye’de Uygulanan KOBİ Teşvik Politikaları ve Uygulama Sonuçlarının Değerlendirilmesi. *Hazine Dergisi*, 59-80.
64. Dinçer, Ö., & Fidan, Y. (1991). *İşletme Yönetimine Giriş*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
65. Doğan, S. (2010). *Avrupa Birliği’nin Girişimcilik Politikası : KOBİ Yaklaşımı ve Türkiye*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.

66. Donald R. Snodgrass, a. T. (1996). *Industrialization and the Small firm: Patterns and Policies*. International Center for Economic Growth.
67. Dougherty, C. (2006). *Introduction To Econometrics*. Oxford: Oxford University Press.
68. DPT. (2000). *Sanayi Politikaları özel ihtisas raporu*. Ankara: DPT.
69. DPT. (2007). *KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (2007-2009)*. Ankara: DPT.
70. DPT. (2009). *2010 Yılı Programı*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
71. Ekinci, M. B. (2003). *Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) Kurumsal Gelişimi ve Finansal Sorunları*. İstanbul: ASKON.
72. Ekinci, M. B. (2003). *Türkiye’de KOBİ’lerin Kurumsal Gelişimi ve Finansal Sorunları*. İstanbul: ASKON.
73. Eleren, A., & Kayahan, C. (2008). *Afyonkarahisar’da Faaliyet Gösteren İmalat Sektörlerindeki KOBİ’lerin AB’ye Giriş Sürecinde Rekabetçi Konumlarının Değerlendirilmesi*. Afyonkarahisar: Afyon Kocatepe Üniversitesi.
74. Elmas, B. (2010). Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB’ye Etkisi: İMKB’de Endeks Bazlı Bir Çalışma . *İMKB Dergisi Cilt: 12 Sayı: 47* , s. 1-18.
75. Ergül, N., & Dumanoğlu, S. (2003). *Finansal Kiralama*. İstanbul: Der Kitabevi.
76. Erkumay, M. A. (2000). *KOBİ’lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması*. Ankara: SPK, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi.
77. European Commission. (2005). *The new SME definition: User guide and model declaration*. European Commission ENTERPRISE AND INDUSTRY PUBLICATIONS.
78. European Commission. (2009). *European Business Facts and Figures*. Luxemburg: Eurostat Statistical Books.
79. Evans, K. (2002). Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences, and Integration. *Global Forum on International Investment*. Shanghai: OECD.
80. *Factors Chain International*. (2009). 4 8, 2011 tarihinde Factors Chain International: www.factor-chain.com/statistics adresinden alındı
81. FİDER. (2011). *2011 Yılı Dünya Leasing Verileri*. 5 14, 2012 tarihinde Finansal Kiralama Derneği:

<http://www.fider.org.tr/pageStructure.aspx?intPageStructureNo=13&sintLanguageID=0&bytContentType=2&intPageNo=296&strHitCountParam=2|3|0|49|114> adresinden alındı

82. Froot, K. A., O'Connell, P. G., & Seasholes, M. S. (1998). The Portfolio Flows of International Investors, I. *Journal of Financial Economics*, s. 151-193.
83. Gibson, T., & Vaart, H. J. (2008). *Defining SMEs: A Less Imperfect Way of Defining Small and Medium Enterprises in Developing Countries*. Massachusetts: Brookings Global Economy and Development.
84. Güler, S., & Taner, B. (2008). Dünyada Kobi Borsaları ve Türkiye'de Kobi Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar. *Ege Akademik Bakış*, s. 519-540.
85. Gültekin, K. (1999). *KOBİ Finansman Kaynakları*. İzmir: İzmir Ticaret Odası.
86. Güney, A. (2007). *Banka İşlemleri*. İstanbul: Beta.
87. H.Greene, W. (1997). *Econometric Analysis*. Prentice Hall.
88. Halk Bankası. (1933). *Halk Bankası Kuruluyor*. 5 8, 2011 tarihinde www.halkbank.com.tr: <http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=14> adresinden alındı
89. Hall, C. (2003, September). Profile of Small-Medium Enterprises in the Asia-Pacific Economic Cooperation Economies. *Journal of Enterprising Culture*, s. 173-337.
90. Hall, C. (2007). When the dragon awakes: internationalisation os SMEs in China and implicationsfor Europe. *Focus*, 29-34.
91. Harris, M. N., & Matyas, L. (2004). A Comparative Analysis of Different IV And GMM Estimators of Dynamic Panel Data Models. *International Statistical Review*, s. 397-408.
92. Hauser, H.-E. (2005). A qualitative definition of SME. *SBS Expert Meeting "Towards better Structural Business and SME Statistics"*. OECD Publishing.
93. Hogana, T., & Hutson, E. (2005). Capital structure in new technology-based firms:Evidence from the Irish software sector. *Global Finance Journal*, 15.
94. Hossain, F., & Knight, T. (2008). *Financing the Poor: Can microcredit make a difference? Empirical observations from Bangladesh*. Manchester: School of Environment and Development, University of Manchester.

95. Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge: Cambridge University Press.
96. Hsiao, C., Mountain, D. C., & Illman, K. H. (1995). Bayesian Integration of End- Use Metering and Conditional Demand Analysis. *Journal of Business and Economic Statistics*, s. 315-326.
97. İbaçoğlu, G. A. (2002). *Kobiler'in Finansman Kaynakları ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
98. IFC. (2011). *SME Finance Policy Guide*. Washington: WB International Finance Corporation.
99. IMAA. (2011, 12). *Istitute of Mergers, Acquisitions and Alliances Statistics*. 2 http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide, 2011 tarihinde Istitute of Mergers, Acquisitions and Alliances. adresinden alındı
100. IMF. (2010). *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*. Washington: International Monetary Fund.
101. IMF. (2011). *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*. Washington: International Monetary Fund.
102. Internal Revenue Service . (2006). *Factoring of Receivables: Audit Techniques Guide* . Internal Revenue Service .
103. İsfendiyaroğlu, A. (2005). *İşletmelerde Kredi Riski Yönetimi*. İstanbul: İTO Yayınları.
104. İşeri, M. (2001). *Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
105. İşeri, M., & Aslan, M. (2005). KOBİ Piyasalarına Genel Bakış ve Türkiye Modeli. 2. *KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi* (s. 177-186). İstanbul: İKÜ.
106. Itay, G., & Razin, A. (2005). FOREIGN DIRECT INVESTMENT VS FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH NBER WORKING PAPER SERIES*.
107. Kalmış, H. (2002). *Türkiye'deki KOBİ'lere Uygun Finansman Kaynaklarının Sağlanması*. 08 24, 2011 tarihinde www.econ.utah.edu/~ehrbar:www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P378.pdf adresinden alındı
108. Kara, M. (2001). Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'deki Sıcak Para Akımının Değerlendirilmesi. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, s. 29-45.

109. Kargül, İ. D. (1997). *Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yönetim Sorunları ve Çözümleri*. İstanbul: İTO Yayını.
110. Kennedy, P. (2006). *Ekonometri Klavuzu*. Ankara: GAzi Kitabevi.
111. KGF. (2010). *Kredi Granti Fonu*. 12 5, 2011 tarihinde Kredi Granti Fonu: <http://www.kgf.com.tr> adresinden alındı
112. Kim, W., & Wei, S.-J. (2002). Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis. *Journal of International Economics*, s. 77-96.
113. Knill, A. M. (2005). Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Small Firm Financing Gap Around the World? *World Bank, Policy Research Working Paper*, s. Available at: <http://elibrary.worldbank.org/docserver/download/3796.pdf?expires=1364502979&id=id&accname=guest&checksum=F021D13DBF11B5E938E548FBDBBFC139>.
114. Knill, A. M. (2010, Ekim 5). Does Foreign Portfolio Investment Reach Small Listed Firms? *European Financial Management*, .
115. Kocaman, A. (1992). *Factoring İşleminin Hukuki Niteliği*. Ankara.
116. Koç, İ. Ö. (2008). *Türk KOBİ’leri Bugünü ve Geleceği*. İstanbul: Arkan Basım Yayım.
117. Koçak, S. (2002). Uluslararası Rekabet ve Yeni Arayışlar. *Küreselleşme ve Türkiye’deki KOBİ’lere Etkileri Paneli*. İstanbul: İTO Yayınları.
118. Korkmaz, T., & Bayramoğlu, M. F. (2007). Yoksullukla Mücadele Mikrofinans Modeli ne Mikrofinans Kuruluşlarının Finansal İşlevleri. *Mufad Dergisi*, 98-113.
119. KOSGEB. (2003). *KOBİ Ekonomisi: Tarihi Gelişimi*. Ankara: KOSGEB Yayınları.
120. KOSGEB. (2011). *KOBİ Stratejisi Eylem Planı 2011-2013*. Ankara: KOSGEB.
121. Küçük, O. (2011). *Girişimcilik ve Küçük İşletme Yönetimi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
122. Küçükçolak, R. A. (1998). *KOBİ’lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
123. Küçükylmazlar, A. (2007). *Avrupa Birliği’nin Türk KOBİ’lerine Yönelik Programları Rehberi*. İstanbul: İTO Yayınları.
124. Maeseneire, W. D., & Claeys, T. (2011 (Accepted)). SMEs, foreign direct investment and financial constraints. *International Business Review*, s. 408-424.

125. Makin, A. J. (2002). *International Macroeconomics*. New Jersey: Prentice Hall.
126. Malkoç, M. Y. (2009). *Türkiye'de Yabancı Yatırımların Yerel Sanayi ve KOBİ'ler Üzerindeki Etkileri*. İstanbul: YASED, Uluslararası Yatırımcılar Derneği.
127. Marsch, K., Schmieder, C., & Forster-van Aerssen, K. (2007). Banking consolidation and small business finance - empirical evidence for Germany. *Banking and Financial Studies*(9).
128. MAYA. (2010). *Turkey Country Profile*. 8 14, 2011 tarihinde mixmarket.org: <http://www.mixmarket.org/mfi/country/Turkey> adresinden alındı
129. Muhanga, I., & Soteli, K. (2008). Foreign portfolio investors in Africa: the case of Zambia . *IFC Bulletin 31: Measuring financial innovation and its impact* (s. 422-430). Basel: Bank for International Settlements.
130. Müftüoğlu, M. T. (2002). *Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler - Kobi'ler*. Ankara: Turhan Kitabevi.
131. Müftüoğlu, M., & Durukan, T. (2004). *Girişimcilik ve KOBİ'iler*. Ankara: Gazi Kitabevi.
132. Müslümov, A. (2002). *21. Yüzyılda Türkiye'de KOBİ'ler; Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
133. OECD. (2004). *The SME Financing Gap Volume I Theory and Evidence. OECD Ministerial Conference*. İstanbul: OECD.
134. OECD. (2004). *Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Mevcut Durum ve Politikalar*. Paris: OECD Yayınları.
135. OECD. (2012). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2012: AN OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing.
136. Oktay, E., & Güney, A. (2002). Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunu ve Çözüm Önerileri. *21. Yüzyılda KOBİ'ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri*. Gazimağusa: Doğu Akdeniz Üniversitesi.
137. Özalp, D. (2006). *Small and Medium-Sized Enterprises and Banking Sector in Turkey*. Ankara: Orta Doğu Teknik Üniversitesi SBE, Yayımlanmamış Y. L. Tezi.
138. Özalp, P. (2003). *Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi içindeki Rolü: Türkiye'de bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları*. Ankara: TCMB.

139. Öz-Alp, Ş. (1971). *Küçük işletmeler*. Eskişehir : Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları.
140. Özdemir, S., & Parlak, Z. (2010). *KOBİ'lerde Esnek Çalışma*. İstanbul : İTO Yayınları.
141. Özdemir, S., & Parlak, Z. (2011). *KOBİ'lerde Esnek Çalışmanın Ulaştığı Boyuta İlişkin Alan Araştırması*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
142. Özdemir, S., Ersöz, H. Y., & Sarioğlu, İ. (2006). *İşsizlik sorununun çözümünde KOBİ'lerin desteklenmesi*. İstanbul: İTO Yayınları.
143. Pazarlıoğlu, M., & Gülay, E. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *DEÜ Sosyal BilimlerEnstitüsü Dergisi*, s. 201-221.
144. Reisoğlu, S. (1997). *Bankalar Kanunu Şerhi*. Ankara.
145. Rivera, J. M. (2007). An ex-post comparative analysis of SME formation in Brazil and Mexico: Towards a research agenda. *International Journal of Emerging Markets*, s. 144-165.
146. Samitasa, A. G., & Kenourgios, D. F. (2005). Entrepreneurship, small and medium size business markets and European economic integration. *Journal of Policy Modeling*, s. 363-374.
147. Sanayi İhtisas Komitesi. (2012). *Sanayi Sektöründeki KOBİ'ler: Sorunlar ve Çözümleri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
148. Sariaslan, H. (1994). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları: Çözüm için Bir Finansal Paket Önerisi*. Ankara: TOBB, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği.
149. Sarısoy, İ. (2008). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelere Yönelik Vergi Teşvik Politikası*. İstanbul: İTO Yayınları.
150. Sayılğan, Ş. (2006). KOBİ'lerin Sorunları ve Çözüm Önerileri. *Finans Dünyası*, 68-73.
151. SBA. (2004). *Summary of Size Standarts*. 4 25, 2008 tarihinde U. S. Small Business Administration: <http://www.sba.gov/content/what-sbas-definition-small-business-concern> adresinden alındı
152. Senderovitz, M. (2009). How are SMEs defined in current research. *Applied Geoinformatics for Society and Environment AGSE 2009* (s. 983-997). Stuttgart: Applied Geoinformatics for Society and Environment .

153. Serin, V., & Uludağ, İ. (1991). *Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler*. İstanbul: İTO Yayınları.
154. Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
155. Small and Medium Enterprise Agency. (2007, 8 17). Outline of the Small and Medium Enterprise Basic Law. Tokyo, Japonya.
156. Snodgrass, D. R., & Biggs, T. (1996). *Industrialization and the small firm*. San Fransisco: International Center for Economic Growth.
157. Somuncu, K., & Karan, M. B. (2005). Uluslararası Portföy Yatırımlarının İMKB Üzerindeki Etkileri. 9. *Ulusal Finans Sempozyumu*. Nevşehir: Finans Bilim Platformu.
158. Sondeno, S. R. (1985). *Small Business Management Principles*. Texas: Business Publications Inc.
159. Söyler, İ. (2007). *Mali Teşvik Uygulamaları Açısından Finansal Kiralama*. Ankara: Yaklaşım yayınevi.
160. SPK. (2010). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: SPK.
161. Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation. (2007). Micro-Credit Financing and Poverty Alleviation in Turkey. *STANDING COMMITTEE FOR ECONOMIC AND COMMERCIAL COOPERATION OF THE ORGANIZATION OF THE ISLAMIC CONFERENCE*. İstanbul.
162. Steinhoff, D., & F. Burgess, J. (1989). *Small Business Management Fundamentals*. Columbus: McGraw-Hill International Edition.
163. Suret, J.-M., & Carpentier, C. (2003). *Canadian Securities Regulation: Issues and Challenges*. Qebec: CIRANO Burgundy Report.
164. Taş, H. Y. (2010). *Avrupa Birliği ve Türkiye'de KOBİ'lerin İstihdam Artırıcı Etkileri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
165. Taymaz, E. (1997). *Small and Medium Sized Industry in Turkey*. Ankara: DİE Yayınları.
166. Taymaz, E. (2005). Are Small Firms Really Less Productive? *Small Business Economics*, s. 429-445.
167. Taymaz, E., Filiztekin, A., Fisunoğlu, M., Kılıçaslan, Y., & Lenger, A. (2008). *KOBİ'lerde Dönüşüm: Küçük Firmaların Büyük Başarıları*. İstanbul: TURKONFED.

168. TBB. (2004). *Risk Yönetimi ve Basel II'nin KOBİ'lere Etkileri*. İstanbul: TBB.
169. TBB. (2011). *5411 Sayılı Bankacılık Kanunu*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
170. TCMB. (2005). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
171. TCMB. (2005). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması*. 2 17, 2011 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> adresinden alındı
172. TCMB. (2009). *Finansal İstikrar Raporu 9*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
173. TCMB. (2010). *Finansal İstikrar Raporu 11*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
174. TCMB. (2010). *Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
175. TCMB. (2010). *Global Sermaye Piyasaları*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
176. TCMB. (2011). *Finansal İstikrar Raporu 13*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası .
177. TGMP. (2010). *TGMG Faaliyet Raporu 2010*. Ankara: Türkiye Grameen Mikrokredi Programı.
178. Tiryaki, S. T. (2002). *Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği.
179. TMMOB . (1999). *KOBİ Küçük ve Orta Ölçekli Sanayicinin El Kitabı*. İstanbul: TMMOB .
180. Topçuoğlu, A. (2004). Bankacılık ve KOBİ'ler. *Türkiye Bankalar Birliği Eğitim ve Tanıtım Grubu Semineri*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
181. Toroslu, M. V. (2011). *Hukuksal ve Finansal Açıdan Forfaiting*. Ankara: Adalet Yayınevi.
182. TSPAKB. (2006). *Aylık Yayınlar Haziran 2006*. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyası Aracı Kurumlar Birliği.
183. TSPAKB. (2006). *Aylık Yayınlar Ocak 2006*. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyası Aracı Kurumlar Birliği.

184. TSPAKB. (2006). *Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları*. İstanbul: TSPAKB.
185. TSPAKB. (2008). *Aylık Yayınlar Şubat 2008*. İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği.
186. TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. (2012). *Finansal Piyasalar Raporu 2011*. İstanbul: TSPAKB.
187. Turgut, A. (2007, Aralık). Bankalar ve KOBİ'ler için Dönüm Noktası: Basel II Standartları. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, s. 29-44.
188. TÜİK. (2009). *Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri 2009*. Ankara: TÜİK.
189. Uğur, A. (2006). *KOBİ'ler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri*. Ankara: Sinemis Yayınları.
190. Uludağ, İ., & Serin, V. (1991). *Türkiye'de küçük ve orta ölçekli işletmeler: yapısal ve finansal sorunlar, çözümler*. İstanbul: İTO Yayınları.
191. Vihang, E. (2001). Foreign Portfolio Equity Investment, Financial Liberalization and Economic Development. *Review of International Economics*, 684-432.
192. Wacquez, B., & Gray, T. (2004). *Small and Medium Sized Enterprises in Turkey: Issues and Policies*. Paris: OECD Publishing.
193. Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, s. 875-895.
194. Xiangfeng, L. (2008). SME development in China: A policy perspective on SME industrial clustering. H. Lim içinde, *ERIA Research Project Report* (s. 37-68). Manila: Economic Research Institute for ASEAN and East Asia.
195. Yalçın, K. (2008). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi .
196. Yılmaz, B. (2004). KOBİ'lerin Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli. *Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi*, 12-21.
197. Yılmaz, F. (2003). *Türkiye'de Küçük ve Orta Boy İşletmeler*. İstanbul: İş Bankası İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü.
198. Yörük, N., & Ban, Ü. (2003). *KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi.

199. Yunus Muhammed, Ç. G. (2003). *Yoksulluğun Olmadığı Bir Dünyaya Doğru*. İstanbul: Doğan Kitap.
200. Zaimoğlu, T. (2001). *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*. Ankara: SPK.