



T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK
BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hasan GÜNDOĞDU

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM ÇELİKÖZ

Hatay-2014

ONAY

HASAN GÜNDOĞDU tarafından hazırlanan “**YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**” adlı bu çalışma jüri tarafından lisansüstü öğretim yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği / oyçokluğu ile **İKTİSAT ANA BİLİM DALINDAYÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

05/ 01 /2015

Jüri Üyeleri	İmza
(Tez Danışmanı – Başkan)	
(Üye)	
(Üye)	

Hasan GÜNDOĞDU tarafından hazırlanan “**Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**” adlı tez çalışmasının yukarıda imzaları bulunana jüri üyelerince kabul edildiğini **onaylarım.**

Doç. Dr. Halil DEMİRER

Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans proje çalışmamda literatür bölümünde ağırlıklı olarak yerli kaynak ve makalelerden yararlanılmıştır. Ayrıca Türkçe tezler ve web siteleri ile bilgiler toplanıp, analiz edilmiştir. Yüksek lisans proje çalışmam süresince, değerli bilgilerini, düşüncelerini her zaman benle paylaşan ve her konuda beni yönlendiren danışmanım **Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM ÇELİKÖZ**'e, çalışmalarım sırasında hoşgörülü tutumları ve destekleri için değerli aileme sonsuz teşekkür ederim.

Hasan GÜNDOĞDU

OCAK, 2015

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hasan GÜNDOĞDU

İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2014

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM ÇELİKÖZ

ÖZET

Finansal küreselleşme ile hız kazanan yabancı sermaye ülkeler için önemli bir finansman aracı ve finansman kaynağı haline gelmiştir. Özellikle 1990'lı yılların başlarında ulusal sermaye piyasalarının hızla liberalleşmesi, sermaye faktörlerinin de hareketlenmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye türlerinden biri olan yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan bir ülkeye, yabancı yatırımın borçsuz kredi kaynaklarını sağlaması, sermayenin etkili bir şekilde tahsisini artırması ve yerel sermaye piyasasını etkilemesi gibi faydaları bulunmaktadır.

Ayrıca, bir ülkenin daha fazla yabancı portföy yatırımı çekmesi, o ülkenin gerek ekonomik altyapısının gerekse mali sektörünün serbest piyasa ekonomisi anlamında sağlam bir altyapıya sahip olduğunu ve uluslararası sermaye akımlarına getirdiği serbestleşmenin de varlığını göstermektedir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de yüksek değerlere ulaşan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmektir.

Çalışmanın birinci bölümünde portföy yatırımlarının kavramsal çerçevesine yer verilmiş ve portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlar ile portföy yatırımlarının nedenleri açıklanmaya çalışılmış, portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere etkileri irdelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde finansal küreselleşme bağlamında portföy yatırımları göz önünde bulundurularak finansal serbestleşmenin tanımı yapılmış, Türkiye'de finansal serbestleşme ve yabancı sermaye ilişkisi incelenerek Türkiye Ekonomisinde cari işlemler hesabı dengesi ve portföy yatırımları ilişkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde yabancı portföy yatırımları ele alınarak uluslararası portföy yatırımları açıklanmış, global finans merkezleri üzerinde durularak yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın son

bölümünde Türkiye’de finansal serbestleşme ve Türkiye’ye yönelen portföy yatırımlarının gelişimi ele alınmış Türkiye’ye yönelen portföy yatırımlarının nedenleri incelenerek portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisine etkileri üzerinde durulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Portföy, Yabancı Portföy Yatırımları, Ekonomik Büyüme.

**FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS EFFECT ON ECONOMIC
GROWTH : THE CASE OF TURKEY**

Hasan GÜNDOĞDU

Department of Economics, Master Thesis, 2014

Supervisor: Asst. Prof. Yıldız SAĞLAM ÇELİKÖZ

ABSTRACT

Financial globalization accelerated with foreign capital an important financing instrument for countries and has become a source of financing. Especially at the beginning of the 1990s, the rapid liberalization of the domestic capital market capital of factors has led to the mobilization. One type of foreign capital, foreign portfolio investment in developing countries, providing sources of foreign investment in the clear loans, capital increase and the effective allocation of benefits, such as local capital markets are affecting.

In addition, a country more foreign portfolio investment to pull that country to its economic infrastructure as well as the financial sector, free market economy in terms of a robust infra structure that you have and to international capital flows brought liberalization also indicate the presence. The aim of this study in Turkey, reaching the highest value is to identify the determinants of foreign portfolio investments.

In the first part of the study are given, and the conceptual framework of Portfolio Investments Portfolio Investments Portfolio Investments and Financial Instruments used in attempts to explain the reasons for Developing Countries Impact of Portfolio Investments have been analyzed. Work in these condsection Financial Globalization in the Context of Portfolio Investments consideration of financial liberalization has been defined in Turkey Financial Liberalisation and Foreign Direct relationship by examining Turkey's Economy Current Account Balanceand Portfolio Investment Relations were explained. In the third part of the study will be analyzed Foreign Portfolio Investments Portfolio Investments International explained with emphasis on the Global Financial Centres Factors Affecting Foreign Portfolio Investments have been explained. Financial

Liberalisation in Turkey in the last part of portfolio investments in Turkey and Turkey discussed the Development Tendency of Portfolio Investments Portfolio Investments examining why Effects focused on Economy of Turkey .

Key Words:Portfolio, Foreign Portfolio Investments, Economic Growth.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖNSÖZ	III
ÖZET VE ANAHTAR KELİMELER	IV
ABSTRACT AND KEYWORDS	V
TABLolar LİSTESİ	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ	XII
KISALTMALAR	XIII
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLGİLİ TANIMLAR, KAVRAMLAR VE ÇEŞİTLERİ	4
1. PORTFÖY YATIRIMLARI.....	4
1.1. Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar.....	4
1.1.1. Sabit Getirili Finansal Araç Yatırımları.....	4
1.1.2. Hisse Senedi Yatırımları.....	5
1.1.3. Müşterek Fonlar.....	7
1.1.4. Depo Sertifikaları.....	8
1.2. Portföy Yatırımlarının Nedenleri.....	9
1.2.1. Uluslararası Finansal Piyasalardaki Gelişmeler.....	9
1.2.1.1. Finansal Piyasaların Serbestleşmesi.....	9
1.2.1.2. Finansal Ürünlerin Çeşitlilik Kazanması	10

1.2.1.3. Bilişim Teknolojilerindeki Gelişmeler.....	11
1.2.1.4. Diğer Gelişmeler.....	11
1.2.2. Yatırım Yapan ve Yatırım Yapılan Ülkelere Özgü Nedenler.....	12
1.2.3. Uluslararası Çeşitlendirme.....	15
1.2.3.1. Portföy Yatırımlarında Uluslararası Çeşitlendirme	16
1.2.3.2. Portföy Yatırımlarındaki Risk Faktörleri	17
1.3. Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri.....	18
1.3.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri.....	18
1.3.2. Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri.....	20

İKİNCİ BÖLÜM 23

KÜRESELLEŞME VE PORTFÖY YATIRIMLARI 23

2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME BAĞLAMINDA PORTFÖY YATIRIMLARI.....	23
2.1. Finansal Serbestleşme.....	23
2.1.1. Finansal Serbestleşmeyi Hazırlayan Ortam ve Deregülasyon Süreci.....	23
2.1.2. Finansal Serbestleşmenin Tanımı.....	28
2.1.3. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar.....	29
2.2. Finansal Serbestleşme Sonrasında Dünya’da Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	33
2.3. Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Yabancı Sermaye.....	39
2.3.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Süreci.....	39
2.3.2. 1980 Yılı Sonrası Türkiye Ekonomisi’nde Sermaye Hareketleri....	42

2.3.3. Türkiye Ekonomisi'nde Cari İşlemler Hesabı Dengesi.....	47
2.4. Türkiye Ekonomisi'nde Cari İşlemler Hesabı Dengesi ve Portföy Yatırımları İlişkisi.....	51
2.4.1. Portföy Yatırımlarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri	51
2.4.2. Portföy Yatırımlarının Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	54
2.4.3. Portföy Yatırımlarının Yurtiçi Talep Üzerindeki Etkileri.....	58
2.4.4. Portföy Yatırımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri.....	61
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
	63
YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI, RİSKLERİ VE ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ	
	63
3. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	63
3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları.....	63
3.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalar.....	65
3.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Yatırımcılar Üzerine Etkileri...66	
3.1.3. Uluslararası Finansal Piyasalarda Volatilité.....	67
3.2. Risk Tanımı, Risk Türleri ve Sınıflandırılması.....	69
3.2.1. Risk Türleri.....	69
3.2.1.1. Sistemik Risk.....	70
3.2.1.1.1. Enflasyon Oranı Riski.....	70
3.2.1.1.2. Faiz Oranı Riski.....	71
3.2.1.1.3. Pazar Riski.....	71
3.2.1.2. Sistemik Olmayan Risk.....	72
3.2.1.2.1. Yönetim Riski.....	72

3.2.1.2.2. Faaliyet Riski.....	73
3.2.1.2.3. Endüstri Riski.....	73
3.2.1.2.4. Finansal Risk.....	74
3.2.2. Riskin Dağıtılması.....	74
3.2.3. Uluslararası Portföylerde Çeşitlendirme ve Portföy Riski.....	76
3.3. Global Finans Merkezleri.....	77
3.3.1. Global Finans Merkezlerinin Örnek Ülke Uygulamaları.....	77
3.3.2. Bölgesel Finans Merkezi olarak Dubai.....	78
3.3.3. Bölgesel Finans Merkezi olarak İstanbul.....	79
3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	82
3.4.1. Milli Gelir ve Sermaye Piyasası.....	82
3.4.2. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Piyasası.....	83
3.4.3. Konjonktür Hareketleri ve Sermaye Piyasası.....	84
3.4.4. Devletin Ekonomi İçerisindeki Payının Artması ve Sermaye Piyasası.....	85
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	86
TÜRKİYEDEKİ PORTFÖY YATIRIMINA GENEL BAKIŞ	86
4. TÜRKİYE’DE PORTFÖY YATIRIMLARI.....	86
4.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Türkiye’ye Yönelen Portföy Yatırımlarının Gelişimi.....	86
4.1.1. Tahvil ve Diğer Menkullerin Yarattığı Portföy Yatırımları.....	88
4.1.2. Hisse Senesi Portföy Yatırımları.....	91

4.2. Türkiye'ye Yönelen Portföy Yatırımlarının Nedenleri.....	92
4.2.1. Faiz Oranı.....	94
4.2.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık.....	94
4.2.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası Getirisi.....	95
4.2.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru.....	95
4.2.5. Ekonomik Büyüme.....	96
4.3. Portföy Yatırımlarının Türkiye Ekonomisine Etkileri.....	96

BEŞİNCİ BÖLÜM 99

TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ 99

5.1. Model ve Veri.....	99
5.2. Tanımlayıcı İstatistikler.....	100
5.2. Birim Kök Testleri.....	101
5.3. Eşbütünleşme Analizi.....	102
5.4. Hata Düzeltme modelleri.....	104
5.5. Granger Nedensellik Testi.....	105

SONUÇ 107

KAYNAKÇA 110

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar).....	37
Tablo.2: Türkiye'ye Yönelen Net Sermaye Hareketleri 1990-2008 (Milyon Dolar).....	43
Tablo.3: Türkiye Ekonomisinde Net Portföy Yatırımları, 1990-2013 (Milyon Dolar).....	46
Tablo.4: Türkiye Ekonomisi Dış Ticaret Dengesi, 1990-2008 (Milyon Dolar)...	53
Tablo. 5: Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi Genel Dengesi, 1990-2008.....	55
Tablo.6: Türkiye Ekonomisi Konsolide Bütçe Harcamaları, 1990-2005.....	56
Tablo.7: Yurtiçi Talep Artışı İle İlgili Göstergeler, 1990-2008.....	59
Tablo.8: Dünya Borsalarının Sınıflandırılması.....	77
Tablo.9: İMKB Yabancı Yatırımcı Portföyü ve Yabancı Alımları.....	92
Tablo.10: Uygulamada Kullanılan Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	100
Tablo.11: Kullanılan Değişkenlerin (Düzey) Birim Kök Testleri.....	102
Tablo.12: Portföy ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Eşbütünleşme Analizi Sonuçları.....	103
Tablo.13: Test Sonuçlarından elde edilen denklem.....	103
Tablo.14: Granger Nedensellik Test Sonuçları	106

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil.1: Uluslararası Çeşitlendirme.....	16
Şekil.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımları.....	34
Şekil.3: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Net Özel Sermaye Akımları.....	35
Şekil.4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Özel Sermaye Akımları, Bölgelere Göre.....	38
Şekil.5: Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları.....	45
Şekil 6: Cari İşlemler Hesabı Dengesi.....	48
Şekil 7: Cari İşlemler Hesabı Alt Kalemler, 1980-2008.....	49
Şekil 8: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi.....	52
Şekil.9: Mevduat ve Hazine Bonosu Faiz Oranı.....	57
Şekil.10: Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	62
Şekil.11: Yıllık Yabancı Alım Satımları (Tüm Hisseler).....	81
Şekil.12: Aylık Yabancı Yatırımcı Alım ve Satımları.....	82

KISALTMALAR

ADR	: American Depository Receipts (Amerikan Depo Sertifikaları)
ADF	: Augmented Dickey Fuller
CDR	: Continental Depository Receipts (Continental Depo Sertifikaları)
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DIFC	: Dubai International Financial Centre (Dubai Uluslararası Finans Merkezi)
DIFX	: Dubai International Financial Exchange (Dubai Uluslararası Finans Borsası)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GDR	: Global Depository Receipts (Global Depo Sertifikası)
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GaWC	: Globalization and World Cities Study Group and Network (Küreselleşme ve Dünya Şehirleri Çalışma Group and Ağı)
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
OPEC	: Organization Of Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
IDR	: International Depository Receipts (Uluslararası Depo Sertifikaları)
IMF	: International Monetary Found (Uluslararası Para Fonu)
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
WFE	: World Federation of Exchanges (Dünya Borsalar Federasyonu)

GİRİŞ

Finansal piyasalara ve araçlara olan ilgi hızla küreselleşen dünyada her geçen gün artmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye birikimi yatırımcıların sayısını hızla artırmakta, finans mühendisleri sürekli olarak yatırımcılara uygun yeni finansal enstrümanlar oluşturmaktadır. Bu sermaye birikiminin oluşturduğu araçlar, gelişmiş ülkelerden Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere doğru akmakta ve bu ülkelerin finansal yapılarında da değişimlere yol açmaktadır. Bu yolla çeşitli finansal varlıklara ait piyasalarda derinleşme ve genişleme gerçekleşmektedir. Finansal piyasaların gelişmesi için ise, gerek bireysel yatırımcıların gerekse kurumsal yatırımcıların piyasada daha fazla yer almalarını sağlamak gerekmektedir.

Gelişmiş ülkeler, Dünya ekonomisinin 1970'li yılların sonunda yaşadığı krizin sorumlusunun ekonomiye çok fazla müdahale eden devlet olduğu bulgusundan hareketle, yaşanan bu krizden devlet müdahalelerini en aza indiren liberal politika uygulamaları yardımıyla çıkmıştır. Krize çözüm sunan bu liberal politika uygulamalarını, ulusal planda üretim ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda ise dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılması olarak nitelendirebiliriz. Bu çerçevede, mal ve hizmet piyasalarında serbestleşme, dış ticaret rejiminde serbestleşme, finansal serbestleşme, düzenlemeden vazgeçme, özelleştirme ve rekabeti ön plana çıkarma bu dönemde önem kazanan başlıca kavramlardır.

Serbest piyasa ekonomisi ve finansal serbestleşme, tasarruf açığı bulunan ve farklı makroekonomik yapıdaki birçok gelişmekte olan ülke için de geçerli çözüm olarak sunulmuştur. Çözüm olarak sunulan Mckinnon-Shaw finansal serbestleşme politikasının amacı tasarruf-yatırım açığını azaltmak ve ekonomideki yatırımların finansmanı için gerekli olan tasarruf arzını artırmak, dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Dünya ekonomilerinde finansal serbestleşmenin sağlanması ve iletişim teknolojilerinde sağlanan gelişme ile birlikte sermaye hareketlerinde önemli bir artış yaşanmış, aynı zamanda sermaye hareketlerinin içeriğinde de değişim gerçekleşmiştir. Resmi sermaye akımları azalırken, özel sermaye akımları özellikle de kısa vadeli, istikrarsız ve spekülasyon bir yapı gösteren portföy yatırımları artış göstermiştir. Dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde olan özel sermaye akımlarının yönü gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmiştir.

Ekonomilerin finansman ihtiyacı, sermaye hareketleri tarafından karşılanabilmektedir. Ancak zaman içerisinde, sermaye hareketlerinin nitelik ve nicelik bakımından önemli değişikliklere uğradığı söylenebilir. Dünya ekonomisindeki küreselleşme eğilimi, sermaye hareketlerinin geleneksel işlevinden uzaklaşmasına, hacminin hızla büyümesinin yanı sıra, kısa vadeli ve daha spekülâtif hale gelmesine neden olmuştur.

Özellikle 1980'li yılların sonlarında, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları dışa açılarak, portföy yatırımları için uygun bir ortam yaratılmıştır. Ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için artan dış kaynak ihtiyacı, gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelerdeki cazip yatırım olanaklarını değerlendirme istekleri, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin artarak sürmesine neden olmuştur.

Ancak finansal serbestleşmenin, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda amaçlarına ulaştığı söylenememektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, 1990'lı yılların ortalarında, ülkelerin para ve maliye politikaları üzerindeki etkinlikleri zayıflamış, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ekonomileri olumsuz etkileyen dalgalanmalar finansal krizlere neden olmuştur.

Türkiye ekonomisi de, dünyada yaşanan dışa açılma ve serbestleşme sürecine paralel olarak, önce 24 Ocak 1980 kararları ile yurtiçi finansal serbestleşmeyi sağlamış, daha sonra ise 1989 yılında yurtdışı finansal serbestleşmeyi sağlayarak, 1990'lı yıllara tamamen dışa açık bir ekonomi olarak girmiştir. Yaşanan bu gelişmeler, Türkiye ekonomisine yönelik özel sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Özellikle portföy yatırımları girişi sayısal olarak önemli boyutlara ulaşmıştır. Kısa vadeli, istikrarsız ve spekülâtif bir yapıda olan portföy yatırımları girişinde sağlanan bu artış ile birlikte makroekonomik dengelerde olumsuzluklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu olumsuzlukların başında sürekli artış gösteren ve kalıcı hale gelen cari işlemler açığı gelmektedir.

Öte yandan krizlerin etkilerinden kurtulmaya başlayan ekonomilerde portföy yatırımlarına ilişkin olumsuz ve şüpheli yaklaşımlarda değişimler meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerinin risk paylaşımı ve kaynak dağılımına imkan sağlaması ile finansal piyasaların gelişimine olumlu katkısının olabileceği fikri,

özellikle krizlerin etkisinden kurtulmaya başlayan ekonomilerin uzun dönem gelişimleri göze alındığında söylenir olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermaye hareketleri içerisindeki portföy yatırımlarının dolaşımını etkileyen faktörlerin ya da portföy yatırımlarına ağırlıklı olarak hangi faktörlerin yön verdiğinin belirlenmesi, yatırımcının karar verme sürecinin nasıl etkilendiğinin ortaya koyulması açısından yararlı olmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarına ülkemizde kimi kesimler tarafından olumlu bakılsa da bazı kesimler tarafından da ülke ekonomisine darbe vuracağı endişesi taşımaktadır. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımları ülkemiz ekonomisi açısından büyük önem taşımaktadır. Yabancı yatırımcılar ülkemizi; ekonomik, sosyal, kültürel yönlerden büyük adımlar attırıp ilerletmiş olurken diğer taraftan yabancı yatırımcıların esiri olarak kendi kararlarını kendimizin veremeyeceği duruma düşmemize neden olabilir. Bu sebeple ülke ekonomisine yön verenlerin yabancı portföy yatırımlarında “Gelişim-Esir Olmamak” dengesini çok hassas değerlerle ayarlaması gerekmektedir.

İçinde bulunduğumuz zaman itibariyle portföy yatırımları ekonomik büyüme üzerinde olumlu-olumsuz yanları olduğundan dolayı; farklı iki görüş için net bir sonuca ulaşmak ve kesin değerlendirme yapmak zordur. Yabancı portföy yatırımlarının olumlu-olumsuz yönlerini daha net hissettirebilmesi için zamana ihtiyaç vardır.

Bu çalışmada; Türkiye’ye yapılan yabancı portföy yatırımları olumlu-olumsuz etkileri genel olarak 1980 yılından günümüze kadar incelenmiştir. Yerli ve yabancı kaynaklardan sonuca ulaşmaya çalışılmıştır. Kaynak taramasında 1980’den günümüze olan yayınlara ağırlık verilmiştir. Mevcut veriler kullanılarak 5’inci bölümde portföy yatırımlarının Türkiye’nin ekonomik büyümesi üzerine etkileri ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Sonuç bölümü ise elde edilen sonuçlar doğrultusunda politika önerileri içermektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLGİLİ TANIMLAR VE KAVRAMLAR

1. PORTFÖY YATIRIMLARI

Bir ülkenin para ve sermaye piyasaları tarafından çıkarılan, hisse senedi ve tahvil gibi finansal araçların uluslararası sermaye piyasaları tarafından satın alınması yoluyla yapılan yatırımlara portföy yatırımları denmektedir (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel, 1995: 34).

Çalışmanın bu bölümünde portföy yatırımları biçimindeki sermaye hareketlerine yer verilmiştir. Portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlar, portföy yatırımlarının nedenleri ve portföy yatırımlarının makroekonomik etkileri alt başlıklarıyla sunulmaya çalışılmıştır.

1.1. Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Bu alt bölümde Portföy yatırımları genel olarak; alacak hakkı veren (tahvil, finansman bonusu vb.) sabit getirili finansal araç yatırım enstrümanları ve ortaklık hakkı veren (hisse senedi, ülke fonları vb.) yatırım enstrümanları şeklinde iki ayrı grup halinde incelenmiştir.

1.1.1. Sabit Getirili Finansal Araç Yatırımları

Uluslararası piyasalara ihraç edilen tahviller, finansman bonoları ve mevduat sertifikaları uluslararası sermaye hareketi doğuran, alacak hakkı veren enstrümanlardır. Portföy yatırımı şeklindeki uluslararası sermaye hareketleri genellikle yabancı hisse senedi yatırımları ile ilişkilendirilse de, son yıllarda hazine bonusu ve devlet tahvillerinin de portföy yatırımları kapsamında önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir (Seyidoğlu, 2001: 479).

Hükümetlerin borçlanma maliyetini düşürmek ve ödemeler dengesi açıklarını kapatmak amacıyla, piyasalara yabancı yatırımcıların girişini kolaylaştırıcı düzenlemeler yapmaları, uluslararası piyasalarda tahvil ve bonolara olan talebin artmasında etkili faktörler olmuştur. Ayrıca hazine bonusu ve devlet tahvillerinin

likidite derecesinin yüksekliği ve risksiz varlık olarak kabul edilmeleri bu yatırım araçlarını portföy yatırımları için vazgeçilmez ve alternatifsiz bir kıymet haline getirmiştir (Öztekin, Erataş, 2013 : 1).

Tahvil borçlanmasındaki hızlı genişleme gelişmekte olan ölkelerin makroekonomik göstergelerindeki düzelmenin yanı sıra uluslararası piyasalarda borçlanma maliyet ve vade koşullarındaki iyileşmeyle bağlantılıdır. Bu gelişmeler söz konusu kanaldan ulusal ve kurumsal bazda borçlanmayı özendiren portföy yatırımlarının toplam hacminde önemli bir ağırlığa ulaşmasına neden olmuştur.

Tahvil ihracının meydana getirdiği uluslararası sermaye hareketi, yabancı tahvil ve euro tahvil piyasalarına ihraç edilen tahvillerle sağlanmaktadır. Belirli bir yabancı paraya bağlı olarak düzenlenen ve ilgili yabancı paranın ait olduğu ölkede satışa sunulan yabancı tahviller, özellikle hükümetler tarafından bir finansman aracı olarak kullanılmaktadır. Aynı anda birden çok ölkede birden çok para birimiyle satışa sunulabilen euro tahviller ise, yurt içi mali işlemler üzerindeki kısıtlamalar nedeniyle ortaya çıkmış ve euro tahvil piyasaları hızlı bir gelişme göstermiştir (Berksoy, Saltoğlu, 1998: 10,18).

Kredi değeri yüksek firmalar tarafından, kısa vadeli finansman sağlamak amacıyla yabancı bir para biriminde uluslararası piyasalara ihraç edilen finansman bonoları ve uluslararası piyasada bir bankaya dolar cinsinden mevduat hesabı açtırılması veya tasarruf hesabına belirli bir miktar paranın yatırıldığını gösteren, devredilebilir nitelikte olan mevduat sertifikasının satın alınması işlemleri de, uluslararası portföy sermaye hareketlerinin hacmini arttıran, alacak hakkı veren sabit getirili finansal araç yatırımları olmuştur.

Uluslararası sermaye piyasalarına bir başka giriş yolu olan finansman bonusu ve mevduat sertifikası özellikle gelişmekte olan ölkeler uluslararası sermaye pazarlarından fon sağlamada zorlandıkları zaman tercih edilmektedir. Bu ölkeler tarafından ihraç edilen finansman bonolarının vadesi birkaç gün ile 12 ay arasında değişmektedir. Buna karşın gelişmiş ölkeler 1-2 yıl olmak üzere daha uzun vadeli finansman bonusu ihraç edebilmektedirler (Kaya, 1998: 74).

1.1.2. Hisse Senedi Yatırımları

Ortaklık hakkı veren enstrümanlarla, bir diğer ifadeyle hisse senedi ve çeşitli

türevleriyle yaratılan sermaye hareketi çok farklı şekillerde meydana gelebilmektedir. Hisse senetlerinin meydana getirdiği sermaye hareketleri, hisse senetlerinin yabancı yatırımcılarca ev sahibi piyasalardan (Hoststock Markest) direkt satın alınması, müşterek fonlar, ADR (American Depository Receipts), GDR (Global Depository Receipts) olarak bilinen depo sertifikaları ve uluslararası piyasalara direkt hisse senedi ihracı şeklinde gerçekleşebilir. Gelişmekte olan borsalarda yatırım fonları dahil yabancıların hisse senedi alımı portföy yatırımları içinde en hızlı gelişen araç olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, muhasebe ve bilgi standartlarının iyileştirilmesi ile geniş özelleştirme yatırımcıları hisse senedi yatırımlarına özendirilmektedir (Demircan, 2003: 1).

Hisse senetlerinin yabancı yatırımcılarca ev sahibi piyasalardan direkt satın alınması işlemi gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcılara uygulanan piyasalara giriş ve işlem yapma sınırlamalarının kaldırılmasıyla önemli bir artış göstermiştir. Öte yandan hisse senetlerinin ev sahibi piyasadan doğrudan satın alınması zahmetli, maliyetli ve zaman alıcı bir yoldur. Yatırımcıların bu yolu tercih edebilmesi için, yatırımcı bilincinin gelişmiş olması, gelişmekte olan piyasalar ile onların karakteristikleri hakkında bilgi sahibi olunması ve en önemlisi hisse senedini satın alacağı firmanın faaliyetlerinden sürekli olarak bilgi elde edebileceği bilgi kanallarına sahip olması gerekir. Hisse senedinin yabancı piyasadan doğrudan satın alınması ilgili ülkenin kurum ve kanunlarına tabi olunmasını gerektirir ve bu durum yabancı yatırımcı açısından bir risk unsuru olabilir (Uzunoğlu, 1998: 101).

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı ise, hisse senetlerinin yabancı kişi ya da kuruluşlara satılmasını ifade etmektedir. Uluslararası finansal piyasalara hisse senedi ihracı yoluyla özellikle kamu kuruluşlarının özelleştirilmesinde olduğu gibi birden kote ettirilerek, varlıkların likidite derecesi artırılmakta ve daha fazla tasarruf sahibine hitap edebilme imkanı yaratılmaktadır.

Uluslararası hisse senedi piyasasının gelişiminde, uluslararası kurumsal yatırımcıların, yatırım fonlarının, ülke fonlarının ve hisse senetlerinin taşıdığı hakları temsil eden depo edilebilir menkul kıymet sertifikalarının önemli rolü olmuştur (Tezcanlı, 1994: 8).

1.1.3. Müşterek Fonlar

Yurtdışında yatırım yapmanın kolay yollarından biri, birçok ülkenin menkul kıymeti ile çeşitlendirilmiş müşterek fonlara (Mutual Funds) ait hisselerin satın alınmasıdır. Müşterek fonlara kolay ulaşılması ve işlem maliyetlerinin düşük olması bu fonların kullanımını üzerinde artırıcı bir etki yapmıştır.

Müşterek fonlar yatırım yaptıkları alanlar itibariyle farklı şekillerde isimlendirilmektedir. Piyasa ayrımı gözetilmeksizin dünya genelinde tüm piyasalara yatırım yapabilen fonlar Global Fon, belirli bir bölgede bulunan gelişmekte olan piyasalara yatırım yapan fonlar Bölgesel Fon, bir ülkedeki çok sayıda firmaya yatırım yapan fonlar Ülke Fonu ve belirli bir endüstri veya yeni özelleştirilen şirketlere yatırım yapan uluslararası fonlar ise Özel Fonlar olarak isimlendirilmektedir (Algüner, 2006: 84-85).

Ülke fonları, bir ülkenin menkul kıymetlerinden oluşmuş, ağırlıklı olarak hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerden oluşan bir portföyle uluslararası piyasalara açılma imkanı sunmaktadır. Ülke fonları kapsamında oluşturulan menkul kıymet portföyü uluslararası sermaye piyasalarında pazarlanarak fon sahibi ülke açısından kaynak yaratma imkanı vermektedir. Ülke fonları, bölgesel piyasalara kote olmuş hisse senetlerini ve uluslararası finans merkezlerine kote olmuş gelişmekte olan piyasalara ait firmaların hisse senetlerini (örneğin; ADRs) satın almaktadır (İnandım, 2005: 16).

Ülke fonları, yabancı yatırımcıların direkt ülke piyasalarından hisse senedi satın almasının taşıdığı çeşitli riskleri ve ilave maliyetleri bertaraf etmektedir. Şirket mali tabloları hakkında bilgi edineme riski, sermaye ve temettü kazancının ülkeye transferinde var olan risk unsurları ve yüksek işlem masrafları ülke fonlarına yatırım ile ortadan kaldırılabilir. Ayrıca söz konusu fonlar ile yatırımcılar (İnandım, 2005:17);

- Minimum maliyetle tek bir yabancı ülke pazarında spekülasyon yapabilmekte,
- Ülke fonları ile seçici davranarak kendi kişisel uluslararası portföylerini oluşturabilmekte,
- Pratikte bireysel olarak ulaşılması olanaksız olan gelişen ülke piyasalarında çeşitlendirme yapabilmektedirler.

Ülke fonlarının işlem gördüğü piyasadaki diğer fonlar ve menkul kıymetler ile arasındaki risk-getiri farklılıkları, vergisel düzenlemeler, ülkeler arası faiz oranı farklılaşmaları gibi kriterler, ülke fonuna olan talebi belirlemektedir (Claessens, 1995: 153).

1.1.4. Depo Sertifikaları

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihraç etmenin bir diğer yolu da, ADR ve GDR olarak isimlendirilen ve hisse senetlerini temsil eden depo makbuzlarının yabancı piyasalarda satılması işlemidir. Genel ismiyle depo makbuzları, sahibi tarafından bir depo kuruluşunda koruma altına alınan ve belirli bir meblağdaki menkul kıymete sahiplik hakkı veren, tedavül edilebilen sertifikalardır (Doğukanlı, 2001: 241-242).

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 araçlardır.

Depo sertifikaları, satışı hedeflenen ve kote olunan piyasaya göre farklı isimlerle (ADR, GDR, CDR, IDR) anılabilir. Makbuzlar yalnızca ABD hisse senedi piyasasında işlem görüyor ise, ADR (American Depository Receipts), farklı uluslararası piyasalara eş zamanlı olarak ihraç edilmekte ise GDR (Global Depository Receipt), Avrupa piyasalarına yönelik ise CDR (Continental Depository Receipts), ve ABD doları dışındaki diğer yabancı para birimleri cinsinden, Euro veya diğer ABD dışı piyasalara yönelik olarak ihraç ediliyor ise, IDR (International Depository Receipts) olarak isimlendirilir (Arıkan, 2006: 7).

Bir ülkede ihraç edilecek yabancı menkul kıymetlerin o ülkeye getirilmeden, ihraç edildiği ülkenin dilinde ve o ülkenin öngördüğü şekil şartları altında düzenlenebilmeleri ve ülke mevzuatına uygun bir şekilde arz edilebilmelerini sağlayan bu sertifikaların (Depo Edilmiş Menkul Kıymet Sertifikalarının) en yaygın kullanıldığı ülke ABD'dir.

Depo sertifikaları (ADR olarak), ABD hisse senedi piyasalarında işlem gören diğer ülke hisse senetlerini temsil eden bir makbuzdur. ADR, Amerika'da ihraç edilmiş ve Amerika'da alınıp satılabilen, yabancı bir şirketin hissedarlığını

göstermektedir. Yabancı şirketler, Amerikan yatırımcısının sermayesini çekmek için ABD Doları bazında çıkarılan senetleri kullanmaktadırlar.

Belirli piyasalarda işlem gören ADR'ler, derinliği olan ve likiditesi yüksek varlıklardır. ADR programları sayesinde şirketler yatırımcı tabanlarını geliştirmekte ve hisse senedi fiyatlarını artırmaktadırlar. Bu özellikle küçük ölçekli ulusal sermaye piyasaları olan ülkelerdeki sermayesi geniş tabana yayılmış büyük şirketler için geçerli olmaktadır (TSPAKB, 2007: 209).

ADR'lerin işlem ve yönetim maliyetlerinin müşterek fonlara göre daha düşük olması ADR'leri, yabancı ülke hisse senetlerine yatırımın bir diğer yolu olan müşterek fonlara göre daha avantajlı kılmaktadır. Öte yandan işlem hacmi ve fiyat oluşumu bakımından yabancı hisse senetlerinin asıl piyasası yabancı ülke sermaye piyasasıdır. Bundan dolayı ADR piyasası işlem hacmi daha düşük olan bir uydu piyasa durumunda ve çoğunlukla yabancı ülkeden gelen fiyat sinyallerini esas almaktadır.

1.2. Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Portföy yatırımlarında son yıllardaki hızlı artışın nedenleri önemli bir tartışma konusudur. Özellikle uluslararası finansal piyasalarda yaşanan çeşitli gelişmeler yabancı portföy yatırımlarının hem hacim olarak artmasına hem de bu kadar çok tartışılmasına neden olmuştur. Bu yüzden, araştırmanın bu kısmında öncelikle bu gelişmelerden bahsedilecek daha sonra diğer nedenler üzerinde durulmuştur.

1.2.1. Uluslararası Finansal Piyasalardaki Gelişmeler

Bu alt bölümde, finansal piyasalarda yaşanan ve yabancı portföy yatırımlarına etki eden faktörlerden bahsedilmiştir.

1.2.1.1. Finansal Piyasaların Serbestleşmesi

Finansal piyasaların serbestleşme sürecinde yaşanan en önemli değişiklik olarak, ulusal anlamda faiz ve döviz piyasalarındaki sınırlamalar terk edilmiş ve uluslararası anlamda sermaye hareketlerine serbestlik getirilmiştir. Yirminci yüzyılın

son çeyreğinde, gerek ekonomi ve gerekse mali piyasalarla ilgili olarak ortaya çıkan bu yeni yaklaşımda, piyasalarla ilgili olarak kısıtlama getiren düzenlemelerin yürürlükten kaldırılması, devletin ekonomideki rolünün azaltılması ve sonuçta kaynak dağılımının, üretim ve fiyatlandırmanın piyasa güçlerine terk edilmesi gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda finansal sistemi açık hale getirme ve sermaye hareketlerini serbestleşme yönündeki çabaları hızlandıran ekonomik yapıdaki gelişmeler ise şöyle özetlenmektedir (Öztekin, Erataş, 2009: 7):

- Artan dış ticaret entegrasyonu, finansal yenilikler ve finansal dış açılma ile sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerdeki etkinlik azalmaktadır. Bu durum sermaye hesabını fiili olarak açık hale getirmektedir.
- Ülkeler arası karşılıklı ticaretin gelişmesi sonucunda, finansal sistemlerin açık hale getirilmesi ve kurların serbest piyasa tarafından belirlenmesi ülkeler için bir zorunluluk haline gelmiştir.

Liberalizasyon olarak adlandırılan bu süreç, sanayileşmiş ülkelerde başlamış olmakla beraber, 1980’li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin de katılımıyla uluslararası düzeyde hakim hale gelmiştir. Liberalizasyon alanında atılan adımların en önemlileri, ulusal anlamda faiz oranları ve kredi sınırlamaları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ile döviz piyasalarında kurların serbest piyasada oluşumuna izin verilmesi ve uluslararası anlamda sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve böylece piyasa mekanizmasının etkin işleyişinin önündeki engellerin giderilmesidir (Öztekin, Erataş, 2009: 9).

1.2.1.2. Finansal Ürünlerin Çeşitlilik Kazanması

Finansal sistemin liberalleşmesi ve küreleşmesi yeni finansal ürünleri gündeme getirdiği gibi, uygulanmakta olan finansal ürünlere de yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler sadece piyasalarda ve hizmetlerde değil ürünlerde de ortaya çıkmıştır.

Finansal ürün çeşitliliği ile yatırımcıların daha önce yararlanamadıkları kaynaklardan yararlanmalarına, yine yatırımcıların vergi avantajları nedeniyle getirilerinin artmasına ve risklerin çeşitlendirilerek azaltılmasına olanak

sağlanmaktadır.

Ayrıca yatırımcıların ihtiyaçları da büyük ölçüde sunulan finansal araçlarda ve hizmetlerde yaratıcılığı ve yenilikçiliği zorlamaktadır. Buna göre, menkul kıymet ihraç edenler için faiz oranı riskinden korunma, döviz kuru riskinden korunma, özellikli borçlanma araçları ile yatırımlarını finanse etme ve daha geniş araçlar ile borçlanma ihtiyaçları ön plandadır. Yatırımcılar açısından ise faiz ve döviz kuru risklerinden korunma, menkul kıymetlerdeki fiyat dalgalanmalarından korunma, risklerin çeşitlendirilmesi ve geniş portföylerini yeniden yapılandırma ihtiyaçları ön plana çıkmaktadır (Dooley, Eduardo, Kenneth, 1996: 27).

1.2.1.3. Bilişim Teknolojilerindeki Gelişmeler

Bilişim teknolojileri ile telekomünikasyon ve ulaştırma alanlarında sağlanan yeni gelişmeler, yatırımcıların çok farklı mekanlarda olmalarına karşın, değişik finansal merkezlerde işlem yapabilmelerine, bu işlem kararlarını almalarına yardımcı olan enformasyona ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Piyasalar arasında sağlanan bilgisayar bağlantılarıyla finansal ürünlerin takas ve saklama işlemlerinin daha az maliyetlerde gerçekleşmesi ve günün 24 saatinde dünyanın çeşitli piyasalarında işlem yapılabilmesi mümkün kılınmıştır (Başoğlu, 2000: 91).

Sermaye piyasaları için kullandıkları ileri bilişim teknolojileri kendilerine rekabet avantajı sağlama ve rakiplerinden farklı kılma konusunda en önemli unsur olmaktadır. Bu nedenle teknolojinin ilgili finansal piyasalar için stratejik önemi bulunmaktadır.

1.2.1.4. Diğer Gelişmeler

Finansal piyasaların daha istikrarsız bir hale gelmesi ve geçmiş yıllarda yaşanan krizler nedeniyle, piyasaların daha etkin ve güvenlik içinde işleyişini sağlamak için ulusal ve uluslararası kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası ve Basel Komitesi) tarafından bazı çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlar/tavsiyeler birçok ulusal ekonomi tarafından uygulanmaktadır. Bankacılık krizi sonrası Türkiye için verilen tavsiyeler de şu şekilde sıralanabilir (TSPAKB, 2007: 95):

- Piyasa katılımcılarının daha öngörülü hareket etmelerinin sağlanması yönünde bazı standartların getirilmesi ve düzenleme yaklaşımının piyasaların sınırlanmasından, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumların daha sağlam bir yapıda faaliyet göstermesi boyutuna kayması,
- Mali piyasalarda şeffaflığın sağlanması ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının öneminin artması,
- Gözetim sistemlerinin geliştirilmesi ve uluslararası anlamda işbirliği ve koordinasyonun sağlanması,
- Uluslararası mali kurumların yeniden yapılandırılması ve uluslararası piyasalarda nihai kredi açıcı fonksiyonunu görece merkez bankası benzeri bir mali kurumun şekillendirilmesi,
- Çok uluslu mali kurumların finansal risk yönetimi konusunda geliştirilmeleri ve faaliyetlerinin daha şeffaf hale gelmesi.

1.2.2. Yatırım Yapan ve Yatırım Yapılan Ülkelere Özgü Nedenler

Yabancı yatırımcıların bir ülkeye portföy yatırımı yaparken dikkate aldığı çeşitli faktörler vardır. Düşük kredi değerliliği, yüksek ve değişken enflasyon hızı, gelişmekte olan hisse senedi piyasasında sınırlamalar, düzenli bir muhasebe sisteminin bulunmaması, modern iletişim eksikliği, uluslararası menkul kıymet ve ülke fonu sayısının azlığı, uzun dönemde büyüme hızının yavaşlaması, döviz kurları faiz oranlarının sürekli dalgalanması, ülkede türev piyasaların varlığı gibi unsurlar bir ülkeden diğerine gerçekleşen portföy akımlarını etkilemektedir. Bu gibi yatırım yapılan ülkeye özgü unsurlara çekici faktörler denir (Saritaş, 2013: 3).

Ancak uluslararası yatırımın gerçekleşmesi için sadece yatırım yapılan ülkede ya da piyasada bu gibi faktörlerin varlığı yeterli olmayabilir. Yatırımın geldiği ülkede faiz oranlarının düşük olması ya da düşecek olması yönünde piyasada oluşan beklentiler, sermaye piyasalarında düşük getiri oranları, iyi çeşitlendirme yapamama gibi faktörler yabancı portföy akımlarına neden olabilir. Bu tür faktörlere ise itici faktörler denir (Enders, 2004: 53).

1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelere doğru gözlemlenen portföy sermaye hareketlerinde, gelişmiş ülke piyasalarının düşük getiri

oranları sermayenin ülke dışına çıkmasında itici faktör olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarının yüksek getiri oranlarına sahip olması çekici faktör olmuştur. Aynı dönemde portföy sermaye hareketlerinde görülen artışta, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranı düşüşleri ve büyüme hızı yavaşlamaları gibi itici faktörler, sermayenin bu ülkelere çıkmasına neden olmuştur.

Ancak portföy sermaye hareketlerindeki artışın sebebi, sadece kaynak ülke koşullarına bağlanamaz. Yatırım yapılan ülkenin kredi değerliliği, getirilen yeni düzenlemeler, fırsatlardan yararlanarak portföy çeşitlendirme isteği ve yatırımcının enformasyon olanağının gelişmesi gibi faktörler de gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy akımlarını motive edici rol oynamaktadır.

Literatürde portföy yatırımlarına etki eden faktörleri araştıran birçok çalışma mevcuttur. Yapılan bu çalışmalarda, sermaye ihraç eden ülkelerin tahvil faiz oranları ve hisse senedi piyasası getiri oranlarındaki değişikliklerin, benzer şekilde sermaye ithal eden ülkelere ise piyasalarda var olan yüksek getiri imkanları, yapısal reformlar, politik gelişim, özelleştirme faaliyetleri ve hedef döviz kurlarının önceden ilan edilmesi gibi değişkenlerin portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Örneğin, Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketleri bölge ülkelerinin dışında meydana gelen gelişmelerden daha fazla etkilenmekte, özellikle de ABD'deki faiz oranlarının düşmesi ve yaşanan ekonomik durgunluk bölgeye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklayan önemli değişkenler olmaktadır. Başka bir grup iktisatçı ise, bölgeye yönelen portföy akımlarının nedeni olarak birçok Latin Amerika ülkesinin borç krizinden sonra uyguladıkları geniş çaplı reformları göstermektedirler (Şamiloğlu, 2002: 173).

Birçok ülkede uygulanan bu reformlar, borç indirimi anlaşmaları ile büyüme ve kredi değerliliği artış beklentileri yaratarak, yabancı yatırımcılar için güven ortamı oluşturmuşlardır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının nedenlerinin araştırıldığı başka bir çalışmada, portföy sermaye hareketlerini yönlendiren temel gücün uluslararası faiz oranları olduğu ülkeye özgü faktörlerin de ikincil derecede öneme sahip olduğu görülmüştür. Sermaye hareketlerinin nedenlerinin %14'ü alıcı ülkelere özgü faktörlerce açıklanırken, %86'sı dış faktörlerce (sermaye ihracı yapan ülkelere özgü faktörlerce) açıklanmaktadır. Arjantin, Kore ve Meksika'ya yönelen

sermaye hareketlerinde ülkeye özgü faktörlerin etkisi ön plana çıkmakla birlikte, dış faktörlerin etkinliği de belirgin olarak hissedilmektedir. İç faktörler içerisinde yer alan ülkenin kredi değerliliğindeki düzelmeler, sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamakta bazı ülkelerde etkili olabilmektedir (Claessens, 1995: 3).

Gelişmekte olan ülkelerde, yatırım riskini ve kazanç fırsatlarını yansıtan kredi notları ve ikincil piyasalardaki borçlanma bedelleri portföy yatırımlarını belirleyen etkenler arasında bulunmaktadır. Konu borçlu ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasa fiyatları ve ülkelerin kredi değerlilikleri açısından ele alındığında, uluslararası faiz oranlarının düşmesinin borçlu ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasa fiyatlarını yükselttiği, kredi değerliliklerinin artmasıyla birlikte ülkelerin büyük sermaye hareketlerine ev sahipliği yaptığı, fakat gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının tekrar yükselişe geçmesiyle, tahvillerin ikincil piyasa fiyatlarının düştüğünü ve sermaye hareketlerinin azaldığı görülmüştür.

Portföy sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin bir diğer nedeni olarak “pozitif dışsallık” etkisi gösterilmektedir. Merkez dışına yayılan uluslararası sermayenin yarattığı “pozitif dışsallık” etkisi sermayenin bir ülkeye girdikten sonra mekan olarak yakın ülkelere yayılmasına da neden olmaktadır. 1990’ların başında özellikle Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerinin, makro göstergelerinde iyileşme sağlamış Meksika ve Şili gibi ülkelerin yanında, Brezilya gibi makro göstergelerinde düzelme sağlamamış ülkelere de yönelmesi “pozitif dışsallıkla” açıklanmaktadır (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel: 57).

Latin Amerika bölgesinde 1980’li yıllar, uzun vadeli ticari banka kaynaklarına dayanan borçlanma yılları olmuştur. Portföy akımlarının 1990’lı yıllarda Latin Amerika bölgesinde yoğunlaşmasında, gelişmekte olan borsaların büyümesini hazırlayan faktörler ile birlikte ticari banka kaynaklı finansman eğiliminin değişmesi rol oynamıştır.

İç ve dış borç baskısı altında olan birçok gelişmekte olan ülke, finansman ihtiyaçlarını ticaret ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından sağlamaya başlamışlardır. Söz konusu ülkelerde reel faizlerin yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması portföy yatırımlarının ilgili ülkelere doğru yönelmesine yol açmıştır.

Sermaye hareketlerine konu olan ülkeler için portföy yatırımlarını belirleyen

en önemli etkenler şunlardır (Selimata, 2003: 10);

- Yüksek ekonomik büyüme oranı
- Döviz kurlarında istikrar
- Genel makroekonomik istikrar
- Merkez Bankası tarafından tutulan yabancı döviz rezervi
- Yatırım riski göstergesi olan kredi notları
- İkincil piyasalardaki işlemlerin derinliği
- Faiz oranları
- Tahvil ve hisse senetlerinin likitidesidir.

1.2.3. Uluslararası Çeşitlendirme

Son yıllarda portföy yatırımlarındaki artışın nedeni olarak, gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerinin, gelişmiş ülke yatırımcıları için iyi bir portföy çeşitlendirmesi imkanı sağlıyor olması gösterilmektedir.

Yatırım araçlarının riskleri ve beklenen getirileri üzerindeki belirsizlik, çok sayıda menkul kıymetin bir araya getirilmesiyle oluşturulan portföylerin etkin yönetilmesiyle azaltılabilmektedir. Bu sayede uluslararası çeşitlendirme yoluyla yatırımcılar risk-getiri dengesini kurmaktadır. Yatırımcının portföyünü uluslararası menkullerle çeşitlendirmesi, yalnızca yerli menkullerden oluşan bir portföye kıyasla aynı risk düzeyinde daha yüksek getiri elde edilmesine veya aynı beklenen getiri oranının daha düşük riskle elde edilmesine olanak sağlamaktadır.

Aynı ekonomi içerisinde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinden oluşturulmuş bir portföyün sistematik riskinin, yurtiçi çeşitlendirmeye belirli bir noktadan sonra düşürülememesi uluslararası çeşitlendirmeyi cazip hale getirmiştir. Ülkeler arası ekonomik ve siyasal konjonktürlerin farklı olması değişik ülkelerin aynı anda farklı gelişmelerle karşı karşıya olduğunu göstermektedir. Bu nedenle yerli menkullerin yanında yabancı menkullerle çeşitlendirilmiş bir portföyde ülkeler arası olumlu ve olumsuz etkilerin birbirini dengelemesi sayesinde daha istikrarlı bir getiriye ulaşılması söz konusu olmaktadır (Ayvaz, Baldemir, Ürüt, 2006: 178).

Menkul kıymet getirileri arasındaki uluslararası korelasyonun görece olarak

düşük olması, yatırımcıya portföy riskini azaltabilmesi için yerel çeşitlendirmeden ziyade uluslararası çeşitlendirme yapması gerektiğinin işaretini vermektedir. Böylece portföy riskinin azaltılması ile uluslararası çeşitlendirmeden sağlanacak kazanç düzeyi, uluslararası korelasyon yapısına bağlı kalmaktadır.

1.2.3.1. Portföy Yatırımlarında Uluslararası Çeşitlendirme

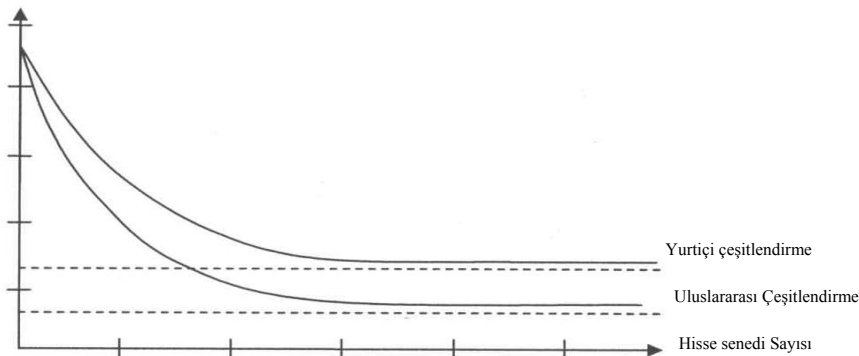
Uluslararası portföy yatırımlarında amaç, yurtiçi piyasalarda yapılan portföy yatırımlarında olduğu gibi birbiriyle yüksek korelasyona sahip olmayan finansal varlıkları bir araya getirerek, beklenen getirileri düşürmeden riski azaltmaktır (Yeldan, 2001: 55).

Uluslararası portföy çeşitlendirmesi ile ilgili görüşler, yurtiçi portföylere uluslararası olarak çeşitlendirilmiş portföylerin göre aynı beklenen getiri düzeyi için daha düşük risk, veya aynı risk düzeyi için daha yüksek getiri sağlayabileceğini ifade etmektedir. Bu sebeple sadece yurtiçi finansal varlıklara yatırım yapıldığı takdirde, gereğinden fazla risk taşınırken elde edilebilecek daha yüksek potansiyel getiriden de mahrum kalınabilmektedir.

Uluslararası çeşitlendirme imkanının yanı sıra, uluslararası yatırım yapılması, yatırımın performansını artırma fırsatı sağlayan yatırım alternatiflerinin sayısını da çoğaltmaktadır. Uluslararası portföy yatırımlarının portföye konulabilecek yatırım araçları kümesini büyütmesi, yatırımcılara aynı getiriyi sağlayacak yatırımlardan riski daha düşük olanının ya da aynı risk düzeyindeki yatırımlardan getirisinin daha yüksek olanının tercih edilmesi imkanını sağlamaktadır (Durusoy, 2013: 3).

Şekil 1: Uluslararası Çeşitlendirme

Standart Sapma (%)



Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği:96

Bir portföyde uluslararası menkul kıymetlere yer verilmesi, portföyün toplam riskinin düşmesine neden olmaktadır. Şekil 1’de görüldüğü üzere, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, yurtiçi menkul kıymetleri kapsayan bir portföye göre çok daha az risklidir.

ABD ekonomisi üzerine yapılan bir araştırmada, yalnız bu ülke hisse senetlerinden oluşturulan bir portföyün tam çeşitlendirmesi ile riskin, tipik bir Amerikan hisse senedi riskinin yüzde 27’sine kadar düşürülebileceğini göstermiştir. Söz konusu ülkede tam bir portföy çeşitlemesi, bireysel hisse senedi yatırımıyla karşılaştırıldığında portföy riskini %73 oranında azaltmaktadır. Öte yandan, ABD dahil tüm uluslararası hisse senetlerinin kullanılmasıyla oluşturulan portföylerde ise riskin tipik bir Amerikan hisse senedi riskinin yüzde 11,7’sine kadar düşürülebileceği ortaya çıkmıştır. Bunun anlamı uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, sırf yerli menkul kıymetlerden oluşan portföye göre yarı yarıya daha az risklidir.

1.2.3.2. Portföy Yatırımlarındaki Risk Faktörleri

Uluslararası portföy yatırımları kullanılan finansal aracın türüne, yatırım yapılan ülkeye ya da bölgeye ve yatırımcının risk tercihlerine göre bazı risk unsurlarını içermektedir. Bu riskler finans literatüründe iki temel gruba ayrılmaktadır (Oktayer, Susam, 2007: 41):

- Sistematik (çeşitlendirilemeyen) risk,
- Sistematik olmayan (çeşitlendirilebilen) risk,

Sistematik risk kavramı aynı pazarda bulunan her bir finansal varlığın sahip olacağı piyasa riskini ifade etmektedir. Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanan sistematik risk, tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tümünü etkilemektedir. Global risk de denilen bu riskin kaynağını, dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyen her türlü olaylar oluşturmaktadır. Sistematik riskin bu özelliğinden dolayı kontrol edilmesi olanaksızdır. Sistematik risk, çeşitlendirme yolu ile yok edilemeyen risk şeklinde de tanımlanmaktadır. Sistematik risk kaynaklarını faiz oranı riski, satın alma gücü (enflasyon) riski ve piyasa riski oluşturmaktadır (Oktayer, Susam, 2007: 42).

Sistemik olmayan risk kavramı ise çeşitlendirme yolu ile ortadan kaldırılabilen risk gruplarını içermektedir. Risk grupları arasında, bir ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal koşullarıyla bağlantılı riskleri içeren ülke riski, yatırım yapılan ülkenin para birimine göre ortaya çıkan kur riski ve yatırım yapılan faaliyet kolundan kaynaklanan sektör riski ve firma riski sayılmaktadır.

Uluslararası portföy çeşitlendirme fırsatları, dünya piyasalarından kopuk sermaye piyasalarına sahip ülkelerde dünya piyasaları ile entegre olmuş piyasalara sahip ülkelere göre daha fazladır. Fonlarını iç piyasaya bağlayan yatırımcılar sadece yerel sistemik olmayan risk çeşitlendirebilirler. Daha fazla çeşitlendirme fırsatları ise yabancı piyasalar ile mümkündür. Uluslararası portföy yatırımlarında, yurtiçi sistemik risk ya da onun bir bölümü çeşitlendirebilir hale gelebilir. Uluslararası yatırımcılar yerel çeşitlendirebilir riskin yanı sıra, diğer türlü çeşitlendirilemez olan sistemik riskin bir kısmını da yok edebilirler.

1.3. Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerini iki açıdan değerlendirmek doğru olmaktadır. Bunlardan ilki portföy hareketlerinin ekonominin reel gelişimi üzerindeki etkisidir. İkinci etki alanı olarak portföy sermaye girişinin finansal alanda ortaya çıkardığı etkileşim ve bunun olası sonuçları bulunmaktadır (Konuralp, 2001: 20-23).

1.3.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri

Literatürde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının, tasarruf açığı kavramına dayandığını ileri süren görüşler mevcuttur. Bu görüşlere göre, dış tasarruflar yurtiçi tasarruf açığını kapatmakta ve bu sayede yatırımları ve büyümeyi sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1980'li yılların ilk yarısından itibaren uygulanan finansal serbestleşme programlarının temelinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olduğu yaklaşımı yatmaktadır. Buna göre, finansal serbestleşmeyle faizlerin artması sonucu, tasarruflar; üretken olmayan aktiflerden bankacılık sektörüne ya da yeni oluşacak finansal kurumlara yönelecek ve bu

fonların verimli yatırımlarda kullanılmasıyla hızlı ekonomik büyüme sağlanmış olacaktır (Calvo, Leiderman Reinhart, 1990: 128).

Öyle ki finansal gelişmeyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmalarda gerek banka gerek hisse senedi piyasalarının genişlemesinin reel iktisadi büyümeye katkıda bulunduğu ortaya konulmuştur.

Uluslararası sermaye yatırımları, ekonomik gelişmeyi sadece yerel ekonomilerde değil, artan bir şekilde yabancı ülkelerde de desteklemektedir. Uluslararası sermaye hareketleri ekonomik gelişmenin öncelikli bir aracı durumundadır ve gelişen ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman desteği yaratmaktadır. Ekonomik gelişmede özellikle hisse senedi ihracı daha önemli bir finansman kaynağı haline gelmektedir (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1996: 123).

Sermaye ithalatçısı ülke bakımından hisse senedi portföy yatırımları uzun vadeli ve ucuz bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Yabancı sermaye hem başlangıçta getirdiği sermaye hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini arttırabilmektedir. Getirilen dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı arttırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ayrıca ödemeler dengesini düzeltici yönde etkide bulunmaktadır.

Portföy sermaye hareketlerinin farklı yapısı son yirmi yılda borçlanan ve borç veren taraflar arasında oluşan önemli yapısal değişimleri yansıtmaktadır. Bu değişimler, uzun vadeli finans kaynağı olarak kurumsal yatırımcıların artan önemini vurgulamaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörünün hakim olduğu bir borçlanmadan, özel ve kamu sektörü arasında dağılan daha dengeli bir borçlanma yapısına geçilmiştir. Portföy akımları ise, gelişmekte olan piyasalarda sermaye maliyetini azaltmakta ve uluslararası yatırımcı ile gelişmekte olan ülke arasında önemli bir risk paylaşımı sağlamaktadır (Kepenek, Yentürk, 1998: 229).

Global finansal piyasalara entegrasyon sağladığı avantajların yanı sıra dezavantajları da bulunmaktadır. Uluslararası sermaye akımlarından yararlanmak amacıyla ekonominin dışa açılması ve mali piyasalarda serbestleştirme ülke ekonomisinde makroekonomik istikrarsızlığın var olması durumunda istikrarsızlığı arttırıcı ve derinleştirici bir rol oynamaktadır.

Makroekonomik dengesizlikler içindeki bir ekonomide yabancı sermaye girişini özendirici uygulamalar, eğer ülkede bütçe açıkları kronik bir soruna

dönüşmüşse, bütçe açıklarının devamına neden olabilmektedir. Ekonomide artan sermaye girişi hükümetlere daha kolay borçlanma olanağı sağlamakta ve bu durum bütçe açığının katlanarak devam etmesine neden olmaktadır.

Özellikle portföy yatırımları içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmektedir. Bu nedenle söz konusu yatırımlar kalkınmanın finansmanına katkıda bulunabildikleri gibi, ülke ekonomisinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesinin kötüleşmesi gibi olumsuz etkilerde yaratabilmektedirler (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel: 54).

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri konusunda ilgili literatüre, gelişmekte olan ülkelerde peşi sıra gerçekleşen krizler damgasını vurmuştur. Büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerin kriz deneyimleri ile pekişen finansal sermaye hareketlerinin söz konusu ülkeler üzerindeki etkileri şu şekilde özetlenebilmektedir (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel: 56):

- Gelişmekte olan ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır.
- Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış ise yurtiçi hasılayı arttırmaktadır.
- Gelişmekte olan ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması halinde ithalattaki artışa bağlı olarak söz konusu ülkeler büyük oranlarda cari işlemler açığı ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

1.3.2. Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri

Sermaye piyasaları şirketlerin kaynak yetersizliklerinin çözümüne, hisse senedi ve tahvillerinin kolayca pazarlanmasına yardımcı olurken, aynı zamanda mülkiyeti yaygınlaştırmakta ve küçük tasarruf sahiplerine cazip gelir imkanları sağlamaktadır (Erkiletlioğlu, Gürler, 2007: 13).

Bununla birlikte, hisse senedi piyasaları diğer finansal piyasalara göre aktif çeşitliliği açısından daha zengin olduğundan yatırımcı servetinin farklılaştırılması da

daha kolay olabilmektedir. Bu nedenle sermaye piyasaları, yatırımcıların yüklendiği riski ve sermaye maliyetini azaltmaktadır (Aslan, 1997: 77).

Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasalarını canlandırıcı bir rol oynamaktadır. Ekonomik büyüme için global sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, ekonomide özelleştirme gibi araçlarla yapısal reformlara gidilmesine neden olmaktadır. Özelleştirmelerin sermaye piyasalarındaki canlandırıcı etkisinin yanı sıra uluslararası yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi fiyatlarını artırmakta, yerel piyasalardaki ilginin de bu piyasalarda yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

Yabancı portföy yatırımları sayesinde ülkelerdeki düşük sermaye maliyeti ve canlanan hisse senedi piyasası, yeni hisse senedi ihraçlarını özendirici yönde bir etki yaratabilmektedir. Aynı zamanda, bir ülkedeki portföy yatırımlarının artması, yurtdışı sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Artan piyasa likiditesi beraberinde piyasa derinliği getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlamaktadır (Masood, Sudarshan, 1993: 11).

Uluslararası portföy yatırımlarının giderek önem kazanmasında yabancı yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında giderek artan bir sayıda marjinal alıcı olmaları ve marjinal alıcılar olarak fiyatları kontrol etme imkanına sahip olmaları gösterilmektedir. Uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları ya da piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir.

Öte yandan yabancı yatırımcıların getirileri büyük ölçüde döviz kurundaki harekete bağlı olduğu için, yabancı sermaye piyasadaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır. Örneğin dış ticaret hadlerinin bozulması gibi önemli bir şok paranın değer kaybına yol açtığından hem hisse senedi fiyatları düşmekte, hem de sermaye çıkışı yaşanmaktadır. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında fiyatların yükseleceği beklentileri hakim ise, döviz kurunun değer kazanmasıyla sermaye girişi yaşanacaktır (Turner, 2009: 20).

Sonuç olarak, portföy yatırımları ile döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Öyle ki, istikrarsız bu iki piyasa portföy

yatırımları ile birbirine bağlanmakta ve karşılıklı etkileşim sonucunda finansal krizler doğurabilmektedir. Konuya bu boyutu ile bakıldığında, portföy sermaye hareketlerinin finansal bir krize yol açmaması için finansal ve mali serbestleşmeden önce finansal sektörlerin finansal altyapısının sağlam temellere oturtulması gerekmektedir. Bu çerçevede, etkin bir fon aktarım mekanizmasının olması gerekmektedir. Etkinliğin ise, fon aktarım mekanizmasını oluşturan aracı kurumların sayısının artmasından öte, en iyi kullanıcıya en uygun fiyatla ulaşılması yönünde olması önerilmektedir (Yeldan, 1997: 156).

Ayrıca, artan portföy sermaye hareketlerini sektörel düzeyde gerekli alanlara kanalize edebilmek için uygun bir kurumsal çerçevenin oluşturulmuş olması gerekmektedir. Fon arz ve talebinde aracılık yapan kurumun -bankacılık sistemi ya da borsa- seçimi bu noktada önem kazanmaktadır. Çünkü aracı kurumlar, fonların nihai kullanımını etkilemektedirler. Hükümet düzenlemeleri kadar, finansal sektörün denetleyici fonksiyonlarının da iyileştirilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Aslında ülkelerin portföy akımlarından yararlanmalarının en önemli koşulu, sağlıklı bir bankacılık sistemine sahip olmalarından geçmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE PORTFÖY YATIRIMLARI

2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME BAĞLAMINDA PORTFÖY YATIRIMLARI

Günümüzde, dünya ekonomisinde yaşanan en önemli olgulardan birisi, 1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980’li yıllarla birlikte gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamaları ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Bunun bir sonucu olarak, dünya ekonomisi, 1980’li yıllar ve sonrasında bir değişim sürecine girmiştir. Yaşanan finansal krizler, ülkenin gelişmesinde aktif rol oynayan sermaye piyasalarının etkinliğini azaltarak, yerli ve yabancı yatırımcıların piyasayı terk etmelerine neden olmaktadır. Yaşanan krizler makroekonomik göstergelerin ve sosyal yapının bozulmasına yol açmaktadır (Karaca, 2010:157-173).

2.1. 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. Bu alt bölümde, 1980’li yıllarda dünya ekonomilerinde yaşanan finansal serbestleşme süreci irdelenmektedir. Finansal serbestleştirmeyi hazırlayan ortamdan bahsedildikten sonra finansal serbestleşme kavramı açıklanmakta ve finansal serbestleşmeye yönelik kuramsal yaklaşımlar ortaya konulmaktadır.

2.1.1. Finansal Serbestleşmeyi Hazırlayan Ortam ve Deregülasyon Süreci

1929 yılında yaşanan Büyük Buhran’da uygulanan liberal politikalar, bu büyük krizden çıkmakta başarısız olmuştur. Önce ABD’de ortaya çıkan bu büyük bunalımda, gerçekleşen yüksek işsizlik oranları (Almanya’da %40, ABD’de %50, Fransa’da %30’a yakın işsizlik) ve yoksulluk diğer ülke ekonomilerine de sıçramıştır. Dünya ekonomisi Büyük Buhran’dan çıkış yolunu, John Maynard Keynes’in formüle ettiği ekonomiye devlet müdahaleleri ile bulmuştur.

Keynes, 1936 yılında yayınladığı “General Theory of Employment, Interest and Money” adlı kitabında bir taraftan krize çareler sunarken bir taraftan da makro iktisadın temellerini atmış ve devlet müdahalelerinin formülünü ortaya koymuştur. Deflasyonist bir gelişmeden depresyona geçen kapitalist dünya ülkeleri ekonomilerini devlet müdahaleleri ile canlandırmışlardır (Eğilmez, 2009:60).

İkinci Dünya Savaşı'nın bitişi ile 1945-1974 yılları arasında “Altın Çağ” dönemi yaşanmıştır. Bu dönemin altın çağ olarak adlandırılmasının nedeni makroekonomik göstergeler açısından olumlu gelişmelerin yaşanması, yüksek büyüme oranlarına erişilmesi ve buna bağlı olarak tüm dünyada bir refah artışı sağlanması ve yoksulluğun azalarak gelir dağılımında görece bir düzelmeye yaşanmasıdır (Akseki, 2004: 5).

Altın Çağ mikro düzeyde Fordist üretim sisteminin, makro düzeyde ise Keynesyen Refah Devleti politikalarının hakim olduğu bir dönemdir. Keynesyen Refah Devleti sistemi özünde liberaldir ve devletin modifiye edilmiş hali denilebilmektedir. Bu sistemde, çeşitli şekillerde piyasaya müdahalelerde ve düzenlemelerde bulunulur. Bu dönemde yaygın bir şekilde refah devleti uygulamaları görülmektedir. Vatandaşlar için asgari düzeyde yaşam standartlarının sağlanmasını amaçlayan yeniden dağıtım politikaları, refah devleti uygulamalarının en temel fonksiyonudur. Refah devletinin uygulamaları arasında transfer harcamaları, geniş bir sosyal güvenlik ağı, aile yardımları, işsizlik sigortası ve güvencesi sağlamak, kolektif ücret pazarlıkları gibi politikalar yer almaktadır (Akseki, 2004: 13).

Bu dönemde ortaya çıkan Fordist üretim sisteminin önemli unsurlarından birisi, yığın üretime karşılık gelecek düzeyde talep yaratılması gerekliliğidir. Refah devleti de bu noktada devreye girmektedir. Yukarıda ifade edilen uygulamalar yani talep genişletici Keynesyen politikalar sayesinde yığın üretime karşılık gelecek düzeyde talep yaratılmaktadır (Akseki, 2004:13).

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, bahsedilen 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. Bunalımdan çıkış yolu olarak geriye kalan tek seçenek sermayenin hızla finansal yatırım alanlarına çekilmesi ve uluslararasılaşması, yani yeni tipte bir uluslararası iş bölümünün 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).

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. Çözüme 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).

2.1.2. Finansal Serbestleşmenin Tanımı

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 (Coşgun, 2006:3). 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).

2.1.3. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar

Finansal serbestleşme kavramının teorik temelleri, McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen “Finansal Baskı Kuramı”na dayanmaktadır. 1973 yılında, McKinnon ve Shaw ayrı ayrı yazdıkları kitaplar ile bu kuramın temel yapısını ortaya koymuşlardır. Bu kuram, tam rekabet, tam bilgi akışı, kaynakların tam kullanımı ve fiyatların tüm bilgileri yansıttığı varsayımlarına dayanan neoklasik iktisadın finansal piyasalara bakışını yansıtmaktadır. McKinnon ve Shaw gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının baskı altında olduğunu vurgulamışlar ve yaptıkları analizlere de “Finansal Baskı Analizleri” adını vermişlerdir (Dinç, 1999:20).

Finansal baskı kuramına göre, gelişmekte olan ülkelerde Keynesyen görüş çerçevesinde faiz oranları ve mali piyasalar baskı altında tutulmaktadır. Faiz oranının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmeyerek baskı altında tutulması yani idari kararlarla belirlenmesi genellikle negatif faiz oranlarına neden olmaktadır. Negatif faiz oranları ise, ekonomideki tasarruf oranlarının düşmesine ve ekonomide tüketim eğiliminin artması sonucuyla birlikte finansal sistemdeki ödünç verilebilir fon arzında bir daralmaya neden olmaktadır. Böylece, kaynaklar optimum şekilde kullanılamamaktadır (Gürbüz, 2006:16).

McKinnon ve Shaw’ın finansal baskı kuramına göre, faiz oranları ile tasarruflar arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılarak, piyasa güçleri tarafından serbestçe belirlenmesi sağlanırsa, ekonomideki ödünç verilebilir fonların arzında artış sağlanabilecektir. Serbestçe belirlenen faiz oranları negatiften pozitive dönmektedir. Faiz oranlarındaki artışla uyarılan mevduat artışı bankacılık kesiminin kredi yaratma kapasitesini ve finansal piyasaların işlevini artırarak gelişimini sağlayabilmektedir (Uçak, 2006:11; Dinç, 1999:21).

Finansal serbestleşme teorisinin esas amacı, tasarruf-yatırım açığını azaltmak, ekonomideki yatırımların finansmanı için gerekli olan tasarruf arzını artırmak ve böylece ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu da iki şekilde gerçekleşmektedir:

İlk olarak, baskı altındaki faiz oranlarının serbest bırakılması ekonomideki tasarrufları artırmakta ve ekonomik birimler gelirlerinin önemli kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlamaktadırlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açarak yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırmaktadır. Serbest bırakılma sonrası faiz oranlarının artması girişimcilerin yatırım talebini olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fon arzı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme olumlu yönde etkilenmektedir. Bununla birlikte, girişimcilerin faiz geliri elde etmeyi yatırım yapmaya tercih etmemesi için mevduat faiz oranının, sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmaması gerekmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:3).

Finansal serbestleşme sonrasında yurtiçi tasarrufu yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı artmakta, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelmektedir. Sonuçta, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesi sağlanmaktadır.

İkinci olarak da finansal serbestleşme ile birlikte yatırımların finansmanı için iç ve dış kredi bulma olanakları artmaktadır. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse etmektedirler böylece yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artmakta bu da ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:3).

Özetlemek gerekirse, McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, ekonominin etkin bir şekilde işleyebilmesi için devlet finansal piyasalara müdahale etmemelidir. Mevduat ve kredi faiz oranları piyasa koşullarında, arz ve talebi dengeleyen rekabetçi bir fiyat şeklinde oluşmalıdır. Bu yaklaşıma göre, ülkenin yatırım hacmi toplam tasarrufların artmasıyla birlikte yükselecektir. Toplam tasarruflar ise, baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, yurtiçi finans piyasalarına girmeyen tasarrufların serbestleşme sonrası finansal sisteme girmesiyle artacaktır. Yaklaşımın varsayımına göre, yurtiçi kredi dağıtımını da devlet müdahalesi yerine rekabetçi piyasa koşullarında yapıldığında yatırımların verimliliği artacak, böylelikle ekonominin büyüme hızını yükseltecektir (Uçak, 2006:13).

Neoklasik McKinnon-Shaw finansal serbestleşme yaklaşımı, 1980'lerden itibaren çeşitli eleştirilerle karşılaşmıştır. McKinnon-Shaw yaklaşımını eleştirenlere göre, bu görüş gerçekçi olmayan iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlardan birincisi finansal piyasaların etkin çalıştığı kabulüdür. İkincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyerek, faiz oranının ülkeler arasında eşitleneceğinin kabulüdür. Eleştiriler, günümüz piyasalarında tam rekabet koşullarının geçerli olmaması, finansal piyasaların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi noktalarında bulunmaktadır (Yentürk, 2003:9).

Neo Keynesyen Yaklaşım ve Yapısalci Yaklaşım, McKinnon-Shaw yaklaşımına karşı geliştirilen iki temel eleştirel yaklaşımdır. Yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşme McKinnon ve Shaw'ın teorisinin ana amacı olan ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Yapısalci yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerde ikili bir finansal yapı bulunmaktadır: bankacılık ağırlıklı resmi (formel) ve gayri resmi (enformel) fon piyasası. Buna göre hane halkları varlıklarını banka mevduatları, gayri resmi piyasalarda ve altın ve gayrimenkul gibi verimsiz varlık olan alanlarda tutmaktadır. Banka mevduatı ve gayri resmi piyasalar ile verimsiz varlıklar arasında ikame ilişkisi bulunmaktadır. Firmalar bankalardan yatırımları için kredi alabileceği gibi, gayri resmi piyasalarda doğrudan tasarruf sahiplerinden de kredi alabilmektedir. Yapısalci yaklaşıma göre, bu nedenle gayri resmi piyasalar gelişmekte olan ülkelerde önemli makroekonomik role sahiptir ve yaygın bir uygulamadır (Uçak, 2006:13-14, Dinç, 1999:75).

Yapısalci yaklaşım McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine finansal serbestleşme sonrası artan faiz oranlarının yatırımlar için gerekli olan ödünç verilebilir fonların arzında bir artışa neden olamayabileceğini ileri sürmektedir. Faiz oranlarındaki artışlar sonucunda artan mevduatın kaynağını bilmek gerekmektedir. Mevduat artışı verimsiz alanlardan geliyorsa, banka kredilerinin artması ve dolayısıyla yatırım talebinin uyarılması mümkün olabilmektedir. Ama mevduat artışı gayri resmi piyasalardan geliyorsa, yani tasarruf sahipleri gayri resmi piyasalarda firmalara sağladıkları kredileri kesip, bu kaynakları bankalara yatırmalarına neden oluyorsa, ekonomide bir kredi daralması yaşanmaktadır. Çünkü yasal bankacılık sisteminde gayri resmi piyasalarda olmayan zorunlu karşılıklar bulunmaktadır.

Bankalarda toplanan mevduatın bir kısmı zorunlu karşılık olarak ayrılmakta ve kredi olarak kullanılamamaktadır. Buna karşılık gayri resmi piyasalarda zorunlu karşılık ayırmak mecburiyeti olmadığı için tüm kaynaklar kredi olarak kullanılabilir. Dolayısıyla finansal serbestleşme sonucu artan faiz oranları neticesinde bankaların topladığı mevduat gayri resmi piyasalardan geliyorsa, finansal reformun genel etkisi kredi ve yatırım daralması şeklinde olmaktadır. Bu da ekonomik büyüme yerine durgunluk veya daralmaya neden olmaktadır (Uçak, 2006:14).

Yapısalcı yaklaşıma göre finansal serbestleşme sonrasında hem resmi hem de gayri resmi piyasalarda faiz oranında artış yaşanmaktadır. Eksik rekabetin hakim olduğu gelişmekte olan ülkelerde kar marjı (mark-up) fiyatlama geçerli olmaktadır. Bu ülkelerdeki firmalar işletme sermayesi gereksinimlerini borçlanma yoluyla finanse etmektedirler. Dolayısıyla kredi faiz oranlarındaki artış, firmaların üretim ve yatırım maliyetlerini artırmaktadır. Bu artış kar marjı fiyatlama davranışı yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Böylece, finansal serbestleşme enflasyona neden olabilmektedir (Kaytancı, 2000:47).

Sonuçta, Yapısalcı yaklaşıma göre finansal serbestleşme sonrası artan mevduat faiz oranları, tasarrufların gayri resmi piyasalardan bankacılık sektörüne yönelmesine neden olarak yatırımlar için gerekli olan ödünç verilebilir fonları azaltmakta ve bu da enflasyon olgusuyla birleşince ekonomik büyümeyi yavaşlatmakta ve stagflasyona neden olmaktadır.

McKinnon-Shaw yaklaşımını eleştiren bir diğer görüş ise Neo-Keynesyen yaklaşımdır. Bu yaklaşım finansal baskı kuramının varsayımlarının, özellikle gelişmekte olan ülkelerde geçerli olamayacağını vurgulamaktadır.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, mal ve finans piyasalarının ayrı kurumsal yapı ve özellikleri bulunmaktadır. Bu nedenle mal ve finans piyasalarında denge oluşumları ve uyumları farklı olmaktadır. Finans piyasaları, spekülasyon hareketlere neden olduğundan, fiyatlar arz ve talep miktarları dışındaki özellikleri de yansıtmaktadır. Neo-Keynesyen yaklaşım, neoklasik yaklaşımın piyasalarda bilgi akışı tamdır ve fiyatlar bu bilgileri eksiksiz olarak anında yansıtır varsayımına karşı çıkararak, bilgi akışının asimetrik yapıya sahip olduğunu vurgulamaktadır (Dinç, 1999:34-35).

Bilginin asimetrik olmasının ortaya çıkaracağı sonuçlar şu şekilde özetlenebilmektedir: Faizlerin yükselmesi sonucu borçlanma maliyetleri yükselecektir. Borçlanma maliyetinin yüksek olduğu bu ortamda kredi başvurularının ortalama kalitesi düşecek ve beklenen getirileri ve risk düzeyi düşük olan projelerin gerçekleşme olanağı güçleşecektir. Beklenen getirisi yüksek ve risk düzeyi düşük veya yüksek projeler geriye kalacaktır. Kredi arz edenler asimetrik bilgiye sahip olduklarından, negatif borçlu havuzundan rastgele bir seçim (adverse selection: yanlış seçim) yapmak zorunda kalacaklardır, çünkü düşük ve yüksek riskli projeleri ayırmak kolay olmayacaktır. Bu yanlış seçim sonucunda ise, yüksek getirili projelerin yerini düşük getirili projeler alarak, gelir ve verimlilik kaybı gibi olumsuz sonuçlar ortaya çıkacaktır (Gürbüz, 2006:26).

Neo-Keynesyen yaklaşım bilgi akışının asimetrik yapısının kredi piyasasında negatif seçimlere neden olacağını vurgulamaktadır. Bu yaklaşıma göre, McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine ödünç verilebilir fonlar, serbestçe fiyatların kendiliğinden belirlenmesi sonucu değil, fon sahipleri eksik bilgilendirmeyle, fonları tayinleme yöntemi ile dağıtmaktadırlar. Böylelikle, fon sahipleri negatif seçim yapmış olmaktadır. Negatif seçimin yapıldığı, etkili fonlamanın yapılamadığı durumlarda, atıl kalan fonların artması sonucu ekonomik büyüme yavaşlamaktadır (Dinç, 1999:35).

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre devletin, asimetrik bilgiden kaynaklanan piyasa başarısızlığının önüne geçmek, finansal piyasalarda istikrarı sağlamak, istihdam ve kaynak tahsisinde etkinliği artırmak amacıyla finansal piyasalara müdahale etmesi gerekmektedir.

Sonuçta, Neo-Keynesyen ve Yapısalcı yaklaşıma göre, finansal serbestleşme McKinnon-Shaw teorisinin ana amacı olan ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme sonrasında faiz oranlarında yaşanan artışın, ekonomide yatırım düzeyinin düşmesine yol açarak, ekonomik büyümeyi desteklemeyeceğini savunmaktadırlar.

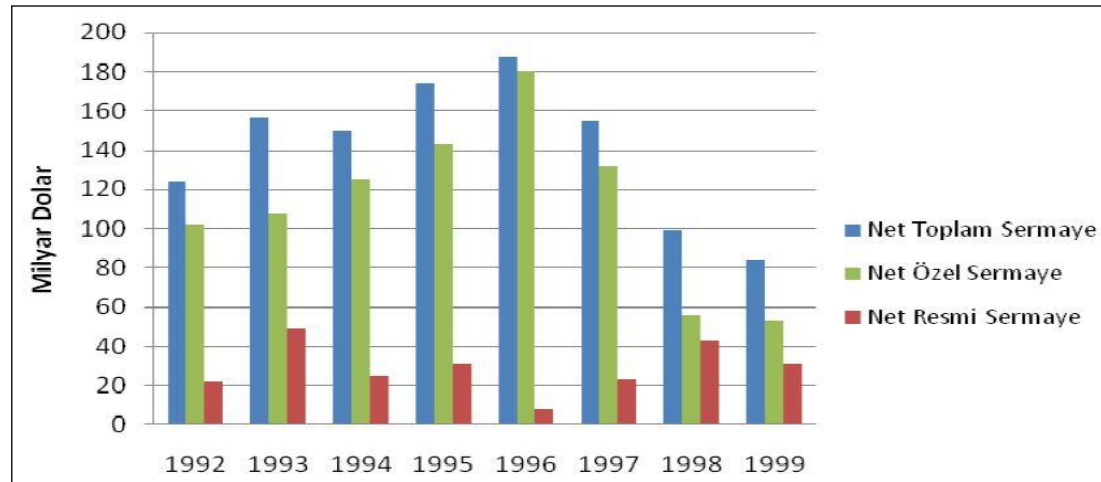
2.2. Finansal Serbestleşme Sonrasında Dünya’da Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Dünyada uygulanan finansal serbestleşme politikalarıyla birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde köklü değişimler yaşanmıştır. Bu politikaların en önemli uygulamalarından olan uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, sermaye hareketlerinde artan bir hareketliliğin yaşanmasına neden olmuştur.

Dünya’da sermaye hareketlerinin gelişimini incelediğimizde, dönemler itibariyle duraksama ve gerilemelerin olduğu döngüsel bir sürecin yaşandığını görürüz. 1980’lerde sermaye hareketlerinde yaşanan gerilemeyi, 1990’larda önemli bir canlanma izlemiştir. 1990’larda gözlenen bu canlanma iki önemli gelişmeye bağlı olarak gerçekleşmiştir. İlk olarak, gelişmekte olan ülkeler uluslararası entegrasyona katılım derecelerini önemli ölçüde artırmıştır. Bunu finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmek ve yabancı yatırımcılara açmak kaydıyla sağlamışlardır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler yatırım olanaklarını, özelleştirmeleri sağlamak ve daha derin ve likit finansal piyasaların oluşumunu desteklemek yollarıyla da artırmışlardır (İnandım, 2005:8,10).

İkinci olarak, teknolojiye özellikle de iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler, dünya üretim ve ticaretinin küresel boyutlara ulaşmasını sağlamış, aynı zamanda sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde hareketlerini kolaylaştırmıştır. Bu sayede finansal piyasaların hızla bütünleşmesi sağlanmıştır (İnsel ve Sungur, 2003:2-3; İnandım, 2005:11).

Şekil 2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Sermaye Akımları

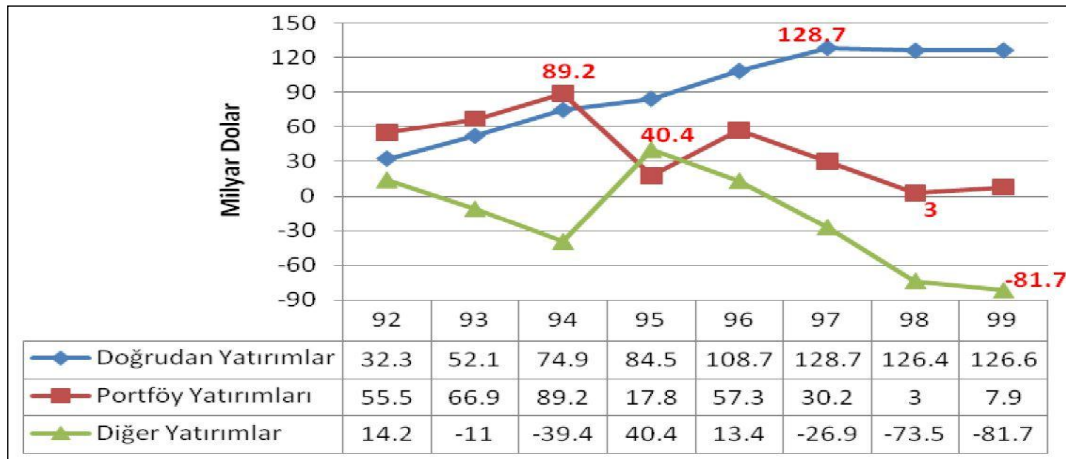


Kaynak: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: İnandım, 2005.

1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan finansal serbestleşme ile birlikte, dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde sermaye hareketleri gerçekleşmiştir. Bu sermaye hareketlerinin yönü gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğrudur. 1990'lı yıllarda, 1997 yılında yaşanan Asya Krizi'ne kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarında güçlü bir genişleme süreci yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere uygulanan finansal serbestleşme politikaları ile birlikte, piyasaların hızla liberalleştirilmesi ve ekonomik aktivitelerin özelleştirilmesi ile uyarılan özel sermaye akımları, resmi akımlardaki azalmayı yeterince karşılayacak düzeyde bir artış göstermiştir (Akyüz ve Cornford, 1999:8).

Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin içeriğinde de değişim yaşanmıştır. Sermaye akımları resmi kaynaklardan özel piyasalara kaymıştır. Resmi sermaye akımlarında yaşanan azalmaya karşılık özel sermaye hareketlerindeki önemli orandaki artış ile birlikte net özel sermaye hareketlerinin net toplam sermaye akımları içindeki oranı %80'e yükselmiştir. Nominal olarak resmi akımlar 40 milyar dolar civarında dalgalanmıştır (Akyüz ve Cornford, 1999:12). Bu dönemde ülkelerin resmi kaynaklar yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmesi, sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerin makro dengesizlikleriyle olan bağlantısının zayıflamasına neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelerin, Bretton Woods sistemindeki aksine uluslararası piyasalara girebilme olanakları artmıştır (İnandım, 2005:13). Finansal serbestleşmeyi savunan görüşe göre bu olumlu bir gelişmedir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip olduğu az gelişmiş ülkelere kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini arttırabilecektir. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru yönelecek özel yabancı sermaye akımları yeterli ulusal tasarrufa sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler için faydalı olabilecektir.

Şekil 3: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Net Özel Sermaye Akımları



Kaynak: İnandım: 22

1990'lı yıllarda sermaye akımlarının kompozisyonu değişime uğramış ve banka borçlanmalarının yerini doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları almıştır . Bu dönemde doğrudan yatırımlar Asya ve Latin Amerika ülkelerine olan sermaye akımlarının büyük bir kısmını oluştururken, portföy yatırımları da önemli bir şekilde artmış ve 1990'ların ortasında toplam sermaye hareketlerinin %40'ına kadar yükselmiştir. Asya ülkelerine yönelik portföy yatırımları 1993 yılında 27 milyar dolar, Latin Amerika ülkelerine yönelik portföy yatırımları ise 1994 yılında 69 milyar dolar olarak gerçekleşerek zirve noktasına ulaşmıştır (Kaminsky, 2005:4).

1990'ların ilk yarısında gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Bu dönemde sermaye akımları 1980'lerin başındaki ortalamasınının 10 katına yükselmiştir. Burada dikkat çekici nokta, sermaye akımlarının yapıları ve iktisadi politikalarında son derece farklılık gösteren birçok ekonomiye aynı kararlılık ve hızda ilgi göstermesi, sadece doğru makro iktisadi politikaları uygulayan birkaç gözde ülkeye yönelmemesidir. Dolayısıyla, 1990'ların uluslararası sermaye hareketleri bir iki coğrafi bölgeyle sınırlı kalmamıştır (Yeldan, 2002:7).

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen sermaye akımlarında yaşanan gelişmelere kısaca değinmek gerekirse, sermaye akımlarında yaşanan bu patlama 1994 yılında Meksika'da yaşanan kriz ile geriye dönüş yaşamıştır. Fakat birçok ülke için, sermaye akımları bir yıl içerisinde yeniden başlamış ve zirve noktasına yeniden geri dönmüştür. Yaşanan bu kriz, Asya ekonomilerine olan sermaye akımlarını fazla etkilememiş, krizin etkileri birkaç Latin Amerika ülkesinde yoğunlaşmıştır. Sermaye hareketlerinde yaşanan daha ciddi bir

geri dönüş 1997 yılında Asya Krizi süresince yaşanmıştır. Bu krizin sermaye hareketlerine olan olumsuz etkilerini, 1998 Ağustosunda Rusya'da yaşanan borç krizi ve 1998-1999 yıllarında Brezilya'da yaşanan kriz ağırlaştırmıştır. Bu kez sermaye akımlarında yaşanan azalma daha uzun süreli olmuştur. Latin Amerika'ya olan toplam sermaye akımları 1998 yılında %31, 1999 yılında %47 oranında azalmıştır. Asya ülkelerinde sermaye akımlarındaki ani azalma daha ciddi boyutlarda yaşanmıştır. 1996 yılındaki 120 milyar dolar sermaye girişinden, 1998 yılında 50 milyar dolar sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Portföy akımlarındaki azalma da ciddi boyutta gerçekleşmiştir (Kaminsky, 2005:4).

Dünya ekonomisi 2002 ile 2007 yılları arasında yıllık ortalama %4,5 oranında büyüme sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise daha çarpıcı bir oranda, 1990'lı yılların iki katı büyüklükte %7,5 oranında büyüme hızına erişmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sermaye akımları 2000'li yılların başında yaşadığı yavaşlamayı kısa sürede telafi ederek güçlü bir geri dönüş sağlamıştır. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler büyük miktarlarda cari işlemler hesabı fazlası sağlamış ve borçları çok düşük düzeylere gerilemiştir. Artan bu sermaye akımlarının sağlanmasında, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının tam deregülasyonu sağlamasının yanı sıra, gelişmiş ülkelerin politika faiz oranlarını tarihin en düşük seviyesine indirmesi ve dünya konjonktüründe yaşanan olumlu havayla birlikte hızlı bir şekilde artan likidite bolluğu da önemli bir rol oynamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişme ile birlikte, sınırlar ötesinde arbitraj fırsatı arayan, spekülasyon nitelikli para hareketlerini cesaretlendirmiştir (Akyüz, 2008:3-5).

Tablo 1:Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

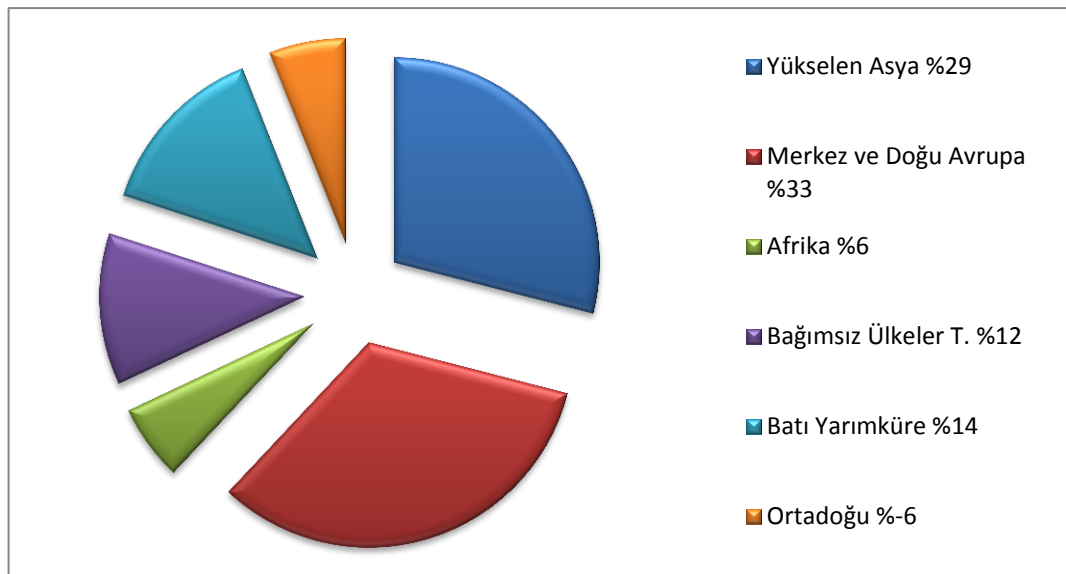
Yıllar	Cari İşlemler Dengesi	Resmi Akımlar	Özel Akımlar	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Özel Yatırımlar
2000	124,3	-34,20	71,60	172,0	16,000	-116,3
2001	87,40	-0,400	75,50	187,2	-78,70	-33,00
2002	131,3	-1,000	77,10	156,6	-91,90	12,400
2003	226,4	-50,50	162,5	166,2	-13,00	9,2000
2004	300,0	-71,10	236,5	189,0	12,700	34,800
2005	525,1	-109,9	248,7	261,8	-20,40	7,3000
2006	709,9	-158,0	223,0	246,0	-107,3	84,400
2007	745,5	-140,7	632,8	379,0	54,500	199,50
2008	869,6	-158,6	528,6	443,6	-6,600	91,800
2009	695,6	-135,4	286,6	414,6	-89,10	-38,70

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:2009

Tablo 1, 2000-2009 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını göstermektedir. Tablo 1'den görüldüğü gibi, sözkonusu yatırımlar 2002 yılından 2006 yılına kadar sürekli bir artış göstermiştir. 2006 yılı mayıs ayında yaşanan küresel sistemdeki dalgalanma sonucu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında bir gerileme yaşanmış, fakat sermaye akımları bir yıl içerisinde yeniden canlanarak 2007 yılında rekor kırmıştır. Sermaye akımlarında yaşanan olumlu seyir 2008 yılı son çeyreğine kadar devam etmiştir. 2008 yılının eylül ayında ABD'de çıkan subprimemortgage krizi, sonra bütün dünyaya yayılarak küresel bir dünya krizine dönüşmüştür. Bu krizin etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında büyük düşüşlerin olacağı tahmin edilmektedir. 2007 yılında 492,1 milyar dolar ile rekor düzeyde gerçekleşen net toplam sermaye akımlarının, 2008 yılında 370 milyar dolara gerileyeceği tahmin edilmektedir. Net özel sermaye akımlarının da 2008 yılı tahmini 528,6 milyardan, 2009 yılında 286,6 milyar dolara gerileyeceği tahmin edilmektedir. Bu düşüş 2007 yılındaki tepe noktasından (632,8 milyar dolar) %55 oranında bir azalmayı işaret etmektedir.

Özetle, bu dönemde net doğrudan yabancı yatırımlar miktarında istikrarlı ve giderek artan bir seyir izlenmiştir. Buna karşılık portföy yatırımlarının miktarında dalgalı, istikrarsız bir seyir izlenmiş ve bu yatırımlarda yaşanan dalgalanma doğrudan yatırımlara göre daha yüksek bir şekilde gerçekleşmiştir.

Şekil 4: Gelişmekte Olan Ünelere Yönelik Net Özel Sermaye Akımları, Bölgelere Göre



Kaynak: Akyüz: 25

2000’li yıllarda gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye akımlarının ülkeler arasındaki dağılımı farklılık göstermiştir. 2000 ile 2007 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelen net özel sermaye akımlarının %76’sı Yükselen Asya, Merkez ve Doğu Avrupa ile Batı Yarımküre ülkelerine gelmiştir. Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri bu dönemde toplam net özel sermaye akımlarından en büyük payı alan ülkelerdir. Bölgedeki AB’ye yeni üye olan ülkeler ile Rusya ve Türkiye yatırımlar için uygun imkanı sağlamışlardır. Bölgeye gelen doğrudan yabancı yatırımlarda önemli bir artış sağlanmıştır. Bunda özelleştirmeler, şirket satınalma ve birleştirmeleri ile yurtiçi tüketim talebindeki potansiyel büyüme önemli rol oynamıştır. Ortadoğu ülkelerine yönelen net özel sermaye akımlarında dalgalı bir seyir izlenmesine rağmen genelde bölgeden sermaye çıkışı yaşanmıştır.

2.3. Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Yabancı Sermaye

1980’li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat münzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’in öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır (Güllüoğlu ve Altunoğlu; 2002:107).

2.3.1. 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 konvertible (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, Türkiye ekonomisindeki 1981-1987 arası dönemi, ihracata dayalı büyüme stratejisine geçildiği, devletin ekonomiye müdahalesini azaltma amacıyla fiyat reformlarının yapıldığı, mal ticaretinin serbestleştiği 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 ettikleri 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 değer 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).

2.3.2. 1980 Yılı Sonrası Türkiye Ekonomisi'nde Sermaye Hareketleri

Türkiye ekonomisinde 24 Ocak Kararları ile başlatılan serbestleşme süreci, 1989 yılında kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve dolayısıyla uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla tamamlanmıştır. Böylece Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllara tamamen dışa açık ve yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmeyi

sağlamış bir ekonomi olarak girmiştir. Yaşanan bu gelişmelerle birlikte ülkeye giren uluslararası sermaye miktarında önemli bir artış yaşanmıştır.

Finansal serbestleşme sonrasında Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimini incelediğimizde, sermaye hareketlerinin boyutları, türleri ve sonuçlarının 1980 öncesi döneme göre büyük değişim gösterdiğini görebilmekteyiz. Bu dönemde sermaye hareketleri sayısal olarak çok önemli boyutlara ulaşmış ve 1980 öncesinde olmayan, uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimleri kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca sermaye hareketlerinin niteliği ve vade yapısı değişime uğramış, yabancı sermaye akımlarının ekonominin dış dengesizlikleriyle olan bağlantısı zayıflamış ve rezerv birikimleri artmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005:338; Kara, 2002:41).

Tablo 2: Türkiye’ye Yönelen Net Sermaye Hareketleri 1990-2008 (Milyon Dolar)

Yıllar	Net Toplam Sermaye	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları
1980-89 Ort.	770,9	167,4	299,2
1990	4037	700	547
1991	-2397	783	623
1992	3648	779	2411
1993	8903	622	3917
1994	-4257	559	1158
1995	4565	772	237
1996	5483	612	570
1997	6969	554	1634
1998	-840	573	-6711
1999	4829	138	3429
2000	9584	112	1022
2001	-14557	2855	-4515
2002	1172	939	-593
2003	7162	1222	2465
2004	17702	2005	8023
2005	42660	8967	13437
2006	42689	19261	7415
2007	48637	19941	833
2008	34294	17213	-5014
2009	-	7076	227
2010	-	7594	16073
2011	-	13822	21986
2012	-	9150	40789
2013	-	9791	23691

Kaynak: Bu tablo TCMB, ” Ödemeler Dengesi istatistikleri”ne dayalı olarak düzenlenmiştir.

Tablo 2: 1980-1989 arası ortalama olmak üzere, 1990’dan 2013’e kadar olan süreçte, 2008 döneminde Türkiye ekonomisinde 1980 yılı sonrasında sermaye

akımlarında artan bir seyir izlenmiştir. 1980-1989 yılları arasında ortalama 770 milyon dolar olarak gerçekleşen net toplam sermaye, 1997 yılında 6,9 milyar dolar, 2004 yılında 17,7 milyar dolar ve 2007 yılında 48,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Artan bir seyir izleyen sermaye akımları kriz yıllarında kesintiye uğramış, krizleri izleyen yıllarda toparlanarak yüksek miktarlara ulaşmıştır. 1991 Körfez krizi, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler, 1998 Asya ve Rusya krizleri etkisiyle önemli miktarlarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 Körfez krizinde, Türkiye’nin içinde bulunduğu coğrafyada yaşanan savaş nedeniyle Türkiye ekonomisi de riskli ekonomiler arasında yer almış ve Türkiye’den 2,4 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır.

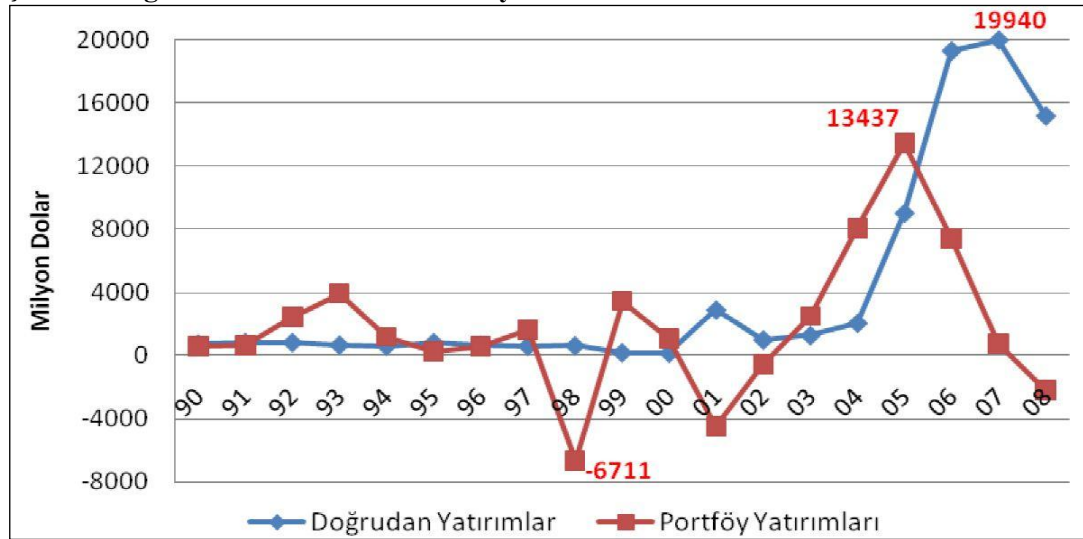
1994 yılında Türkiye’de yaşanan ekonomik kriz nedeniyle 4,2 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya krizleri nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında önemli bir daralma yaşanmış ve Türkiye açısından da risk algılamasının artmasıyla 840 milyon dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sermaye akımlarında en ciddi azalma 2001 ekonomik krizinde yaşanmıştır. Bu kez sermaye akımlarında yaşanan daralma daha uzun süreli olmuş ve net sermaye akımı 2000 yılındaki seviyesine ancak 2004 yılında erişebilmiştir.

2002-2007 yılları arasında dünya konjonktüründe yaşanan olumlu gelişme ile birlikte artan likidite bolluğu, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, dünya ekonomisinde erişilen yüksek büyüme oranı, bu dönemde tüm gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının artmasına neden olmuştur. Bu dönemde görece siyasi ve ekonomik istikrarı sağlayan Türkiye ekonomisi, yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan ülke gruplarına yönelen sermaye akımlarından önemli pay alan bir ekonomi haline gelmiştir (BSB, 2008:129). Türkiye ekonomisine yönelik net sermaye akımları 2002 yılından 2007 yılına kadar sürekli bir artış göstermiştir. 2006 yılı mayıs ayında küresel sistemde yaşanan dalgalanma sonucu net sermaye akımlarında bir önceki yıla göre ufak bir artış yaşanmasına rağmen 2007 yılında sermaye akımlarında yeniden bir canlanma yaşanarak zirve noktasına (48,6 milyar dolar) ulaşmıştır.

Türkiye ekonomisine yönelik sermaye akımlarında yaşanan olumlu seyir, 2008 yılının eylül ayında ortaya çıkan küresel dünya krizi ile son bulmuştur. 2009 yılında yükselen piyasa ekonomilerine yönelik özel sermaye akımlarının, 2008 yılındaki 466 milyar dolar seviyesinden 165 milyar dolar seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir. Bu seviye 2007 yılındaki zirve noktasından (929 milyar dolar) %82 oranında bir azalmayı işaret etmektedir (IIF, 2009:1). Yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye akımlarında tahmin edilen bu azalma, Türkiye ekonomisine yönelik sermaye akımlarını da olumsuz etkilemektedir. 2009 yılı ocak ayında 2 milyar dolar net toplam sermaye çıkışı yaşanmıştır.

İncelenen dönemde doğrudan yabancı yatırımlar Şekil.5'te görüldüğü gibi portföy yatırımlarına göre daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar inişli çıkışlı bir eğilim göstermiş olsa da sürekli artı değer almıştır. 1990'lı yıllarda doğrudan yabancı yatırımlar çok yavaş artış göstermesine ve portföy yatırımları girişine göre düşük düzeylerde kalmasına rağmen 2000'li yıllarda çok önemli boyutlara erişmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2005:339).

Şekil 5: Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

1990'lı yıllarda diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az doğrudan yatırım çeken Türkiye ekonomisinde ortalama 609 milyon dolar seviyesinde olan doğrudan yatırımlar, 2000'li yıllarda önemli miktarda artış göstererek ortalama 7,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000'li yıllarda dünya ekonomisinde olumlu seyir ile birlikte artan doğrudan yabancı sermaye akımları için, görece ekonomik ve siyasi istikrarı sağlayan Türkiye ekonomisi uygun imkanı sağlamıştır. Doğrudan yabancı

yatırımlar 2007 yılında 19,9 milyar dolar ile en yüksek noktasına erişmiştir. Yaşanan bu gelişmede özelleştirmeler, şirket satın alma ve birleştirmeleri önemli bir rol oynamıştır.

Portföy yatırımları ülkemizde istikrarsız bir seyir izlemiştir. Finansal serbestleşme politikaları ile birlikte önce hızla artış gösteren portföy yatırımları, daralma ve kriz dönemlerinde ise negatif değerler almıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005:339). Bu istikrarsız seyir, portföy yatırımlarının daha kısa vadeli olması, dış şoklara daha duyarlı olması ve yöneldiği ülkede gördüğü herhangi bir siyasi ve ekonomik risk karşısında kolayca çıkabilmesinden kaynaklanmaktadır.

1986 yılından itibaren Türkiye'ye gelmeye başlayan portföy yatırımları, 1986-1989 yılları arasında yaklaşık 3 milyar dolar toplamına ulaşırken, 2005 yılında 13,4 milyar dolar ile en yüksek seviyesine erişmiştir. Burada dikkat çekici nokta ise, portföy yatırımları aracılığı ile gelen sermayenin büyük oranının, DİBS, hazine bonusu ve devlet tahvilini içeren kamu borç senetlerine yönelik olarak gelmesidir

Tablo 3: Türkiye Ekonomisinde Net Portföy Yatırımları, 1990-2013 (Milyon Dolar)

Yıllar	Net Portföy Yatırımları	Varlıklar	Yükümlülükler	
			Hisse Senetleri	Borç Senetleri
1990	547	-134	89	592
1991	623	-91	147	567
1992	2411	-754	350	2815
1993	3917	-563	570	3910
1994	1158	35	989	134
1995	237	-466	195	508
1996	570	-1380	191	1759
1997	1634	-710	8	2336
1998	-6711	-1622	-518	-4571
1999	3429	-759	428	3760
2000	1022	-593	489	1126
2001	-4515	-788	-79	-3648
2002	-593	-2096	-16	1519
2003	2465	-1386	905	2946
2004	8023	-1388	1427	7984
2005	13437	-1233	5669	9001
2006	7415	-3987	1939	9463
2007	833	-1947	5138	-2358
2008	-5014	-1244	716	-4486
2009	227	-2711	2827	111
2010	16073	-3544	3468	16149
2011	21986	2688	-986	20284
2012	40789	2657	6274	31858
2013	23691	2601	841	20249

Kaynak: Bu tablo TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne dayalı olarak düzenlenmiştir.

Öte yandan, dış şokların ve ülke içerisinde ekonomik krizlerin yaşandığı yıllarda portföy yatırımlarında önemli miktarlarda çıkış yaşanmıştır. 1994 ekonomik krizinde, devletin tahvil yoluyla borçlana bilirliğinin azalmasına bağlı olarak portföy yatırımları önemli miktarda azalarak Tablo.3'te görüldüğü gibi 1,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında yaşanan en ciddi azalma, 1998 yılında Asya ve Rusya krizleri süresince yaşanmış ve 6,7 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu miktarın büyük bir kısmı (4,5 milyar dolar) yabancıların kamu borç senetlerinden çıkmasından kaynaklanmıştır.

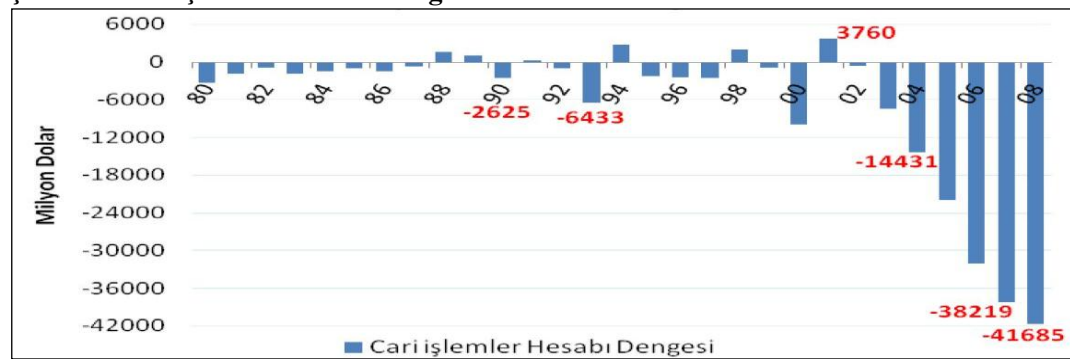
2001 ekonomik krizinde, Türkiye ekonomisine yönelik risk algılamasının artmasına bağlı olarak yaklaşık 4,5 milyar dolar net portföy yatırımı çıkışı yaşanmıştır. 2001-2006 yılları arasında, Türkiye ekonomisinde görece siyasi ve ekonomik istikrar ile birlikte makroekonomik göstergelerde sağlanan görece iyileşme sonucunda net portföy yatırımları miktarında sürekli artış yaşanmıştır. Bu olumlu eğilim, 2006 yılında küresel sistemde yaşanan dalgalanma sonucu bozulmuş ve 2006 yılında net portföy yatırımlarında bir önceki yıla göre %45 oranında bir azalma yaşanmıştır. 2008 yılında küresel dünya krizi ile birlikte portföy yatırımlarında 2,2 milyar dolar çıkış yaşanmasıyla birlikte, 2002 yılında itibaren ilk kez net portföy yatırımları eksi değer almıştır. 2009 yılında da, bu krizin gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımları üzerindeki olumsuz etkilerinin devam edeceği tahmin edilmektedir. Nitekim 2009 yılı ocak ayında Türkiye ekonomisinden 841 milyon dolar net portföy yatırımları çıkışı yaşanmıştır.

2.3.3. Türkiye Ekonomisi'nde Cari İşlemler Hesabı Dengesi

Cari işlemler hesabı dengesi, dış ticaret dengesi, hizmetler dengesi, yatırım geliri dengesi ve cari transferlerin toplamından oluşmaktadır. 1980 yılı sonrası Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabı dengesi incelendiğinde genellikle açık verildiği görülmektedir. 1990 yılından itibaren ise iki ya da üçer yıl süren cari işlemler açıklarından sonra cari işlemler fazlası verilen yıllar izlemektedir. Burada dikkat çekici nokta, bu cari işlemler fazlası verilen yılların kriz dönemleri olmasıdır. Kriz dönemlerinde uygulanan yüksek devalüasyonlar, ekonominin küçülmesi ve buna bağlı olarak yurtiçi talebin daralması bu dönemlerde cari işlemler fazlası verilmesinin nedenleridir (Kepenek ve Yentürk, 2005:327). Türkiye'de 1980-2005 döneminde cari işlemler dengesindeki gelişmeler Şekil 6'da verilmektedir.

Şekil 6'da görüldüğü gibi, 1980-1987 arası dönemde cari işlemler hesabı sürekli açık vermiştir. 1988 ve 1989 yıllarındaki cari işlemler fazlasını, 1990 yılındaki 2,6 milyar dolarlık cari işlemler açığı takip etmiş ve cari işlemler dengesi 1990'lı yıllarda oldukça istikrarsız bir seyir izlemiştir (Yentürk, 2005:24). Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllarda 1991, 1994 ve 1998 yılları dışında sürekli cari işlemler açığı vermiştir. Bu yılların ortak özelliği ise yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı olarak yaşanan ekonomik kriz ya da durgunluk yılları olmasıdır. 1993 yılında verilen 6,4 milyar dolarlık cari işlemler açığı ile 1990'lı yılların en yüksek değerine ulaşılmıştır.

Şekil 6: Cari İşlemler Hesabı Dengesi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:2009

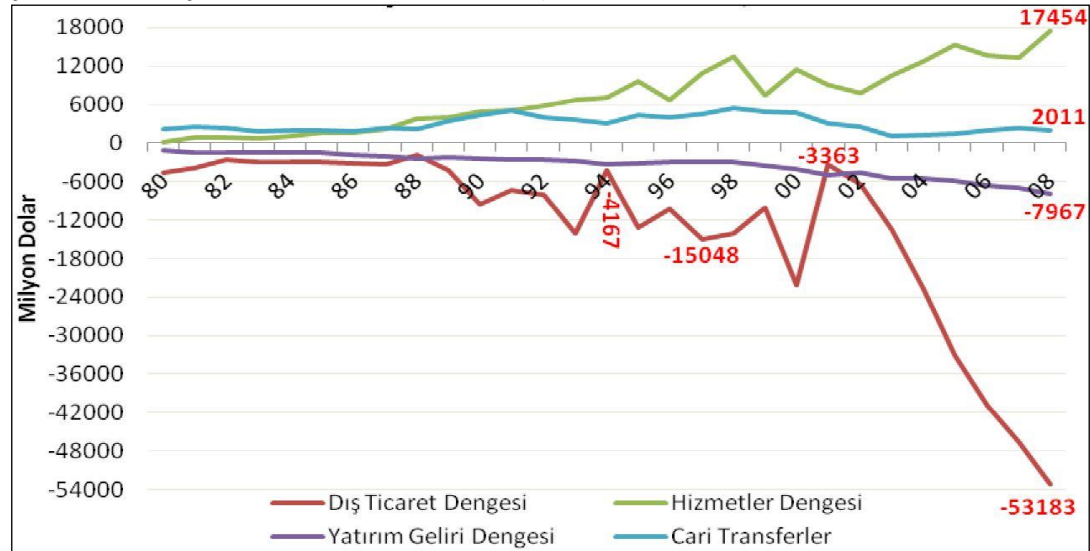
Cari işlemler açığı 2000'li yıllarda artan bir seyir izlemiştir. 2001 krizinde ekonominin küçülmesi ve döviz kurunun değer kaybetmesiyle birlikte sağlanan 3,7 milyar dolar değerindeki cari işlemler fazlası sonrasında, cari işlemler açığı sürekli artan bir eğilim göstermiştir. 2003 ve 2004 yıllarında hızla artan cari işlemler açığı, 2004 yılında 14,4 milyar doları aşmış, 2007 yılında ise 38,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılı eylül ayında yaşanan dünya ekonomik krizi ile birlikte küresel ekonomik faaliyetlerdeki durgunluk ve krizin yurtiçi ve yurtdışı talep üzerindeki olumsuz etkilerinin cari işlemler açığı artış hızını azaltmış olmasına rağmen, açık 2008 yılında 41,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Krizin ekonomik faaliyetler üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek amacıyla gelişmiş ülkelerin politika faiz oranlarında indirime gitmesine, genişletici maliye politikaları ve çeşitli mali tedbir paketleri uygulamasına rağmen krizin dünya ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin 2009 yılında da sürmesi beklenmektedir (TCMB, 2009:5). Buna bağlı olarak cari işlemler açığının 2009 yılında küçüleceği tahmin edilmektedir. Bu

doğrultuda, 2009 yılı ocak- şubat aylarında cari işlemler hesabı 597 milyon dolar değerinde fazla vermiştir.

Türkiye’de 1980-2008 döneminde cari işlemler hesabı alt kalemlerindeki gelişmeler Şekil 7’de verilmektedir. 1980-2008 döneminde Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabını oluşturan dört temel kalemden olan dış ticaret dengesi ve yatırım gelirleri dengesi hep negatif değer almakta yani açık vermekte, hizmetler dengesi ve cari transferler hep pozitif değer almakta yani fazla vermektedir (Yentürk, 2005:28). Dolayısıyla cari işlemler açığının verilmesinde dış ticaret dengesi ve yatırım gelirleri dengesi önemli rol oynamaktadır.

Şekil 7: Cari İşlemler Hesabı Alt Kalemler, 1980-2008



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:2009

Dış ticaret dengesi, ödemeler dengesi tanımına göre ihracat ve ithalat kalemlerini içeren mal ticaretidir. 1980-2008 döneminde Türkiye ekonomisi sürekli dış ticaret açığı vermektedir. Türkiye ekonomisi 1980 yılında 4,6 milyar dolar olan dış ticaret açığını, ihracata dayalı büyüme stratejisine geçilmesiyle birlikte 1980’li yıllarda azaltmayı başarmıştır. Bu stratejiye göre, reel ücretlerin baskı altına alınması yoluyla iç talep daraltılmış ve ihraç edilecek bir artık yaratılmaya çalışılmıştır. Ayrıca ihracatçı sektörler geniş teşvik ve sübvansiyonlar sağlanarak ihracat artırılmış, yüksek devalüasyon ve daraltılan yurtiçi talep sayesinde ithalat azaltılmıştır. Bu sayede 1981-1988 yılları arasında dış ticaret açığı ortalama 2,9 milyar dolara indirilmiştir.

1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte artan miktarda gelen sermaye akımları, TL'nin yabancı paralar karşısında değerlenmesine neden olarak ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir. Değerlenen TL ithalat talebini artırıcı, ihracatı ise azaltıcı etkide bulunmuştur (Kepenek ve Yentürk, 2005:332). Dolayısıyla dış ticaret açığı artan bir seyir izlemiştir. Bu artan seyir 1994 kriziyle birlikte kesintiye uğramış, yurtiçi talebin daralması ve yüksek devalüasyon ile birlikte dış ticaret açığı azalarak 4,1 milyar dolara gerilemiştir. Ancak dış ticaret açığındaki bu daralma kısa sürmüş, kriz sonrası yıllarda yeniden artarak 1997 yılında 15 milyar dolar değerine ulaşmış ve 1990'lı yılların en yüksek seviyesine erişmiştir.

Dış ticaret açığındaki bu artış eğilimi 2001 yılına kadar sürmüş, 2001 krizi nedeniyle ekonominin küçülmesi ve TL'nin değer kaybetmesiyle birlikte dış ticaret açığı 3,3 milyar dolar olarak gerçekleşerek 1980'li yılların seviyesine gerilemiştir. 2000'li yıllarda dünya konjonktüründe yaşanan olumlu gelişme, dünya ekonomisinde erişilen yüksek büyüme oranı ve Türkiye ekonomisi temel makroekonomik göstergelerinde sağlanan görece düzelme ile birlikte dış ticaret açığı yeniden artış göstermiştir. İhracat mallarına olan yurtdışı talebin artmasına bağlı olarak ihracatın artış göstermesine rağmen yaşanan hızlı büyümenin ithal mallara olan yurtiçi talebi artırıcı etkisi ve ihracatçı sektörlerin yüksek derecede ithalata bağımlı olmaları, ithalatın daha çok artmasına neden olmuş ve dış ticaret açığı 2001 yılından itibaren sürekli artış göstermiştir (Kepenek ve Yentürk, 2005:332). 2008 yılında 53 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığının, dünya ekonomik krizinin olumsuz etkileri nedeniyle 2008 yılında daralacağı tahmin edilmektedir. Nitekim 2009 yılı ocak-şubat aylarında dış ticaret dengesi 680 milyon dolar değerinde fazla vermiştir.

Taşımacılık, turizm, inşaat hizmetleri, finansal hizmetler ve diğer hizmetlerin gelir ve gider kalemlerini içeren hizmetler dengesi, cari işlemler hesabının fazla veren kalemlerinden birisidir (Yentürk, 2005:27). İncelenen dönemde sürekli artan bir seyir izleyen hizmetler dengesi, 2008 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 17,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu kalemin fazla vermesinin en büyük nedeni, 1984 yılından itibaren sistemli bir artış gösteren turizm dengesidir (Kepenek ve Yentürk, 2005:328).

Cari işlemler hesabının fazla veren diğer bir kalemi cari transferlerdir. İstikrarlı bir seyir izleyen cari transferler kaleminde 2001 yılından itibaren azalma

gözükmektedir. Bu azalmanın nedeni, cari transferlerin en önemli kalemi olan işçi gelirlerinin 2001 ve 2002 yıllarında azalması ve 2003 yılından itibaren işçilerin yurtiçinde yaptıkları harcamaların turizm geliri olarak tasnif edilmesidir (Kepenek ve Yentürk, 2005:330).

Doğrudan yatırımların, portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların gelir ve giderlerini içeren yatırım geliri dengesi, cari işlemler hesabının açık veren kalemlerinden birisidir. Yatırım geliri dengesinde oluşan açığın en önemli kısmı, diğer yatırımlar kaleminde görülen net faiz ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Oluşan açığın diğer kısımları ise, doğrudan yatırımlar kaleminde yer alan net kar transferi ve portföy yatırımları kaleminde yer alan yabancıların satın almış oldukları hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetlerine yapılan temettü ve faiz ödemeleridir. Yatırım geliri dengesi 2008 yılında -7,9 milyar dolar olarak gerçekleşerek en yüksek seviyesine erişmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2005:330; Yentürk, 2005:27).

Türkiye ekonomisinde dış ticaret açığının, cari işlemler hesabında açık verilmesinde en etkili kalem olduğu açıkça gözükmektedir. 1980-2008 döneminde, dış ticaret dengesindeki açık, cari transferler ve hizmetler dengesinde sağlanan fazlaya rağmen dengelenememiş ve cari işlemler açığının verilmesine neden olmuştur.

2.4. Türkiye Ekonomisi'nde Cari İşlemler Hesabı Dengesi ve Portföy Yatırımları İlişkisi

1989 yılında Türkiye ekonomisinde ödemeler dengesinde sermaye hareketleri serbest bırakılmış ve gelişmiş ülkelerdeki uygulamaların bile ötesine geçilmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte, 1990 yılından itibaren portföy yatırımları girişinde önemli bir artış gerçekleşmiştir. Kısa vadeli ve oldukça istikrarsız bir yapıda olan portföy yatırımları girişinde sağlanan bu artış ile birlikte makroekonomik dengelerde olumsuzluklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu olumsuzlukların başında, yıllar itibariyle sürekli artan bir performans gösteren cari işlemler açığı gelmektedir. Çalışmanın bu kısmında, portföy yatırımları ile cari işlemler açığı arasındaki ilişki incelenmektedir. Boratav (2005) ve Yeldan (2004),

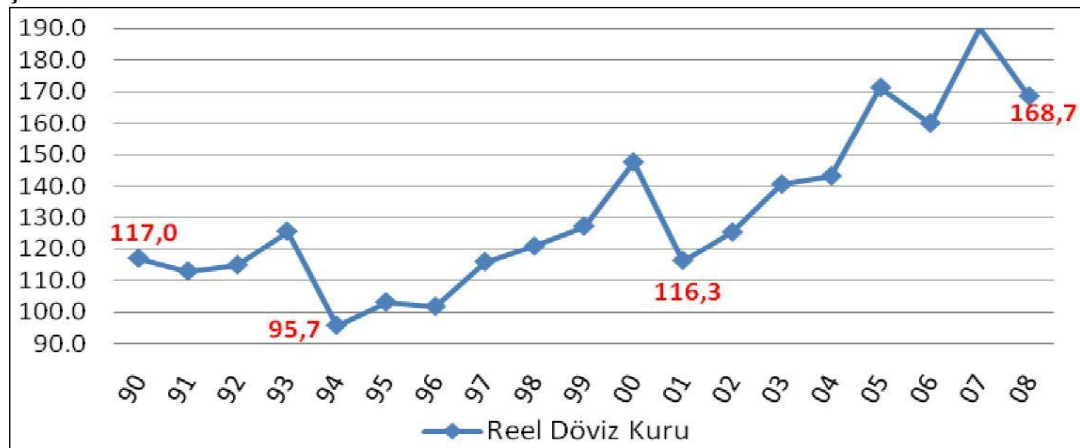
Türkiye ekonomisinde 1970'lerde cari işlemler açığına neden olan sürecin,

tam serbestleşmenin sağlandığı 1989 sonrasında farklılaştığını ifade etmektedir. Bu süreç 1970'lerde talep genişlemesi (büyüme) \wedge cari işlemler açığı \wedge cari işlemler açığını finanse edecek sermaye girişleri şeklinde özetlenirken, 1989 sonrasında, doğrudan doğruya sermaye girişleri \wedge talep genişlemesi (büyüme) \wedge cari işlemler açığı şeklinde özetlenmektedir. Portföy yatırımları, yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlendirilmesi, kamu dengesi üzerindeki olumsuz etkileri, yurtiçi talep üzerindeki artırıcı etkileri ve yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileri yoluyla cari işlemler hesabı dengesini olumsuz etkilemektedir.

2.4.1. Portföy Yatırımlarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Portföy yatırımları ile cari işlemler açığı arasındaki ilişkiyi incelemeye yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması olgusuyla başlamak mümkündür. Türkiye ekonomisinde 1989 yılında finansal hareketlerin serbestleşmesi ile birlikte portföy yatırımları girişlerinin artması döviz bulunabilirliğini bir kısıt olmaktan çıkartmış ve döviz bolluğu yaşanmasına neden olmuştur. Döviz piyasası herhangi bir mal piyasası gibi düşünüldüğünde, artan döviz arzı döviz fiyatının düşmesine neden olmaktadır. Türkiye ekonomisinde de bu durum yaşanmış ve TL yabancı paralar karşısında değer kazanmıştır. Yeldan (2004), TL'nin Amerikan dolarına karşısında satın alma gücü paritesine göre 1989-Mayıs 2002 dönemi arasında %18 değerlendiğini belirtmektedir. TL'deki bu değerlendirme reel döviz kurundan da takip edilebilir.

Şekil 8:TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası: 2009

Şekil.8’de görüldüğü gibi TÜFE bazlı reel döviz kuru 1990 yılından itibaren dalgalı bir seyir izlemesine rağmen artış göstermiştir. Kriz dönemlerinde yaşanan sermaye çıkışları ve yapılan devalüasyonların etkisiyle değer kaybeden reel döviz kuru, krizlerin ertesi dönemlerde sermaye girişlerinin yaşanması ve ekonominin canlanması ile birlikte tekrar değerlenme sürecine girmiştir.

Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığı incelendiğinde bu açığın önemli bir kısmının dış ticaret açığından kaynaklandığı görülmektedir. TL’nin artan portföy yatırımları girişi nedeniyle yabancı paralar karşısında değerinin yükselmesi, dış ticaret dengesini olumsuz etkilemekte ve açık verilmesine neden olmaktadır. TL’nin yabancı paralar karşısında değerinin artışı ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü ve dış ticaret dengesini olumsuz etkilemekte, ithalat hacmini ve ekonominin dışa bağımlılığını artırmaktadır. Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede uluslararası rekabet gücü henüz teknolojik gelişme ve verimlilik gibi yapısal faktörlere oturtulamamış olup, hala fiyata dayalı bir rekabet gücü izlenmektedir. Bu nedenle TL’nin değerlenmesi Türkiye ekonomisinin uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyen temel faktörlerden birisi olmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2005:219). Türkiye’de 1980-2008 döneminde dış ticaret dengesi gelişmeleri Tablo 4’de verilmektedir.

Tablo 4: Türkiye Ekonomisi Dış Ticaret Dengesi, 1990-2008 (Milyon Dolar)

Yıllar	Cari İşlemler Hesabı	Dış Ticaret Dengesi	İhracat	İthalat	İhracat/İthalat
1990	-2625	-9448	12959	22302	58,1
1991	250	-7290	13593	21047	64,6
1992	-974	-8076	14715	22871	64,3
1993	-6433	-14081	15345	29428	52,1
1994	2631	-4167	18106	23270	77,8
1995	-2339	-13152	21636	35709	60,6
1996	-2437	-10264	32067	43627	53,2
1997	-2638	-15048	32110	48559	54,1
1998	2000	-14038	30741	45921	58,7
1999	-925	-9771	29031	40671	65,4
2000	-9920	-22057	30825	54503	51
2001	3760	-3363	34729	41399	75,7
2002	-626	-6390	40719	51554	69,9
2003	-7554	-13489	52394	69340	68,1
2004	-14198	-22736	68535	97540	64,8
2005	-21449	-33080	78365	116774	62,9
2006	-31836	-41058	93613	139576	61,3
2007	-37781	-46852	115361	170063	63,1
2008	-40372	-53021	140800	201960	65,3
2009	-12124	-24850	109647	-	-
2010	-45420	-56413	120902	-	-
2011	-75082	-89137	143396	-	-
2012	-48497	-65331	163221	-	-
2013	-65066	-80023	163371	-	-

Not: İhracat için f.o.b. değeri, İthalat için c.i.f. değeri alınmıştır.

Kaynak: Bu tablo TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri (Nisan 2009), DPT, Temel Ekonomik Göstergeler (Nisan 2009), Hazine Müsteşarlığı, Aylık Ekonomik Göstergeler (Nisan 2009)'e dayalı olarak düzenlenmiştir.

1989 yılı sonrası TL'nin değerlenmesi uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyerek dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olmuştur. Değerlenen TL nedeniyle ihraç mallarının fiyatları uluslararası piyasalarda pahalılaşmakta, ithal mallarının fiyatları ise yurtiçi piyasalarda ucuzlamaktadır. Bu durumda ihracat hacmi daralırken, ithalat hacmi artış göstermiştir. Türkiye ekonomisinde incelenen dönemde ihracat hep ithalatın altında seyretmiş ve dış ticaret dengesi sürekli açık vermiştir. Kriz yıllarında uygulanan devalüasyonlar ve ekonominin küçülmesine bağlı olarak ithal mallara olan yurtiçi talebin daralması nedeniyle dış ticaret açığı

azalma göstermiş, ihracatın ithalatı karşılama oranında gelişmeler sağlanmıştır. Fakat dış ticaret dengesinde ve ihracat/ithalat oranında sağlanan bu gelişmeler kriz sonrası dönemde ekonominin canlanmasına ve portföy yatırımlarının artmasına bağlı olarak TL'nin değerlenmesi ile yeniden bozulmaya başlamıştır. Ayrıca ihracatçı sektörlerin yüksek ithalat bağımlılıkları ihracatın artırılabilmesi için ithalatın daha fazla artırılma zorunluluğunu getirmektedir.

Diğer yandan, portföy yatırımları girişinin çeşitli sektörler üzerinde farklı etkileri bulunmaktadır. Literatürde sektörler arasında iki temel ayırım bulunmaktadır. Bu iki temel ayrıma göre: birincisi; dışa açık ve uluslararası ticareti yapılabilen maden, imalat sanayi, tarım ve turizm gibi ticarete konu olan sektörleri kapsamaktadır. İkincisi ise; konut, ulaştırma gibi geri kalan hizmet sektörlerini içeren ticarete konu olmayan sektörlerdir. Portföy yatırımları sonucu TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması yani reel döviz kurunun değerlenmesi, ticarete konu olan ve olmayan malların görece fiyatının ikincisi lehine değişmesi anlamına gelmektedir. Ticarete konu olmayan malların fiyatının ticarete konu olan mallara göre artması, bu sektördeki üreticilerin üretimlerini artırmalarına ve sektörde uluslararası rekabet olmaması nedeniyle de daha yüksek fiyat ayarlamaları yapabilmelerine olanak sağlamaktadır. Böylece reel döviz kurunun artması, kıt olan üretici kaynakların ticarete konu olan sektörlerden ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmesine neden olarak ihracatı olumsuz etkilemiştir. Öte yandan, ticarete konu olan sektörlerin ürünlerine yönelik talep, değerlenen TL nedeniyle büyük oranda ithal ürünlerle karşılanmıştır. Bunun sonucunda uluslararası rekabet gücü azalmış ve cari işlemler dengesi olumsuz etkilenmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2005:219; Yentürk, 2005:58, 164).

2.4.2. Portföy Yatırımlarının Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Türkiye ekonomisi 1989 yılında tam serbestleşmeyi sağladıktan sonra yoğun bir şekilde gelen portföy yatırımları sayesinde, kamu harcamalarını artırabilmiş ve kamu açıklarının finansmanını portföy yatırımları sayesinde sağlamaya çalışmıştır. Bu sayede ekonomi büyüme sürecine sokulmaya çalışılmıştır. Fakat bu uygulamalar Tablo 5'da görüldüğü gibi kamu borçlanma oranının giderek yükselmesine neden olmuştur.

Tablo 5: Türkiye Ekonomisi Kamu Kesimi Genel Dengesi, 1990-2008

Yıllar	KKBG / GSYH	Bütçe Açığı / GSYH	Faiz Ödemeleri / GSYH	Tasarruf / GSYH	Tasarruf – Yatırım Farkı
1990	7,410	-3,04	3,55	3,540	-5,20
1991	10,17	-5,32	3,82	0,900	-6,70
1992	10,62	-4,34	3,69	-0,80	-7,60
1993	10,28	-6,74	5,88	-0,90	-8,20
1994	6,190	-3,93	7,71	-0,20	-3,80
1995	5,020	-4,07	7,42	-0,10	-3,90
1996	8,760	-8,38	10,14	-1,50	-6,90
1997	7,830	-7,77	7,90	1,030	-5,60
1998	12,90	-5,40	8,80	-1,39	-6,60
1999	17,40	-8,70	10,25	-4,99	-9,90
2000	14,20	-7,90	12,3	-3,43	-8,60
2001	17,40	-11,9	17,1	-7,12	-11,2
2002	14,60	-11,5	14,8	-4,85	-9,70
2003	9,500	-8,80	12,9	-4,14	-7,80
2004	4,500	-5,20	10,1	-0,96	-4,20
2005	-0,40	-1,10	7,00	3,060	-0,90
2006	-2,30	-0,60	6,10	4,330	0,700
2007	0,100	-1,60	5,80	2,360	-1,50
2008	1,000	-1,80	5,30	2,150	-1,80

Gerçekleşme Tahmini Not: 1990-97 arası 1987 bazlı, 1998-2008 arası 1998 bazlı GSYİH değerleri kullanılmıştır.

Kaynak: Bu tablo DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler 1950-2006, DPT, Kamu Kesimi Genel Dengesi (Mayıs 2009), Maliye Bakanlığı, Merkezi Yönetim Bütçesi İstatistikleri (2006-2009), TÜİK, GSYH İstatistikleri'ne dayalı olarak düzenlenmiştir.

Finansal serbestleşme sonrasında birçok gelişmekte olan ülkede gözlenen kamu borçlanma oranının yükselmesi durumu, Türkiye ekonomisinde de 1990'lı yıllardan itibaren gözlenmeye başlamış ve kamu harcamaları içerisinde zamanla en büyük payı faiz ödemeleri almıştır. 1980'li yıllarda ortalama GSYH'nin %5 dolayında olan kamu kesimi borçlanma gereksinimi, 1990'lı yıllarda hızla yükselmiş ve 1993 yılında % 10,28 oranına kadar yükselmiştir. 1994 ekonomik krizi sonrasında IMF ile yapılan stand-by anlaşması sonrası inişli çıkışlı bir seyir izleyen KKBG, 1999 yılında %17,4 oranı ile 1990'lı yılların en yüksek seviyesine erişmiştir. 2000'li yıllarda yeniden yükselen KKBG 2001 krizinde %17 seviyesini tekrar aşmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005:220).

Tablo 6: Türkiye Ekonomisi Konsolide Bütçe Harcamaları (1990-2005).

Toplam Harcamalar İçindeki Pay (%)	Cari Harcamalar	Yatırım Harcamaları	Faiz Ödemeleri
1990	52,78	10,15	20,79
1991	50,54	8,99	18,48
1992	56,14	8,58	18,18
1993	45,63	7,53	24,00
1994	41,11	5,61	33,24
1995	37,66	5,37	33,68
1996	32,55	6,04	38,00
1997	34,78	7,39	28,51
1998	33,16	6,42	39,59
1999	32,60	5,58	38,16
2000	28,93	5,89	43,52
2001	25,13	5,91	50,58
2002	26,08	7,19	44,25
2003	27,42	5,11	41,73
2004	29,71	5,05	37,58
2005	31,20	5,90	29,20

Kaynak: Bu tablo DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler 1950-2006'e dayalı olarak düzenlenmiştir.

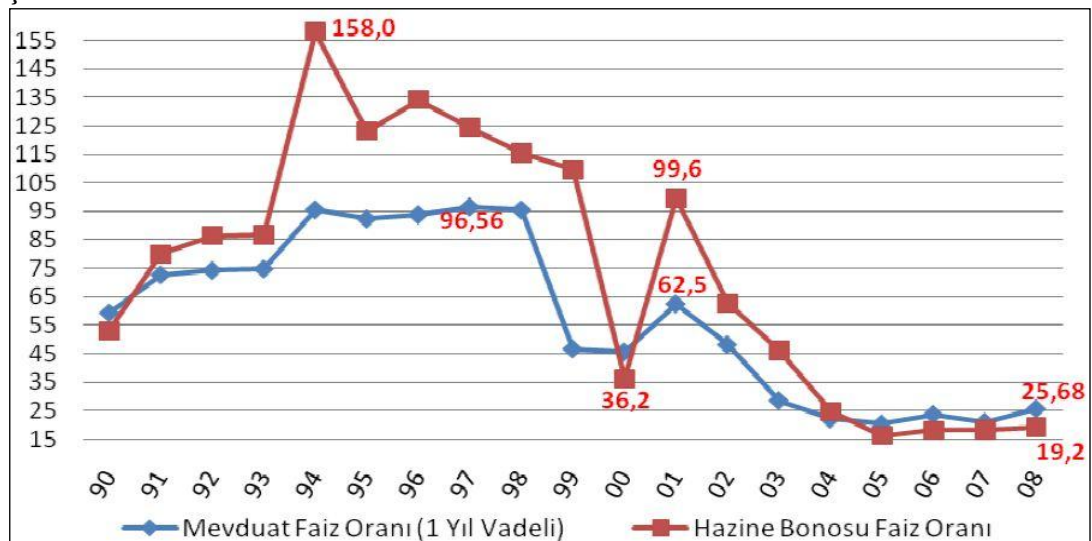
Türkiye ekonomisinde gözlenen bu aşırı borçlanma durumu, konsolide bütçe giderleri içerisinde faiz harcamalarının en büyük payı oluşturmasını sağlamıştır. Faiz ödemelerinin GSYH'ya oranı incelenen dönemde sürekli artan bir eğilim göstermiş ve 2001 yılında % 17,1 oranına yükselmiştir. Buna karşılık kamu harcamaları içerisinde cari harcamalar ve yatırım harcamalarının payı sürekli azalma göstermiştir. Tablo 6'da görüldüğü üzere, Türkiye ekonomisinde gözlenen bu borçlanma durumu, giderek daha yüksek faiz oranı ile borçlanma eğilimini ve borç faiz ödemelerini gerçekleştirebilmek için yeniden dış borç kullanma gereğini doğurmuştur. Bu durum, kamu dengesine ulaşılmasını engelleyen bir kısır döngü yaşanmasına neden olmuştur (Kepenek ve Yentürk, 2005:220). Bu nedenle bütçe açığı daha da artış göstererek kalıcı hale gelmiş, 1990'lı yıllarda %8 seviyesine erişen bütçe açığı/GSYH oranı, 2001 yılında yaklaşık %12 oranına kadar yükselmiştir.

Türkiye ekonomisinde 1990 yılı sonrası kalıcılık kazanan bütçe açığı ise negatif kamu tasarrufu olduğu için ekonomideki toplam tasarrufları düşürücü etkide bulunmaktadır. İncelenen dönemde, kamu harcamaları içerisinde faiz ödemelerinin payının sürekli artarken yatırım harcamalarının ve cari harcamaların payı sürekli azalma göstermiştir. Bu durum ekonomide 1980 dönüşümü ile benimsenen liberal politikalara uygun olarak açıklanabilmektedir. Çünkü uygulanan liberal politikalara

göre ekonomide kamunun ağırlığı azaltılmaya çalışılmıştır. Fakat aşırı borçlanma ile birlikte 1980'ler sonunda GSMH'nin %5'i oranında tasarruf yaratan kamu sektörü, 1990'lı yıllarda eksi tasarruf üretir hale gelmiştir. Böylece, kamu yatırımlarının azaltılmasına rağmen kamu tasarruflarının kamu yatırımlarından daha çok azalması, kamu yatırım-tasarruf açığının artmasına neden olmuştur (Yeldan, 2004:116-117). Kamu yatırım- tasarruf açığı ise ekonomideki toplam yatırım-tasarruf açığının artmasına neden olarak cari işlemler açığını artırıcı etkide bulunmuştur. Sonuçta, Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarının kamu açıklarının finansmanında kullanılması bütçe dengesine ulaşılmasını engelleyen bir kısır döngünün ortaya çıkmasına neden olmuş ve kalıcı hale gelen bütçe açıkları ise cari işlemler açığını artırıcı etkide bulunmuştur.

Öte yandan, kalıcı hale gelen ve artan bir eğilim izleyen kamu açıklarının finansmanının sağlanması için yurtiçi faiz oranı gelişmiş ülkelerin faiz oranı seviyesinin üzerine çıkarılmıştır. Bu sayede Türkiye ekonomisine yönelen portföy yatırımları, yatırım yapılan kamu kağıdının vadesi sonunda önemli bir faiz geliri elde etmiştir. Bunun yanı sıra, gelen sermaye akımının döviz kurunun değerlenmesine neden olması, yabancı sermayeye ek bir kazanç sunarak önemli bir faiz-kur arbitrajı fırsatı tanımıştır. Bu olgu, sermaye girişlerine bir süreklilik kazandırarak yeni bir kısır döngü yaratmıştır (Yentürk, 2003:11). Faiz oranının sürekli yükselmesine ve döviz kurunun değerlenmesine neden olan bu süreç kamu açıklarını daha da artırmıştır.

Şekil 9: Mevduat ve Hazine Bonosu Faiz Oranı



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2009

2.4.3. Portföy Yatırımlarının Yurtiçi Talep Üzerindeki Etkileri

Portföy yatırımlarının, Türkiye ekonomisinin sunmuş olduğu yüksek faiz-kur arbitrajı fırsatına yönelmesi yani spekülatif yatırımlara yönelmesi, yüksek faiz oranı seviyesinin düşmesini engellemiştir. Faiz oranının yükselmesi, yani finansal araçların getirisinin yükselmesi, sermaye akımlarının reel yatırımlara dönüşmesini engelleyerek, reel yatırımların azalmasına neden olmuştur. Böylece yatırımların finansal sektöre yani ticarete konu olmayan sektöre yönelmesine neden olan bir gelişme yaşanmıştır (Yentürk, 2005:63-64). Bu yatırımların ticarete konu olan sektörlerle yönelmemesi, Türkiye ekonomisinin uluslararası rekabet gücünü azaltıcı bir rol oynayarak cari işlemler hesabı dengesini olumsuz etkilemiştir.

Türkiye ekonomisinde 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucu yoğun bir şekilde yaşanan portföy yatırımları girişi yurtiçi talep üzerinde artırıcı etkilerde bulunmuştur. Portföy yatırımlarındaki artış, yurtiçi tüketim talebinin artmasına neden olarak yurtiçi tasarrufların azalmasında önemli bir rol oynamıştır. Yurtiçi tasarrufların azalması ise yatırım-tasarruf açığı şeklinde tanımlanan cari işlemler açığını artırıcı etkide bulunmuştur.

Tablo 7: Yurtiçi Talep Artışı İle İlgili Göstergeler, 1990-2008

Yıllar	Yatırım Malı İthalatı / Toplam İthalat	Ara Malı İthalatı / Toplam İthalat	Tüketim Malı İthalatı / Toplam İthalat	Tüketici Kredileri / Mevduat Bank. Kredileri	Mev. Bank. Kredi Büyüme / Mev. Bank. Mev. Büyüme
1990	18,1	72,4	9,30	0,890	1,45
1991	20,4	71,5	7,50	0,830	0,71
1992	21,1	70,8	7,70	1,170	1,04
1993	25,0	65,9	8,60	12,89	1,13
1994	22,4	71,2	5,90	6,050	0,57
1995	22,7	70,2	6,80	6,640	1,14
1996	23,7	65,9	10,1	8,040	0,97
1997	22,9	66,1	10,4	10,32	1,27
1998	23,1	64,4	11,7	12,67	0,60
1999	21,5	66,0	11,9	13,10	0,46
2000	20,9	66,1	12,7	24,60	1,41
2001	16,8	73,2	9,20	14,13	1,06
2002	16,3	73,0	9,50	18,99	0,07
2003	16,3	71,7	11,3	25,21	1,46
2004	17,8	69,3	12,4	33,06	1,55
2005	17,4	70,1	12,0	37,41	1,33
2006	16,7	71,3	11,5	39,34	2,18
2007	15,9	72,7	11,0	42,10	1,21
2008	13,9	75,1	10,6	42,32	0,82

Kaynak:TCMB, EVDS, DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler 1950-2006, Hazine Müsteşarlığı, Aylık Ekonomik Göstergeler, Nisan 2009, Yentürk, 2005:60'a dayalı olarak düzenlenmiştir.

Tablo 7'de görüldüğü üzere, finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisinde artan portföy yatırımları girişi yurtiçi tüketimi artırmış, artan yurtiçi tüketim talebi etkisi değerlendirilen döviz kuru ile birleşince özellikle tüketim malları ithalatı önemli miktarlara, yükselmiştir. 1990'lı yıllarda artan bir eğilim gösteren tüketim malı ithalatı/toplam ithalat oranı, 1994 ekonomik krizine bağlı olarak ekonominin küçülmesi ve döviz kurunda yapılan devalüasyon nedeniyle %5,9'a gerilemiştir. Portföy akımlarının izleyen dönemde yeniden başlaması ve ekonominin büyüme sürecine girmesi ile birlikte bu oran tekrar artış göstermiş ve 1999 yılında %11,9 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2000'li yıllarda ise, toplam ithalat içerisindeki tüketim malı ithalatı oranı artış göstererek ortalama %12 civarında gerçekleşmiştir.

Diğer yandan, literatürde finansal serbestleşme sonrasında birçok gelişmekte olan ülkede yerli bankaların uluslararası sermaye piyasaları ile yerli yatırımcılar arasında aracılık yapmaları nedeniyle, aşırı sermaye girişlerinin bankaların

kredilerinde artırıcı etki yaptığına dair önemli bulgular elde edilmiştir. Kredilerde yaşanan bu artış ise, gelişmekte olan birçok ülkede kredi büyümesine dayalı tüketim artışının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Tablo 7’de görüldüğü gibi, birçok gelişmekte olan ülkede gözlenen bu durum, Türkiye ekonomisinde de 1990’lı yıllardan itibaren yaşanmaya başlamıştır. Özellikle 2001 krizine kadar açık pozisyonla çalışan Türk bankacılık sektörü, kredi stokundaki büyümenin mevduattaki büyümeden daha hızlı artması sonucuna neden olmuştur (Yentürk, 1999:97). İncelenen dönemde, mevduat bankaları kredilerindeki büyümenin oranı mevduat bankaları mevduatlarındaki büyümeye oranı birkaç yıl dışında sürekli 1’den büyük olarak gerçekleşmiştir.

Sermaye girişine ve dolayısıyla kredi stoklarındaki bu büyük artışa bağlı olarak ortaya çıkan kredi patlaması, özellikle tüketici kredilerinde önemli bir artışa neden olmuştur (Yentürk, 1999:97). Mevduat bankalarının verdikleri toplam krediler içerisinde tüketici kredilerinin oranı sürekli bir artış eğilimi göstermiştir. 1990 yılında %1’den daha az olan bu oran, yıllar içerisinde önemli bir artış göstererek 2008 yılında toplam kredilerin %42’si oranına kadar yükselmiştir. Tüketici kredilerinde yaşanan bu önemli gelişme, özel tüketim harcamalarını teşvik ederek tüketim talebinin ve dolayısıyla tüketim malı ithalatının artmasını sağlamıştır. Ekonomideki toplam tasarrufları azaltan ve dış ticaret dengesini olumsuz etkileyen bu gelişme, cari işlemler açığını artırıcı etkide bulunmuştur.

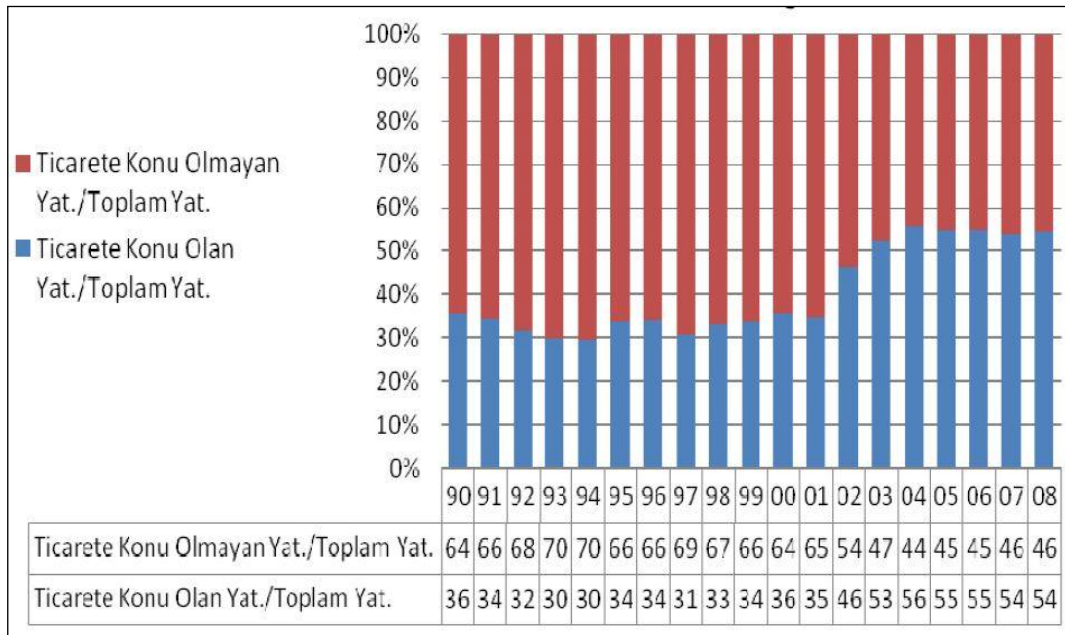
Türkiye ekonomisinde portföy yatırımları girişi ile birlikte TL’nin yabancı paralar karşısında değerlendirilmesinin ve yurtiçi talebin artmasının çeşitli sektörler üzerinde farklı etkileri bulunmaktadır. Yurtiçi tüketim talebinde ortaya çıkan bu artış, ticarete konu olan sektörlerde değerlendirilen TL nedeniyle görece olarak ucuzlayan ithalat ile karşılanmıştır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, yaşanan yurtiçi talep artışı bu sektörlerde uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle üreticilerin yüksek fiyat artışlarına gitmesine olanak vermiştir (Yentürk, 2003:13; Yentürk, 2005:65). Sektörde eksik rekabetin hakim olması, bu sektöre yönelik yurtiçi talebin artması ile birlikte yatırım artışını beraberinde getirmiştir. Uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyen bu gelişme, cari işlemler açığının artmasında önemli bir rol oynamıştır.

2.4.4. Portföy Yatırımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

1989 yılında finansal hareketlerin serbestleşmesi sonrası aşırı portföy yatırımları girişi ile yabancı paralar karşısında değerlenen TL, kamu dengesine ulaşılmasını engelleyen kısır döngü nedeniyle yükselen faiz oranı ve artan yurtiçi talep yatırımlar üzerinde olumsuz etkilerde bulunmaktadır. İncelenen dönemde portföy akımlarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisi başlıca iki noktada özetlenebilmektedir. Birincisi; portföy yatırımları sayesinde Türkiye ekonomisine akıtılan kaynak reel sektöre yönlendirilerek reel yatırımlara dönüşmemiş, bu kaynaklar faiz-kur arbitrajı fırsatı arayan, kısa dönemli kazançlara yönelen spekülasyon yatırımlarına yönelmiştir (Yentürk, 2005:64). İkincisi ise; ticarete konu olan sektörlerde yatırım eğilimi azalırken, yatırımlar ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmiş ve bu nedenle uluslararası rekabet gücü olumsuz etkilenmiştir.

Ticarete konu olan sektörlerde yurtiçi talep artışı öncelikle değerlenen TL nedeniyle ucuzlayan ithalat ile karşılanmıştır. Ticarete konu olan sektörlerle yönelik yatırımların azalmasına neden olan bu gelişme, uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir. Rekabet gücünün azalması nedeniyle ihracatçı sektörlerde yatırımlardan uzaklaşma, ithalatla rekabet eden sektörlerde ise ithalatın ucuzlaması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma gerçekleşmiştir (Yentürk, 2003:13). Böylelikle, üretici kaynaklar ticarete konu olan sektörlerden ticarete konu olmayan sektörlerle doğru kaymıştır.

Türkiye’de 1980-2008 döneminde özel sektör yatırımlarının sektörel dağılımı Şekil 10’da verilmektedir. Aşırı portföy akımları girişinin yatırımlar üzerindeki bu olumsuz etkilerini özel yatırımlar içerisinde özel sektörün ticarete konu olan sektörlerle yaptığı yatırımların payından takip edebilmekteyiz. 1990’lı yıllarda ortalama %33 ile çok düşük seviyelerde olan ticarete konu olan sektörlerle yönelik yatırım oranı, 2000’li yıllarda artış eğilimi göstermiştir. 2004 yılında %55,8 ile en yüksek seviyesine erişen bu oran, artış göstermesine rağmen hala yetersiz düzeyde bulunmaktadır. %60 seviyesine dahi ulaşamayan ticarete konu olan sektörlerle yönelik yatırım oranı, uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkileyen bir gelişme olarak cari işlemler açığını artırıcı bir etkide bulunmuştur.

Şekil 10: Özel Sektör Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:2009

Aşırı portföy yatırımları girişi kalıcı kamu açıklarının oluşmasına, faiz oranının yükselmesine ve döviz kurunun değerlenmesine neden olmaktadır. 1989 yılı sonrası Türkiye ekonomisinde kamu harcamaları içerisinde faiz ödemelerinin payı sürekli artarken yatırım harcamalarının payı sürekli azalma göstermektedir. Kamu yatırımlarının özellikle ticarete konu olmayan sektörlerdeki altyapı yatırımları ve eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerine yönelik yatırımlar olması özel sektör yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Kamunun kaynak yetersizliği nedeniyle eksik bıraktığı bu yatırımlar, özel sektöre rekabetin olmadığı ve yüksek karlılığın olduğu bir alan yaratmakta ve özel sektör yatırımları bu alanlara yönelmektedir. Bu gelişme, ticarete konu olmayan sektörlerle yönelik özel sektör yatırımlarının yönelmesinde etkili olan bir diğer faktördür (Yentürk, 2005: 64, 163).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI, RİSKLERİ VE ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ

3. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Yıllardır yapılan analizler göstermektedir ki, Türkiye'nin kalkınması yolunda gerekli yatırımların gerçekleştirilebilmesi için yerel tasarruf ve kaynaklar yeterli düzeyde değildir. Sürdürülebilir kalkınma için, iç dinamiklerin harekete geçirilmesi dışında politika yapıcıları alternatif bir kaynak olan doğrudan yatırımlara gereken önemi vermelidirler ve bu kaynaktan en verimli biçimde nasıl yararlanılacağına araştırılması gerekmektedir (Tatlısöz ve Kar, 2008:2). Bu nedenle Yabancı portföy yatırımları konusunu tamamlayan konuları alt bölümde incelenmiştir.

3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları

Uluslararası portföy yatırımları, yatırımcılara farklı ülkelerde ulusal koşullardan daha farklı pozisyonlarda ve farklı şirketlere yatırım yapma olanağı sunmaktadır. Uluslararası alanda yatırım yapmak aynı zamanda yatırımcılara, portföy çeşitlendirmesi yapmak suretiyle riskini ve getirisini farklılaştırabilme imkanı sunmaktadır (Vurgun, 1994: 13).

Ulusal ve uluslararası çeşitlendirmede yöntem aynı olmakla birlikte, uluslararası yatırımlarda ulusal çeşitlendirmeye göre portföy optimizasyonu daha iyi sağlanabilmektedir. Portföy optimizasyonu ancak en düşük risk ve en yüksek getiri seviyesinde sağlanabilmektedir.

Farklı ülkelerdeki portföy yatırımı, yatırımcılara daha fazla çeşitlilik sağlamaktadır; ancak uluslararası alanda portföy yaparken dikkat edilmesi gereken yatırım yapılan ülke borsaları arasındaki korelasyonlardır.

Aralarında yüksek korelasyon bulunan ülke borsaları birlikte hareket ettiğinden, bir borsada zarar edildiğinde, diğerinde de zarar etme olasılığı yüksek olmaktadır. Aynı durum menkul kıymetler arasındaki ilişki için de geçerlidir. Aynı

yönde hareket etme eğilimi içerisinde olan menkul kıymetlerle riski azaltmak söz konusu olamamaktadır (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993: 108).

Portföy yatırımlarında riski azaltmanın bir diğer yolunun da endüstri çeşitlendirmesi olduğundan bahsetmiştik; ancak yapılan araştırmalar göstermiştir ki, uluslararası çeşitlendirme yapmak, sadece ulusal düzeyde yapılan endüstri çeşitlendirmesine göre riski daha fazla azaltmaktadır.

Uluslararası sermaye piyasaları birbirleriyle tam bir ilişki içerisinde olmadıklarından, portföy çeşitlendirmesi imkanını ortaya çıkarmaktadır. Ülke borsaları arasındaki korelasyona bakarak yada menkul değerler arasındaki ilişkileri inceleyerek portföy optimizasyonunu sağlamak mümkündür.

Uluslararası alanda yatırım yapabilmek için yatırımcıları dikkat ettiği noktalardan birkaçından bahsedecek olursak, ülkedeki menkul kıymetlerin verimliliklerinin farklı olması gereklidir. Yani ülkedeki farklı endüstrilerdeki veya aynı sektörde faaliyet gösteren şirket hisse senetlerinin farklı yönlerde hareket etmesi gerekir (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993: 109).

Yatırım yapılacak ülkedeki enflasyon oranları ise bir diğer önemli noktadır. Yatırımcılar enflasyon riskine karşı korunmak istemektedirler. Dolayısıyla elde edecekleri getiriyle birlikte alım güçlerini enflasyon karşısında korumayı veya arttırmayı hedeflerler (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel, 1997: 65).

Bu nedenle yatırım yapılırken seçilecek ülkelerin enflasyon rakamlarının farklı olmasını tercih etmektedirler. Böylelikle farklı ülkelerde riski dağıtmak mümkün olabilmektedir.

Ülkelerin enflasyon rakamlarının yanı sıra büyüme oranlarının da farklı olması tercih edilir. Riski gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsaları arasında dağıtmanın daha uygun olduğu düşünülmektedir. Ülkenin genel ekonomik göstergeleriyle birlikte, yatırım yapılacak işletmeyle ilgili de bilgi sahibi olunması gerekir. Bu nedenle aracı kurumları şirketlerle ilgili tam enformasyon sağlaması çok önemlidir. Şirketlere ait mali tabloların zamanında ve uluslararası standartlarda yatırımcılara ulaştırılması gerekir. Ülkede yabancı yatırımcılara uygulanan yatırım koşullarının da uygun olması ve yatırımcılar tarafından bilinmesi gerekir (Uzunoğlu, Alkin, Gürlesel, 1997: 89).

Yatırım portföyleri tamamen yatırımcıların ihtiyaçlarına göre belirlenir. Aynı risk seviyesini taşıyan menkul kıymette yüksek getiri olan tercih edilir. Bu durumda yatırımcının riskin ne kadarını göze alabildiği önemlidir. Riskten kaçınmak isteyen bir yatırımcı ise getirisini daha düşük seviyede tutacaktır; ancak sadece tek yönlü yatırım yapmak yerine, yatırımcılar yüksek riskli bir menkul değerle, düşük riskli bir menkul değerden oluşan veya zıt korelasyona sahip ülke borsalarında portföy oluşturarak risklerini dağıtabilirler.

3.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalar

Ulusal piyasalarda fon sunanlar ve talep edenler belirli bir ülke ile sınırlı iken, uluslararası sermaye piyasalarında, fon arz ve talebi uluslararası fon arz ve talep edenlerle birlikte, ulusal şirketlerin dışında aynı zamanda fon talep eden ve çoğunlukla uluslararası arenada faaliyet gösteren global şirketlerdir.

Uluslararası sermaye piyasaları büyük çaplı işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşıladıkları, birçok ülkenin kısmen de olsa uluslararası piyasanın bir parçasının olduğu ve birçok ülkenin tasarruf sahiplerinin işlem yaptığı piyasalardır (Pazarlıoğlu, Gülay, 2007: 4).

Uluslararası sermaye piyasası son yıllarda işlem hacmi itibarı ile önemli boyutlara ulaşmıştır. Günümüzde başta New York Borsası olmak üzere Tokyo, Londra, Frankfurt uluslararası sermaye piyasasının önemli merkezleri haline gelmiştir. Bu piyasalarda etkin rekabet olmasıyla birlikte aynı zamanda dayanışma da söz konusudur.

Uluslararası sermaye piyasasının etkin olarak işleyebilmesi aşağıda sıralanan koşulların sağlanmasına bağlıdır (Yılmaz, Yılmaz, 1999: 18):

- Ulusal ekonominin güçlü ticari ve endüstriyel potansiyele sahip olması, uluslararası piyasada işlem yapabilecek bir risk sınıfına ait olması,
- Uluslararası piyasada işlem yapabilecek nitelikte fon talebi ve arzının bulunması,
- Uluslararası finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde kullanılacak istikrarlı para birimlerinin olması,
- Uluslararası piyasada işlem yapmak isteyen ülke yada işletmelerin

uluslararası piyasalar ile entegrasyonunu sağlayabilecek etkin bir ulusal sermaye piyasasının oluşması,

- Uluslararası sermaye hedeflerinin transferini sağlayacak yasal mevzuatın bulunması,
- Uluslararası sermaye piyasası işlemlerini ulusal sermaye piyasasına göre tercihli kılan bir vergi yapısının oluşması,
- Uluslararası sermaye piyasasının daha düşük maliyet ile fon sağlaması, bu piyasaya sunulan fonlardan daha yüksek gelir elde edilmesi,
- Ulusal sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasındaki etkinlik ve ulusal sermaye piyasasında aracılık yapan kurumların güvenilirliğidir.

Piyasaların etkin olarak işleyebilmesi, saydığımız kriterlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Uluslararası işletmelerde de sermaye yapısının oluşturulmasında temel kriterlerinden biri sermaye maliyetini minimize etmektir. Bunu da uluslararası arenada fon talep ederek elde edebilirler. Ancak ülkelerin fon transferlerini kısıtlayıcı yasal sınırlamaların olması, sermaye maliyet minimizasyonunu engellemektedir. Bu nedenle yasal engellerin ortadan kaldırılması, etkin bir piyasa için gereklidir (Yılmaz, Yılmaz, 1999: 22).

Fon arz edenlerle fon talep edenlerin karşılaştığı uluslararası piyasalarda, daha dar kapsamlı olan ulusal pazarlara göre, daha düşük maliyetli fon sağlandığından işletmeler bu piyasalara yönelmektedir. Uluslararası pazarda işlem yapan işletmeler, birçok ülkede yatırım yapan, birçok pazarda faaliyet gösteren ve farklı para birimleriyle işlem yapan şirketlerdir. Bu da uluslararası finansal yönetimin olmasını gerektirmektedir.

Uluslararası piyasalar temel olarak iki önemli işlevi yerine getirirler. Bunlardan bir tanesi ulusal piyasalar ile uluslararası piyasaların entegrasyonunun sağlanmasıdır. Bir yandan finansal sistemin genişlemesi sağlanırken, diğer yandan ulusal piyasaların finansal piyasalar üzerindeki etkisi artmaktadır.

3.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Yatırımcılar Üzerine Etkileri

Finansal araçların uluslararası alanda genişlemesi daha fazla fon alıcı ve satıcısının bir araya gelmesi demektir, böylece finansal piyasalarda etkinlik artmaktadır ve büyüme artmaktadır. Uluslararası alanda karşılaşan fon arz ve talepleri, fon sağlamak isteyen şirketler kadar yatırımcılar üzerinde de olumlu etkileri vardır. Finansal alandaki bütünleşme yatırımların artmasıyla birlikte ülke refahına katkı sağlarken, bireyler de fayda sağlamaktadır. Yatırımcılara sağladığı katkıları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Esen, 1998: 24-26):

- 1- Sermaye piyasalarının bütünleşmesiyle birlikte, aracı kurumlar serbestçe yatırımcılara hizmet ve ürün sunumunu yapabilmektedirler. Bunun yatırımcılar üzerindeki etkisi ise serbestleşen finansal piyasalarda fon arzı ve likiditenin artmasıyla birlikte yatırımcılar yatırım kararlarını tüm ülkelerdeki finansal gelişmeleri göz önünde bulundurarak daha istikrarlı kararlar alabileceklerdir.
- 2- Bütünleşmenin diğer bir faydası ise, yabancı yatırımcıların bizim ülkemizdeki yaptığı yatırımlarla işlem hacminin artmasına katkı sağlamasıdır.
- 3- Türkiye sermaye piyasalarında, yerli yatırımcının piyasalara çekilmesinde eksiklik yaşansa da, fiyat dalgalanmalarında ve yüksek getiri imkânlarından dolayı yabancıların ilgisini çekmektedir.
- 4- Türk sermaye piyasaları, uluslararası alanda 'Emerging Piyasalar' olarak adlandırılır. Emerging piyasaların özelliği hızlı gelişme potansiyeline sahip olmasıyla birlikte yüksek getiri sağlar ve aynı zamanda yüksek riski de beraberinde getirir.
- 5- Türkiye'de IMKB'de dalgalanma fazla olabilmektedir. Riskli olması da buradan kaynaklanır. Dalgalanmanın nedeni ise, ülkedeki ekonomik istikrarsızlıktan ve borsanın sığ olmasından kaynaklanmaktadır.

3.1.3. Uluslararası Finansal Piyasalarda Volatilité

Volatilité, kısa bir süre içinde borsa getiri değerlerinin belirli bir ortalamadan uzaklaşması anlamına gelmektedir. Yaşanan ani iniş ve çıkışların belli bir nedene

bağlı olmaması, yatırımcıları sermaye piyasalarından uzaklaştırarak işlem hacminin artmasında olumsuz bir etki yaratmaktadır.

Son yıllarda finansal piyasaların artmasıyla, sermaye piyasalarındaki gelişmeler tüm dünyada reel üretimdeki gelişmelere göre daha çok izlenir hale gelmiştir. Özellikle gelişmiş ülke finans sektörlerinin toplam piyasa değerinin milli gelir üzerinde seyrediyor olması, sermaye piyasalarına verilen önemin artmasının nedenlerinden biridir (Gürlel, Alkın, Uzunoğlu, 1997: 106-110).

Ülkedeki gerek bireysel gerekse kurumsal tasarrufların yatırıma dönüştürülebilmesi, sermaye piyasalarının gelişmiş olması ve sağlıklı çalışmasıyla doğrudan ilgilidir; ancak Türkiye'ye bakıldığında sermaye piyasalarında yatırımcıların oranının, nüfusa göre oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkeler, finans piyasalarını geliştirmek için araştırma kaynaklarını ve zamanlarını finansal piyasalar üzerine yoğunlaştırırken, İMKB volatilitésinin yüksek seviyelerde volatilité göstermesi, yerli yatırımcıların borsaya olan talebini olumsuz etkilemektedir (Korkmaz, 2001: 71).

Fiyatlardaki volatilité ve işlem hacmi arasında yüksek bir korelasyon olduğu çeşitli piyasalarda yapılan araştırmalarla ortaya konulmuştur. Bu ilişkinin nedeni tam olarak açıklanamasa da, yüksek korelasyonun öneminin sebepleri açıktır. Finansal piyasalar hakkında bilgi edinmek için, söz konusu piyasanın volatilitésine ve işlem hacmine bakmak gerekmektedir. Yatırımcı portföy oluştururken birçok unsuru göz önünde bulundurur. Piyasadaki fiyat volatilitésini ve fiyatlar da bu unsurlardan yalnızca biridir. Bir piyasada eğer işlem hacmi yüksek değilse bu durumda akışkanlık azdır. Bu da piyasada yüksek fiyat volatilitésini gösterir. Eğer finansal piyasalarda işlem hacmi yüksekse, bu durumda akışkanlığın çok olduğunu ve fiyat volatilitésinin düşük olduğunu söylemek mümkündür.

Yabancı yatırımcıların İMKB'yi tercih etmelerinin nedeni de yüksek fiyat volatilitésidir. Yüksek faiz oranları kısa vadeli yabancı yatırımları çeken diğer bir unsurdur. Yabancı yatırımcılar ülkeye geldiklerinde, paralarını Türk Lirasına çevirerek yatırım yaptıklarından piyasadaki döviz arzı artmaktadır. Yükselen döviz arzı ise, dalgalı kur sisteminde döviz fiyatlarında düşmeye yol açmaktadır. Kur riski ise bu noktada yabancı yatırımcılar için önem arz etmektedir. Yatırımcılar borsadan elde edecekleri getirinin, döviz kuru riskine maruz kalmasını istemeyecekler,

dolayısıyla ülkeden paralarını çekmek isteyeceklerdir. Bu noktada yüksek fiyat volatilitesine sahip hisse senetleri yerine yüksek faiz veren finansal araçları tercih edeceklerdir. Türkiye'deki faiz oranları, yabancıların kendi ülkelerindeki düşük faizlerle elde edecekleri risksiz getiriden daha fazlasını yatırımcılara sağladığından Türkiye finans piyasaları cazip hale gelmektedir (Akyüz, Boratav, 2002: 37).

3.2. Risk Tanımı, Risk Türleri ve Sınıflandırılması

Risk genel olarak beklenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığını göstermektedir. Risk, bir konuda tahmin etme potansiyelini etkileyerek sonuçları belirleyen çevresel faktörlerdir. Finansal açıdan risk ise, bir getirinin geleceğin alternatif durumlara bağlı olması ve bu durumlardan en az birinin negatif ya da pozitif sonuçlanabilmesi durumudur.

3.2.1. Risk türleri

Bir yatırım yaparken yatırımcının düşündüğü tek bir şey vardır, o da elde edeceği getiriye maksimum düzeye taşımaktır. Ancak portföy yatırımlarında göz önünde bulundurulması gereken bir diğer faktör, getiriye maksimize etmeye çalışırken risk düzeyini minimumda tutmaya çalışmaktır.

Yatırımcı elde edeceği getiri ve göze alabileceği risk arasında bir tercih yapmak durumundadır. Bu durumda riski bir şekilde dağıtmak isteyecektir. Riski iki temel grupta inceleyebiliriz. Bunlardan birincisi; sistematik risktir. Sistematik riskler çeşitlendirmeye veya farklı yöntemlerle azaltılamayan risklerdir. Bir başka deyişle dünya konjonktüründen kaynaklanan ve her bir yatırımcının katlanması gereken risktir (Karluk, 1997: 406).

Piyasa bir bütün olarak yükselme trendine girdiğinde, bütün menkul kıymetlerin değeri yükselecektir. Finansal varlıkların getirileriyle, kendi sınıfındaki finansal varlıkların değerleri arasında sistematik bir ilişki vardır. Bu nedenle finansal varlıklar arasında yapılacak bir çeşitlendirmeye, sistematik riskten kaçınmak mümkün değildir. Bu riskleri genel olarak; pazar riski, faiz oranı riski ve enflasyon riski olarak sıralayabiliriz.

Bir diğerk risk ise; çeşitlendirmeyle azaltılabilecek olan sistematik olmayan risktir. Sistematik olmayan risk grubunu; yönetim riski, faaliyet riski, endüstri riski, finansal risk olarak sınıflandırabiliriz.

Herhangi bir ülkedeki ekonomik durumdan kaynaklanan riskler, yatırımcı açısından olumsuz bir etken oluşturur ve portföy çeşitlendirmesine giderek, göze alacağı riski azaltma yoluna gidecektir. Sistematik olmayan risklerden farklı enstrümanlara veya farklı ülkelere yatırım yaparak kaçınmak mümkündür.

3.2.1.1. Sistematik Risk

Sistematik riski genel olarak tanımlarsak; tüm yatırımların getirilerini etkileyen risk olarak tanımlayabiliriz. Sistematik riskin kaynakları, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimlerdir. Bu değişimler piyasadaki tüm menkul kıymetleri ve işletmeleri aynı anda etkiler diyebiliriz. Bu alt bölümde sistematik risk üç başlık altında incelenmiştir.

3.2.1.1.1. Enflasyon Oranı Riski

Enflasyon riski; yatırım aracı ayırt etmeksizin her türlü finansal varlık yatırımında üstlenilen bir risktir. Enflasyon riski zaman içerisinde mal ve hizmet fiyatlarındaki artış sonucunda, aynı gelir seviyesinde satın alma gücünü ifade eder.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde yapılan araştırmaya göre, sabit getirili yatırım araçları enflasyona karşı koruyucu bir finansal araç olamamaktadır. Hisse senetlerine bakıldığında ise, fiyat endeksleriyle arasındaki korelasyon çok yüksek olmasa bile, enflasyona karşı koruyucu olduğu kabul edilmektedir (Eduardo, 1996: 412).

Yatırım yapılacağı zaman enflasyon oranının iyi tahmin edilmesi gerekir. Satın alma gücünün azalması, menkul kıymetlerin reel verimini azaltmaktadır. Dolayısı ile enflasyon oranında yanlış bir tahmin yürütülmesi, yatırımcıları satın alma gücü riskiyle karşı karşıya bırakacaktır.

Enflasyondan kaynaklanan satın alma gücündeki azalma eğer yatırım yapılan menkul kıymetler ile karşılanabiliyorsa ve getiri enflasyon ortamında arttırılabiliyorsa, bu durumda yatırım yüksek dereceli olarak sınıflandırılır. Eğer yatırım yapılan menkul kıymetler enflasyon karşısında koruyucu olamıyorsa, bu durumda yatırımlar düşük dereceli olarak sınıflandırılacaktır.

Menkul kıymet yatırımlarında, enflasyona karşı koruma için dikkat edilecek nokta, yatırım yapılan şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin değişebilir olmasıdır. Aynı zamanda bu şirketin satış miktarlarıyla, satış fiyatları arasındaki ilişkinin yüksek olmaması gerekir. Yatırım yapılan şirket, enflasyon oranını mal ve hizmetlerine yansıtılabilmelidir.

3.2.1.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, piyasadaki faiz oranındaki değişimlerden kaynaklanan, daha önce yatırım yapılmış finansal varlıklardan elde edilecek getirilerdeki azalmayı ifade eder. Yatırım yaparken riske girmekten kaçınarak, sabit getirili finansal araçlara yatırım yapanlar faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Faiz oranlarındaki değişimler karşısındaki etkiyi en aza indirebilmek için yapılacak olan, daha önce satın alınmış olan tahvili vade sonuna kadar elde tutmaktır. Böylelikle anaparaya zarar gelmeden faizin tamamı alınmış olacaktır. Vadesine az kalan ve getirinde vade sonuna kadar fazla bir değişiklik olmayacağı düşünülen tahviller, riskten korunmak isteyen yatırımcılar için alternatif oluşturmaktadır (Akdiş, 2002: 5).

3.2.1.1.3. Pazar Riski

Pazar riski bazen belli bir nedene bağlı olarak, bazen de herhangi bir neden olmadan menkul kıymet piyasalarında yaşanan dalgalanmaların oluşturduğu risktir. Piyasalarda yaşanan bu dalgalanmalar menkul kıymetlerin değerini düşürücü etki oluşturabilmektedir. Piyasadaki volatiliteden kaynaklanan riskler direkt olmayan risk olarak isimlendirilebilir (Kutlar, 2005: 252, 308).

Direkt riskler olarak, faiz oranı riski, döviz kuru riski, hisse senedi fiyatlarından kaynaklanan riskleri sınıflandırabiliriz. Döviz kuru riski hem işletmeler üzerinde hem de yatırımcılar üzerinde etkili olmaktadır. Çeşitli siyasal olaylar, ödemeler dengesindeki açıklar gibi nedenlerle meydana gelebilecek, ulusal para değerindeki azalma veya artma döviz kuru riskini oluşturmaktadır. Döviz kurlarında yaşanan değişimlerden kaynaklı olarak işletmelerin bilançolarında yaşanabilecek olumlu veya olumsuz değişimler, doğrudan şirket hisse senetleri üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarının etkisi yatırımcıların elde edeceği getiriler üzerinde etki yaratacaktır

Ülke içindeki karışıklıklar, beklenmeyen sorunlar, ekonomi politikaları menkul kıymet piyasalarında dalgalanmalara neden olur. Yatırımcıların piyasalarla ilgili olarak olumlu veya olumsuz düşünceleri menkul kıymet pazarlarının etkinliğini farklılaştırıcı rol oynayabilmektedir.

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında hisse senetleri, herhangi bir fiyat değişikliği gösterdiğinde bu trend uzun süre devam edebilir. Gelişmekte olan finansal piyasalarda ise dalgalanma daha yüksek olmaktadır. Hisse senetlerinin fiyat dalgalanmalarının geçmiş dönemleri incelendiğinde, fiyat hareketlerinin aralığı ne kadar genişse Pazar riskinin de o kadar fazla olacağı söylenebilir.

Pazar riski, sabit getirili menkul kıymetler üzerinde hisse senetlerinde olduğu kadar fazla etki yaratmamaktadır. Hisse senetleri içerisinde ise, yüksek kaliteli olarak adlandırılan hisse senetleri Pazar riskine karşı daha dayanıklıyken, düşük kaliteli hisse senetleri Pazar riskinden daha çok etkilenmektedirler.

3.2.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Bu tür risk, halka açık şirketlerin faaliyette bulunduğu endüstriye özgün faktörlerden kaynaklanır. Belli bir şirket ve endüstri koşullarının ortaya çıkardığı risk olduğu için çeşitlendirme yolu ile giderilebilir. Yatırımcıların farklı endüstri ve firmalara ait menkul değerler arasında çeşitlendirmeye giderek sistemik olmayan riski elimine etmeleri mümkündür. Bu alt bölümde sistemik olmayan riskler dört başlık altında incelenmiştir.

3.2.1.2.1. Yönetim Riski

Yatırım yapılacak şirketin, şirket politikaları hisse senetleri üzerinde etkili olabilmektedir. Şirket yöneticilerinin uygulamaya koyacakları yanlış bir karar, yanlış yatırım alanına girilmesi, pazarlama veya büyüme stratejilerinin doğru belirlenememiş olması elde edilecek karlar üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır (Afşar, 2004: 22).

Yapılacak yanlış yatırım kararları, işletmenin sabit giderlerinde artmaya yol açacak, dolayısıyla faaliyet riskinin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Şirket politikalarının, toplu sözleşmelerinin greve yol açabilecek olması ise finansal riskini

olumsuz yönde etkileyecektir. Bu nedenle yatırım yapılırken, şirketin yönetim politikası hakkında bilgi sahibi olmak, yönetim riskinin doğuracağı olumsuz sonuçlardan korunmayı sağlayacaktır.

3.2.1.2.2. Faaliyet Riski

Faaliyet riski şirket çalışanlarının kasıtlı veya yanlışlıkla yaptığı yanlışlar ile teknolojik hatalardan kaynaklanan risktir. Bu riske karşı sistemlerin denetiminin düzenli olması, şirket planlamasının iyi yapılması gerekmektedir. Yönetimden kaynaklanan eksiklikler prosedür yanlışlıkları faaliyet riskine neden olacağı gibi, piyasa riskine de neden olabilmektedir. Stratejik planlama bu noktada önem kazanmaktadır. İşletmenin faaliyet gösterdiği yer gibi unsurlar doğru belirlenmeli, maliyetleri arttıracak risklerden kaçınmak için şirket planlanması doğru yapılmalıdır (Gujarati, 1999: 712).

3.2.1.2.3. Endüstri Riski

Yatırımcılar açısından, tercih edilecek menkul kıymetin bağlı olduğu endüstri önem taşımaktadır. Endüstriler birbirine benzer mal ve hizmetleri üreten işletmelerdir. Ülkede izlenen politikalar, endüstri ile ilgili teşvikler veya yasalar belli endüstriler üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla bir endüstrinin etkilendiği koşuldan, farklı bir alanda üretim yapan endüstri etkilenmeyebilir. Bu noktada ortaya endüstri riski çıkmaktadır.

Endüstrilerde yaşanacak olumlu veya olumsuz pozisyonlar, işletmelerin sermaye piyasalarındaki durumunu da etkileyecektir. Şirket hisseleri olumsuz bir durumda değer kaybedebileceğinden, yatırımcılar bu riske karşı kendilerini korumak isteyeceklerdir. Yatırımcının, endüstrilerle ilgili gelişmeleri ve devlet teşviklerini takip etmesi, ileriye yönelik tahminlerinin daha tutarlı olmasını sağlayacaktır.

Endüstrinin üretim yaptığı alan ise bir diğer önemli konudur. Eğer işletme zorunlu tüketim malları üretiyorsa bu durumda mallara olan talep piyasa koşullarından çok kolay etkilenmeyecek, dolayısıyla menkul değer fiyatlarındaki dalgalanmalar fazla olmayacaktır. Yurtdışı bağlantılı olan üretimlerde, hammadde ihtiyacı yurtdışından karşılanıyorsa bu durumda endüstrinin, yerli hammadde kullanılan endüstriye göre daha fazla risk taşıdığını söylemek mümkündür.

3.2.1.2.4. Finansal Risk

Finansal risk şimdiki ve gelecekteki bir zaman arasında çevredeki değişimlerin bir sonucu olarak portföylerdeki olası değişimlerin ölçümü olarak tanımlanmıştır. Yatırımcı açısından finansal risk, bugün bir şirket hisse senedine yapılan yatırımın gelecekteki getirisi ve bu geliri elde edebilme olasılığıdır. Hisse senetlerinde şirkete ortak olan yatırımcıların, kar paylarını alması ve sermaye paylarını geri almaları konusunda herhangi bir hukuki düzenleme bulunmamaktadır (Gujarati, 1999: 744).

Sabit getirili yatırım araçlarına baktığımızda ise, tahviller hisse senetleriyle karşılaştırıldığında finansal risk açısından daha güvenilirdir. Tahvil sahiplerinin vade sonunda alınacak miktarın ödenmesi yasalarla korunmuştur.

Hisse senetlerinde geleceğe yönelik, tahvillerdeki gibi bir korunma bulunmamaktadır. Hisse senedi yatırımlarında elde edilecek getiri, işletmelerin faaliyetleriyle doğrudan ilgilidir. Üretilen mal ve hizmet, ürünlerin gördüğü talep ve işletmenin elde edeceği getiri aynı zamanda yatırımcıların finansal ürünlerden elde edeceği getiriyi etkileyeceğinden, şirketle ilgili tahminlerin doğru yapılması gerekmektedir.

Şirket açısından finansal risk konusuna baktığımızda, işletmenin faaliyet gösterdiği sektör, rakiplerin daha kuvvetli olması, şirketin kaynakları, ürünlerin modasının geçme olasılığının olması gibi unsurlar finansal riski oluşturmaktadır. Dolayısıyla işletmenin rakipleri arasındaki durumu, piyasada tekelci konumda olması bu işletmenin hisse senedine olan talebi etkileyecektir.

3.2.2. Riskin Dağıtılması

Yatırımcılar yatırımlarını yaparken elde etmek istedikleri getiriyi ve göze alabilecekleri risk oranını göz önünde bulundurarak yatırım yaparlar. Örneğin hisse senedi yatırımlarında, şirketlerin yönetimi, makro ekonomik konjonktürden etkilenme şiddeti önemlidir. Enflasyona karşı korunmak isteyen bir yatırımcı ise büyük ölçüde devlet tahvillerinden uzak durmayı tercih edecektir. Likiditeye önem veren bir yatırımcı, en fazla işlem gören hisse senetlerine yönelme eğiliminde bulunacaktır (Karslı, 2004: 21).

Yatırım yapılırken riskin dağıtılması büyük önem taşımaktadır. Makro ekonomik göstergelerdeki değişmelere göre, seçilecek yatırım aracında karar vermek mümkündür. Bu yerli yatırımcılar için olduğu kadar, yabancı yatırımcılar için de geçerlidir. Üretim sektöründe zorunlu mallar üreten bir şirketin değeri, kriz zamanlarında da çok fazla etkilenmeyecektir. Oysa lüks mal tüketimleri kriz zamanlarında daha fazla etkilenmektedir.

Yatırımcının önem verdiği konu şayet elindeki menkulü ihtiyacı olduğu anda likide çevirebilmek ise, bu durumda alım satımı en kolay yapılabilen, en çok işlem gören hisse senetlerine yatırım yapacaktır. Bu aynı zamanda riski göze almak istemeyen bir yatırımcı da olabilir. Dolayısı ile daha çok klasik hisse senetlerine yatırım yaparak, riskten kaçınmak isteyebilecektir (Ercan, 2000: 43).

Enflasyonist etkinin olduğu ülkelerde, devlet tahvilleri enflasyon karşısında kişinin anaparasını korumasına yeterli olamayabilir. Devlet tahvilleri ile faiz oranları zıt yönlü bir korelasyon içerisinde olduklarından, faiz oranlarını tahmin ederek devlet tahvili satın almak daha makul olacaktır.

Enflasyon karşısında karını arttırmak isteyen bir yatırımcı, eğer faiz oranlarında bir düşme bekleniyorsa bu durumda devlet tahvillerine yönelebilir. Devlet tahvilleri de yine riskten kaçınan ve anaparasını uzun vadede korumayı amaçlayan yatırımcılar içindir; ancak bu noktada devlet tahvilinin, faiz oranlarından daha yüksek bir getiri getirmesi gereklidir.

Yeni kurulan, gelecek vaat eden şirketler ve yönetimi el değiştirmek üzere olan şirketler de yatırımcılar için yüksek getiri potansiyeli taşıyan hisse senetleri arasında yer almaktadır; ancak bunlar riskli yatırımlar olacaktır. Her zaman şirketler kendilerinden beklenen performansı sergileyemeyebilirler. Bu durumda değer kazanması beklenen hisse senetleri, değer kaybederek yatırımcıyı zarara sürükleyebilir. Bu nedenle riski çeşitli yöntemlerle dağıtmak gerekir.

Makro ekonomik konjonktürden etkilenen bir şirket ile birlikte, konjonktürdeki azalmalardan etkilenmeyecek bir şirkete yatırım yapmak riski dağıtmak için doğru bir karar olacaktır. Böylece bir şirket zarar ederken, diğerindeki kazançla kaybını telafi edebilecektir. Endüstrilerin ekonomik koşullardan etkilenme şiddeti ve her endüstrinin hem uluslararası alanda hem de ülke içerisindeki

gelişmelerden etkilenmesi aynı boyutta olmayacağı için endüstriler üzerinde dağılım yapmak uygun olacaktır.

3.2.3. Uluslararası Portföylerde Çeşitlendirme ve Portföy Riski

Teknolojik gelişmelerdeki hızlanmayla birlikte, ekonomik uluslararası ilişkiler de hız kazanmış ve uluslararası yatırımlar gelişmeye başlamıştır. Yatırımcılar portföy oluştururken, yatırımlara söz konusu olan çok sayıda portföy enstrümanı vardır. Finansal piyasalardaki globalleşmenin artmasıyla birlikte bu çeşitlilik de artmıştır ve yatırımcılar dünya çapında faaliyet göstermeye başlamışlardır (Tekin, Arın, Onen, Soydan, Karakaş, 2004: 5).

Ülkelerin ekonomilerindeki büyüme sermaye piyasalarındaki gelişmelere de hız kazandırmıştır. Bununla birlikte menkul kıymet piyasaları daha cazip hale getirilmek için yeniden yapılanma sürecine girmiştir. Bu yapılanma 1986 yılında Londra Borsasıyla başlayan ve diğer ülke borsalarına da yansıyan bir başlangıç olmuştur. Menkul kıymet piyasalarındaki gelişmeler, yatırımcılar açısından yatırım araçlarının ve yatırım enstrümanlarının çeşitlendirilmesi ihtiyacını doğurmuştur (Dickey, Fuller, 1979: 430).

Ülkelerin uluslararası alanda rekabet edebilmesi için borsaların gelişmiş olmasıyla birlikte, yatırımcılara hizmet veren aracı kurumların gelişmişlik düzeyi de önemlidir. Yabancı yatırımcılar açısından aracı kurumla tam bir bilgi alışverişi içerisinde olması portföy yatırımı yaparken önem arz etmektedir.

Menkul kıymet piyasaları global finansal piyasalarla yakın bir ilişki içindedir. Örneğin dünyanın en gelişmiş borsası olan New York Stock Exchange ekonomik hayatla tamamen bütünleşmiş bir yapıya sahiptir. Bazı ülke borsaları ise, diğerlerine göre daha fazla uluslar arası yatırımlara yönelmişlerdir. Hollanda, Almanya, Londra ve New York Borsaları bu örneklerden birkaçıdır.

Borsalar sürekli olarak hükümetler tarafından izlenmektedir. Bazı hükümetler ulusal tasarrufların yabancı yatırımcılar tarafından kurutulmasını önlemek amacıyla vergilerle yabancı portföy yatırımlarına kısıtlamalar getirmeye çalışmaktadır. Gelişmiş borsaların aldığı bu tedbirlerin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerdeki fon ihtiyacını karşılamak amacıyla ise portföy yatırımlarını teşvik edici girişimlerde bulunmaktadır.

3.3. Global Finans Merkezleri

Literatürdeki global finans merkezlerine yönelik çalışmalar, çeşitli faktörler göz önüne alınarak yapılmıştır. Ülkelerdeki bankaların şube sayıları, halka arz edilen şirket sayısı, işlem hacmi, menkul kıymet piyasalarının büyüklüğü kriterlerine göre, global şehir merkezleri sıralaması yapılmaya çalışılmıştır.

İngiltere’de Globalization and World Cities Study Group and Network (GaWC), şehirler üzerine araştırma yapmakta ve bununla ilgili raporlar yayınlamaktadırlar. Dünya’daki global finans merkezlerini tespit etmek için yapılan bu çalışmada, dört sektöre göre puanlandırma yapılmıştır. Bunlar; muhasebe, reklam, hukuk ve reklam hizmetleridir (Murray, 2006: 745-746).

Tablo 8: Dünya Borsalarının Sınıflandırılması

Gruplar	Önem derecesi	Alfa şehirler	Beta Şehirler
1.Grup	Londra, Paris, New York, Tokyo	San Francisco, Sydney, Toronto	Amsterdam, Boston, Dallas, Dusseldorf
2.Grup	Chicago, Frankfurt, Singapur, Hong Kong, Los Angeles, Milano	Brüksel, Madrid, MEXİCO City, Sao Paulo	Bangkok, Pekin, Montreal, Roma, Stockholm, Varşova
3.Grup	-	Moskova, Seul	Atlanta, Barcelona, Berlin, Buenos Aires, Budapeşte, Kopanhag, Hamburg, İstanbul, Kuala Lumpur, Miami, Münih, Şangay

Kaynak: Globalization and World Cities Study Group and Network: 2006

Buna göre Tablo.8’ün Alfa grubunda yer alan şehirler, dünya ölçeğinde en önemli olarak görülen gruplardır. Her gruptaki şehirler, kendi içlerinde sıralanmıştır. Ayrıca buradaki sıralama, bir anlamda İstanbul’un rekabet etmesi gereken şehirleri de göstermektedir.

3.3.1. Global Finans Merkezleri’nin Örnek Ülke Uygulamaları

Gelişmekte olan ekonomilerin, finans merkezi olma hedeflerini değerlendiren çalışmada, uluslararası finans merkezlerinin sahip olması gereken özellikler aşağıda sıralanmıştır (Kara, 1990: 155):

- Ülkenin ekonomisi güçlü ve büyük olmalı.
- Bankacılık sektörü güçlü ve itibarlı olmalı.

- Serbest piyasa ekonomisini benimsemiş ve özel girişime açık olmalı.
- Yabancı sermaye akımları tamamen serbest olmalı.
- Bölge bir ölçüde merkezi hükümetten bağımsız ve özerk olmalı.
- Para birimi sabit ve güvenilir olmalı.
- İyi bir iletişim altyapısı olmalı.
- İyi eğitilmiş finans sektörü çalışanları bulunmalı.
- İyi eğitilmiş finans sektörü düzenleyicileri bulunmalı.
- Finans sektörü düzenlemeleri esnek olmalı.
- Mevcut konumda belli bir ölçeğin üzerinde finansal aktivite olmalı.
- Yabancıların sabit sermaye yatırımları ve finans sektörüne girişleri serbest olmalı.
- Güçlü bir hukuk altyapısına sahip olmalı.
- Ülke iç huzursuzluktan uzak olmalı.

3.3.2. Bölgesel Finans Merkezi Olarak Dubai

Dubai, Birleşik Arap Emirlikleri arasında, Abu Dabi'den sonra 2. büyük emirliktir. Dubai uluslararası alanda finans merkezi olma yolunda, son dönemde girişimlerde bulunmuş güzel bir örnektir.

Dubai'de öncelikle Dubai International Financial Centre (DIFC) adıyla bir finans merkezi kurulmuştur. Burası finans alanında serbest bölge ilan edilmiştir ve merkez 6 ana sektörü bölgeye çekmeyi hedeflemektedir (Alp, 2002: 144).

- Bankacılık (yatırım bankacılığı, kurumsal ve bireysel bankacılık),
- Sermaye Piyasası (hisse senedi, borçlanma senetleri, türev ürünler, emtia),
- Varlık Yönetimi (yatırım fonlarının kuruluşu, yönetilmesi),
- Sigorta ve Reasürans,
- İslami Finans,
- Operasyonel Destek Faaliyetleri,

Bu sektörlerde faaliyette bulunan şirketlerin, DIFC’da işlem yapabilmeleri için lisans almaları gerekmektedir. Burada faaliyette bulunmanın avantajlarını sıralayacak olursak (Alp, 2002: 151);

- Her tür kazanç üzerinden sıfır vergi,
- %100 Yabancı ortaklığına izin,
- Döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinde tam serbesti,
- Operasyonel destek (bürokratik kolaylık ve altyapı desteği),

Dubai’deki finans merkezinin (DIFC) içindeki en önemli kurumlardan biri de Dubai International Financial Exchange’dir (DIFX). Dubai kurduğu finans merkeziyle birlikte, uluslararası alanda kendini göstermek için, serbest finansal alan yaratmıştır.

Öncelikli olarak bölgedeki borsaya kote olan şirketlerin, yeni açılan finansal merkeze de kote olması beklenmiştir. Yeni açılan finansal merkezde, öncelikli olarak yasal mevzuada önem verilmiştir. Gelişmiş ülkelerin finans merkezlerinin yapıları incelenmiş, bütün global finans merkezlerindeki önemli noktalar birleştirilerek mevzuat oluşturulmuştur. Ayrıca yasal çerçevenin oluşturulmasından sonra, yeni düzenleyici kurumlar oluşturulmuştur. Bölgede yapılacak işlemlerin her türlü vergiden muaf olması da sermayeyi ülkeye çekmek için yapılmış bir düzenlemedir.

3.3.3. Bölgesel Finans Merkezi Olarak İstanbul

Ülkede şirketler nerede konumlanıyorsa, finans şirketleri de doğal olarak bu yapılanmanın bulunduğu merkezde varlıklarını devam ettiriyorlar. İstanbul şüphesiz ki Türkiye’nin finans merkezidir; ancak global anlamda bir finans merkezi olmasının düşünülmesinden önce, bölgesel bazda değerlendirmek gerekir (Demircan, Ankara 2003: 1).

Finansın tüm alt kollarında genişlemenin sağlanması ya da tek bir finansal alanda genişlemeyi hedeflemek olabilir. Örneğin Lüksemburg, yatırım fonu merkezi, Zürih ise özel bankacılık merkezi haline gelmiştir; ancak bu noktada sektörel bir kriz olduğunda, tek bir sektöre bağımlı olmanın getireceği riske karşı ülke ekonomisi

güçlü olmak durumundadır. Dolayısı ile İstanbul için daha kapsamlı bir genişleme, finans konusunda etki alanını güçlendirecektir.

Finansın alt sektörlerine yönelik genişleme üstünde çalışılabilecek sektörler aşağıda sıralanmıştır (Demircan, Ankara 2003: 9):

- Bankacılık (yatırım bankacılığı, özel bankacılık, kurumsal bankacılık),
- Sermaye Piyasası (hisse senedi, borçlanma senetleri, türev ürünler, emtia),
- Varlık Yönetimi (yatırım fonlarının kuruluşu, yönetimi),
- Sigorta ve Reasürans,
- Diğer Finans Kurumları (faktoring, leasing, tüketici finansmanı),
- İslami Finans Ürünleri,
- Operasyonel Destek Faaliyetleri,

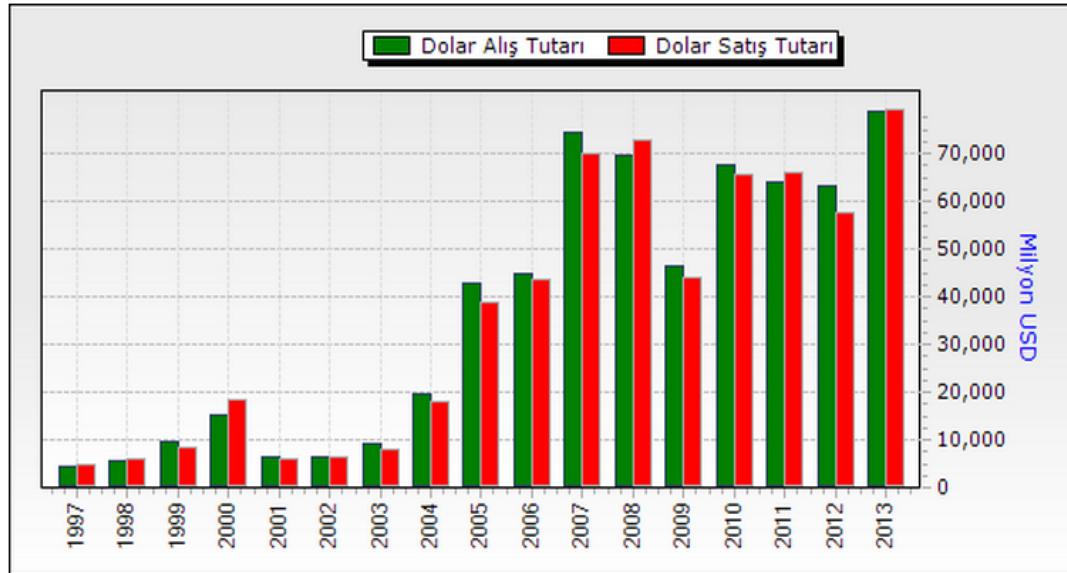
İstanbul'un bölgedeki konumu açısından, hem avantajı hem de dezavantajı vardır. Dünyanın büyük borsalarıyla saatlerinin yakın olması bir avantaj olurken, yakındaki dünyanın en büyük finans merkezlerinden biri olan Londra'nın bulunması rekabeti zorlaştırmaktadır; ancak bölgesel olarak, Doğu Avrupa ve Ortadoğu Bölgelerinde genişlemeyi tercih ederse, zaten bu bölgedeki büyük finans merkezlerinden biri İstanbul olduğu için, genişleme daha kolay sağlanacaktır (Ünal, 1995: 39).

Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)'nin yayınlamış olduğu Dünya Borsa Endeksleri rakamlarına göre, 2008 yılının Ocak ayında 2007 yılının Ocak ayına oranla, Dünya Borsalarında düşüşler yaşanmıştır. IMKB'de yaklaşık %52 seviyesinde bir kayıp seviyesi söz konusuyken, gelişmiş bir borsa olan Londra borsasında bu düşüş %30 seviyelerinde kalmıştır. En fazla kayıp yaşayanlardan birisi ise krizle mücadele eden Yunanistan'daki Atina Borsası'dır. Atina Borsa endeksi yaklaşık olarak %68 seviyelerinde bir düşüş yaşarken, Kıbrıs Borsa endeksi ise en fazla düşüş yaşayan borsalardan biri olarak %80 seviyelerinde bir kayıp göstermiştir (Akdiş, 2013).

Ülkelerdeki sanayileşmenin artması, globalleşmeye uyum sağlayabilmesi ve kendini uluslararası alanda gösterebilmesi yabancı yatırımcılar açısından önem

taşımaktadır. Ülkenin uluslararası alanda tanıtılıp yatırım açısından cazip hale getirilmesi gerekmektedir. Ekonomik konjonktür ise, yatırımcılar açısından en çok önem taşıyan etkidir.

Şekil 11: Yıllık Yabancı Alım Satımları (Tüm Hisseler)

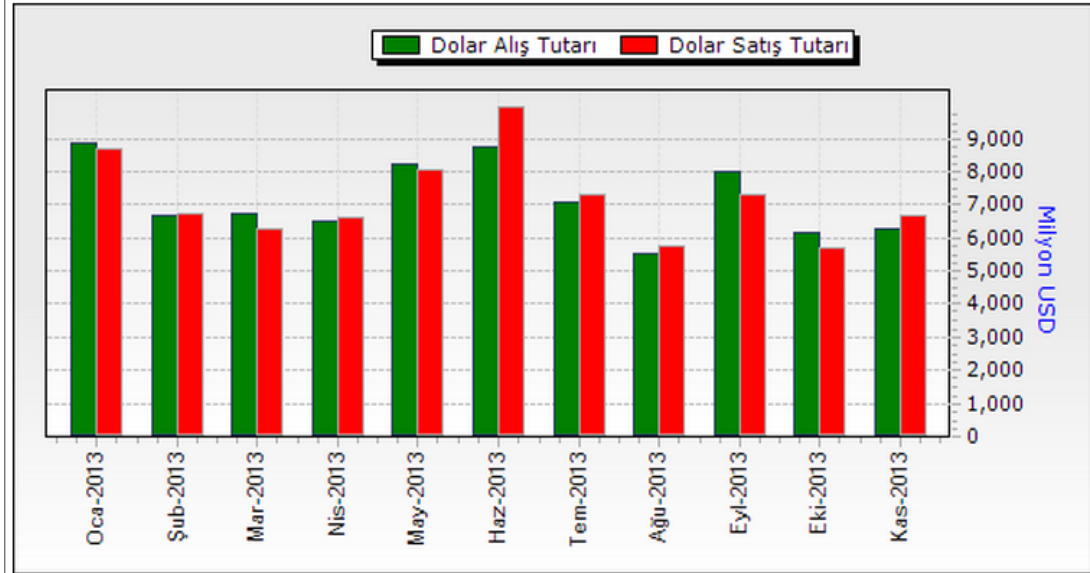


Kaynak: (<http://www.finnet.com.tr/f2000/yabanci/YillikIslemSeyri.aspx>, 05.11.2013)

Şekil.11'e bakıldığında 2000 yılından sonra 2001 yılında, ülkemizde yaşanan krizle birlikte yaklaşık yabancı yatırımları %50 azaldığını görülmektedir. Krizin yavaş yavaş atlatılmasıyla birlikte ilerleyen yıllarda yabancı portföy yatırımlarında yeniden artış görülmeye başlanmıştır. Şekilde 2009 yılında başlayan global krizin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Yaklaşık %55 seviyelerinde yabancı portföy yatırımlarında azalma olduğu görülmektedir.

Aylık yabancı portföy yatırımlarını gösteren Şekil.12'e bakıldığında 2013 yılının ilk döneminde, ekonomik konjonktür açısından, yabancı portföy yatırımlarında bu dönemde bir yükselme olduğu ve diğer dönemlere göre daha yüksek seviyelerde kaldığı görülmektedir. Ekonomik gelişmenin sağlanmasıyla birlikte, 2013'ün ikinci dönemiyle birlikte portföy yatırımlarında düşüşün başladığı anlaşılmaktadır.

Şekil 12: Aylık Yabancı Yatırımcı Alım ve Satımları



Kaynak: (<http://www.finnet.com.tr/f2000/yabanci/AylikIslemSeyri.aspx>, 05.11.2013)

3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Sermaye piyasalarındaki talep ülkelerdeki milli gelire bağlı olarak iç tasarruflarla, dışarıdan ülkeye gelen satın alma gücüne sahip dış tasarrufların toplamında oluşmaktadır. Ulusal ekonomiler zaman içerisinde belli bir büyüme ile gelişirler. Ekonomik büyümenin gösterdiği trende bağlı olarak tüm ekonomik göstergeleri de aynı yöne doğru çekmektedir. Ekonomik faktörlerle birlikte sermaye piyasaları da aynı yönde bir trend izlemektedirler (Maginn, Tuttle, Leavey, Pinto, 2007,s 588).

Ülke sermaye piyasalarını ulusal ekonomik gelişmelerin yanı sıra, uluslararası alanda yaşanan ekonomik gelişmeler ve durgunluklar da etkilemektedir. Bu nedenle global ekonomik gelişmelerin hesaba katılması gerekmektedir.

3.4.1. Milli Gelir ve Sermaye Piyasası

Sermaye piyasalarında talebi oluşturan en önemli etken yurtiçi tasarrufların, ulusal sermayedeki artışla birlikte sermaye piyasasına çekilmesidir. Milli gelir attıkça kişilerin tasarrufları da artacaktır. Burada önemli olan nokta ise birikimlerin

yatırıma dönüştürülmesidir; ancak buradaki yatırıma dönüştürme duran bir varlığa yapılan yatırım değil, başkalarına da fayda sağlayacak bir yatırımdır.

Hane halklarının tasarruflarının yatırıma dönüştürülmesinde sermaye piyasalarının çok önemli bir işlevi vardır. Çünkü sermaye piyasaları tasarruf sahiplerine daha fazla gelir imkanı sağlarken, fon talep edenlere ise daha az masraflı fon elde etme imkanı sağlamaktadır.

Tasarrufların yatırıma dönüşmemesi halinde, tasarruf fazlalığı makro ekonomik dengede deflasyona yönelik bir etki oluşturacaktır. Kişilerin tasarrufları altın olarak biriktirmesi veya döviz olarak yurtdışına aktarılmasıyla, ekonomide fon azalması olacak bu da ekonomideki dengelerin bozulmasına sebep olacaktır.

Yurtiçinde istikrarın sağlanmasıyla birlikte piyasa yabancı yatırımcılara daha cazip hale gelecektir. Sermaye piyasalarına yönelmeyle birlikte şirketlerin etkinliği ve hisse senedi fiyatları da aynı oranda yükselecektir.

Milli geliri istikrarlı bir şekilde artan bir ülkenin sermaye piyasaları da aynı düzeyde gelişim göstereceğinden, yabancı yatırımcıların piyasaya yönelik talebi artacaktır. Hisse senetlerinin kolay alınıp satılabilmesi ise piyasadaki likiditeyi arttıracak ve böylelikle kolay fon temin edilebilmesini sağlayacaktır.

3.4.2. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Piyasası

Ekonomideki büyümeye bağlı olarak sermaye piyasasının da gelişmesi bir kuraldır. Büyüyen bir ekonomiyle birlikte gayrisafi milli hâsılada da artış meydana gelecektir. Milli hâsılanın artarken bununla birlikte tasarrufların da artması beklenir.

Yapılan gözlemlere göre menkul kıymetlerdeki fiyat hareketleriyle ekonomideki büyüme arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Genelde ekonomik büyümeyle birlikte hisse senetlerinin verimliliklerinde artış meydana gelmektedir.

Tasarrufların yatırımlara dönüşmesiyle artan sermaye fazlalığı emekteki etkinlik artışını karşılayabiliyor ise ekonomide dengeli bir gelişme sağlanacaktır. Bu durumda tasarrufların yatırımlara dönüşmemesi halinde enflasyonist bir etkisinin olacaktır.

Dünya ekonomisindeki en büyük sorun enflasyondur. Aktif olan hisse senedi gibi yatırım araçları enflasyon karşısında, likit olma özelliklerinin dışında, artarak

değerleri yükselmektedir. Hisse senetlerinin enflasyon karşısında yükselmesinin nedenlerinden biri, hisse senetlerinin esas temsil ettiği öz kaynaklarının dayanağını teşkil eden sabit varlıkları ve makineler gibi teçhizatların fiyatlarının yükselmesidir. Enflasyon karşısında hisse senetlerinin değerini koruyabilmesi bu durumdan kaynaklanmaktadır diyebiliriz.

3.4.3. Konjonktür Hareketleri ve Sermaye Piyasası

Mevsimsellik ekonominin içindeki ve dışındaki etkenler nedeniyle oluşmaktadır. Mevsimlik hareketler ülkelerin kültürel yapılarından ve iklimlerdeki değişimlerden doğan hareketlerdir. Ekonomiler uzun dönemde belli bir performans ve trend sergileyeceklerdir; ancak mevsimlik etkiyi bu trendin dışarısında tutmak gerekmektedir (Ertuna, 2001: 3).

Konjonktür hareketleri çeşitli aşamalardan geçer ve dip noktasından gelişme noktasına geçtiğinde bu noktada üretimde yükselme, faizlerde ve karlarda yükselmeler görülür. Bu göstergelerdeki artışlarla birlikte hisse senetlerinin fiyatlarında da bir artış olur, bununla birlikte menkul kıymetlerden elde edilecek getiriler de artacaktır.

Konjonktür hareketlerinden en çok etkilenen malların lüks tüketim malları olduğundan daha önce bahsetmiştik. Kişilerin gelir seviyesinde azalma olmasıyla birlikte, tasarruflarda da azalma olmaktadır. Kişilerin harcamaları azaldığında ilk kısıntı yapacakları mallar zaruri olan mallar değil, lüks tüketim mallarıdır. Bu da lüks tüketim malı üreten firmaların üretimlerinin, dolayısıyla karlarının azalmasına neden olur. Böylelikle bu şirketlerin hisse senedi fiyatlarında düşüşler meydana gelecektir (Clements, Mizon, : 887-890).

Gelişen bir ekonomide, para ihtiyacı para arzının arttırılması için hükümetleri zorlayacaktır. Yükselen bir konjonktürde artan milli hasılanın talep ettiği paradan daha fazlası piyasaya arz edildiğindeyse enflasyonist bir etkiye yol açabilecektir. Hükümetlerin piyasadaki likiditeyi arttırmak için para arzının arttırılması yükselen konjonktürün habercisidir.

Büyüyen bir konjonktürün habercilerinden bir diğeri ise yeni kurulan işletmelerdir. Eğer bir ülkede kurulan işletmeler kapanan işletmelerden fazlaysa yükselen bir konjonktür olduğu söylenebilir. Bunun tersi bir durumda ise, eğer

kapanan şirketler daha fazlaysa bu durumda ürünlere olan talebin azaldığını, dolayısıyla şirketlerin karlarının ve satışlarının düştüğünü söyleyebiliriz. Bu durumda ise hisse senetlerinde düşüşler ve işsizlik kitleleri oluşacaktır.

Ülkelerde meydana gelen ekonomik konjonktürün hakim ekonomi olunması koşuluyla doğrudan ve dolaylı olarak bu konjonktörü diğer ülkelere aktarması mümkündür. Ülkelerin globalleşen dünyada dünya konjonktüründen etkilenmemesi söz konusu değildir. Dolayısı ile yatırım yapılırken, ülkelerin böyle bir konjonktürün etkisi altında kalılabileceğinin hesabının yapılması gerekmektedir.

3.4.4. Devletin Ekonomi İçerisindeki Payının Artması ve Sermaye Piyasası

Devlet her yıl vergiler kanalıyla milli hâsıladan pay almaktadır. Vergilerle alabileceği pay da belli bir miktarı geçememektedir. Bunun sonrasında vergiler dışında devlet ekonomi içindeki payını sermaye piyasalarından devlet tahvilleriyle arttırması söz konusudur. Böylelikle devlet bu kanallardan gelirlerini elde edebileceklerdir (Alp, 1999: 15).

Faiz oranlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkisi çok açıktır. Eğer devlet faiz oranlarını yükseltirse bu hem özel sektörün tahvil çıkartmasını engeller hem de sermaye piyasasına olan talebi azaltır. Talep azalması ise hisse senedi fiyatlarında azalmaya yol açacaktır.

Devletin bir diğer müdahalesi ise yaptığı harcamalar sayesinde olacaktır. Devlet için üretim yapan şirketler devletten gelen talepler doğrultusunda gelirlerini arttırırken, özel kesime olan talep ise azalacaktır. Gelirleri ve dolayısıyla karı azalan şirketlerin ise hisse senedi fiyatlarında düşüş meydana gelecektir. Böyle bir durumda özel sektör hisseleri dışlanma (crowding-out) etkisine maruz kalacaklar bu da tahvil fiyatlarında yükselmeye neden olacaktır.

Devletin faiz oranlarını yükselterek tasarrufları banka yönüne doğru çekmesi sermaye piyasalarında olumsuz yönde etkiler. Yatırımcılar açısından devlet müdahalesinin olmadığı bağımsız bir sermaye piyasasının olması önem taşımaktadır. Elde edilecek olan getirilerde devletin yapabileceği müdahalelerden kaynaklanan bir belirsizlik olması yatırımcılar açısından olumsuz bir nitelik oluşturmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PORTFÖY YATIRIMLARINA GENEL BAKIŞ

4. TÜRKİYE'DE PORTFÖY YATIRIMLARI

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de finansal serbestleşme ve portföy yatırımlarının gelişimi tahvil sermaye hareketi, hisse senedi ve diğer menkullerin yarattığı sermaye hareketleri özelinde bahsedilmiştir. Buna ek olarak, Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarının nedenleri ve portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisine olan etkileri üzerinde durulmuştur.

4.1. Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Türkiye'ye Yönelen Portföy Yatırımlarının Gelişimi

Finansal serbestleşme öncesinde, Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye hareketleri özellikle bütçe açıklarının finansmanı ve ekonomik kalkınma programlarının yürütülmesi gibi kamu sektörü ihtiyaçlarına yönelik kaynak sağlama amacıyla kullanılmıştır. Hükümetlerden ve uluslararası finans kuruluşlarından sağlanan bu krediler, 1980'de uygulanan ekonomik istikrar tedbirlerine kadar geleneksel finansman kaynağı olma işlevini korumuştur.

1980 öncesinde, nispeten kapalı bir ekonomiye sahip olan Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. 1975-1980 döneminde, Türkiye'ye portföy yatırımı girişi gerçekleşmezken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile diğer yatırımlar (ticari ve nakit krediler ile mevduat) kalemlerinde oldukça düşük düzeyde girişler kaydedilmiştir.

Türkiye'de 1981 ve 1983 yılları arasında finansal piyasaların işleyişini engelleyen sınırlamaların kaldırılması gerçekleştirilmiştir. 1984-1987 döneminde ise finansal piyasalar açısından gerekli alt yapı oluşturulmuş ve kanuni düzenlemeler yapılmıştır (Bolak, 1991: 65).

Türkiye 1980'li yıllara kadar kapalı bir kambiyo rejimi altında, devlet öncülüğünde bir büyüme modeli izlemiştir. 24 Ocak 1980'den itibaren ise ekonomide serbestleşme ve dışa açık büyüme modeline geçilmiştir. Ancak dış ticareti doğrudan müdahalelerden arındırmak ve kambiyo denetimlerini kaldırarak sermaye hareketlerinin bütünü ile serbestleştirilmesi 1980'lerin ortasını bulmuştur.

1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. 1984 yılından itibaren bankalarda döviz hesaplarının açılmasına ve bankaların döviz işlemlerini yapmalarına izin verilmiştir. 1984 yılındaki bu gelişme ile bankalardaki döviz mevduatları özellikle 1986 yılından sonra önemli bir finansal tasarruf aracı haline gelmiştir. 1986 yılında Merkez bankası tarafından kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve likidite fazlalarının değerlendirilmesi amacıyla Türk Lirası interbank Piyasası kurulmuştur (Büker, 1992: 22).

1980'li yılların ortalarına doğru Türkiye'de bütçe açığı artmaya başlamıştır. Bu durum, artan bütçe açıklarını karşılamak için kısa vadeli enflasyonist etkiler yaratmayacak enstrümanların geliştirilmesini zorunlu hale getirmiştir. Bu amaçla 1985 yılından itibaren bütçe açıkları artan bir ivmeyle, iç borçlanma yoluyla, tahvil ve bono gibi enstrümanlar kullanılarak finanse edilmeye başlanmıştır. Hükümetin tahvil ve bono gibi enstrümanları satması, hem menkul kıymet piyasalarının gelişmesine yardımcı olmuş hem de Merkez Bankası'nın 1987 yılında başlayacağı açık piyasa işlemleri için gerekli altyapıyı hazırlamıştır (Tezcanlı, Bayraktar, Erdoğan, Görgünay, Tan, Uytun, 1994: 47).

Türkiye'de kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi ile beraber, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türleri ve boyutları da değişmiştir. Ödemeler dengesi verilerine göre 1980 sonrası ve Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin gelişimi incelendiğinde iki nokta dikkat çekmektedir. Bunlardan birincisi sermaye hareketleri tutar olarak arttığı, diğeri ise 1980 öncesinde uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimleri kullanılmaya başlanmıştır.

1989 sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ile tamamlanan finansal serbestleşme süreci ulusal ekonominin ithalat hacmini genişletmiştir. Fakat yurtiçi mal ve finans piyasalarında gerekli istikrar koşulları yerine getirilmeden atılan erken adımların maliyeti ağır olmuştur. Dış şoklara karşı geliştirilebilecek para ve döviz politikalarından yoksun bırakılan ulusal ekonomi, giderek şiddetlenen finansal krizlere sürüklenmiştir (Kondak, 1998: 60-62).

11 Ağustos 1989 yılında yürürlüğe giren 1567 Sayılı Kanunla Türkiye'de tam açık kambiyo dönemi başlamıştır. Bu kanun uluslararası finansal piyasalara uyumu sağlayacak liberal bir kur sisteminin kurulması, Türk Lirasının konvertibl hale

gelmesi için gerekli uygun ortamın hazırlanması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi amaçlar taşımaktadır.

Dış finansal serbestleşmenin en son adımı olan tam açık kambiyo rejiminin benimsenmesi, Türk Lirası'nın konvertibilitesinin sağlandığı 1989 yılından itibaren Türkiye'ye Avrupa'nın birçok ülkesinden daha fazla finansal serbestlik getirmiştir.

1989 yılında kambiyo rejimi ile ilgili yapılan en önemli düzenlemede Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar'ın yürürlüğe girmesi olmuştur. 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren karar ile dış finansal serbestleşmenin en son adımı atılmıştır. 32 Sayılı Karar'ın en önemli özelliği uluslararası sermaye hareketlerini tamamen serbest hale getirmesidir (Aşıkoğlu, 1993: 70-71).

32 Sayılı Karar, uluslararası portföy yatırımları konusunda serbestlik sağlamaktadır. İlgili Karar, menkul kıymetler kapsamındaki hisse senetleri, tahvil, hazine bonusu, yatırım fonları ve diğer söz konusu kıymetler ile sermaye piyasası araçlarının Türkiye'ye giriş ve çıkışlarını serbest bırakmaktadır. Yine bu karar kapsamında, Türkiye'de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtdışında hiçbir kısıtlamaya maruz kalmadan serbestçe ihracı, arz ve satış işlemlerine izin verilmektedir. Buna karşılık, yurtdışında yerleşik niteliğini taşıyan gerçek ve tüzel kişilerde Türkiye'de menkul kıymet ve sermaye piyasası araçlarını ihraç edebileceklerdir (Aşıkoğlu, 1993: 70-71).

Son yıllarda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının bileşimi incelendiğinde, tahvil ve hisse senedi yatırımlarında büyük artışlar görülmektedir. Bu durum yatırımların önemli ölçüde ulusal sermaye piyasalarına yapıldığını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kamu finansmanında yaşadığı sıkıntılar tahvillere yönelik portföy yatırımlarında artışlar sağlarken, ilgili ülkelerde özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve sermaye piyasalarının getiri oranlarının yüksekliği portföy yatırımları içerisinde hisse senetlerini ön plana çıkarmıştır. Bu gelişmeler uyarınca, Türkiye'de portföy yatırımlarının yarattığı sermaye hareketi tahvil ve bono sermaye hareketi ile hisse senedi sermaye hareketi özelinde ele alınacaktır.

4.1.1. Tahvil ve Diğer Menkullerin Yarattığı Portföy Yatırımları

1989 yılında 32 Sayılı Karar ile yapılan değişiklikler sonucunda Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarında meydana gelen artış payının içerisinde yabancıların doğrudan İMKB'den hisse senedi alışı dışında yurtiçi piyasadan yabancıların aldığı devlet tahvilleri ve hazine bonolarının da etkisi büyük olmuştur.

Yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçinde alım satımını yaptıkları Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanmalar (Örneğin, Hazine Müsteşarlığının ihraç ettiği Eurobondlar) Türkiye ekonomisine giren sermaye hareketlerinin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisine giren sermaye hareketlerinin artışının nedeni ise, büyük oranda DİBS faiz oranlarındaki yükselişten kaynaklanmaktadır (Seyidoğlu, 1994: 198).

Türkiye ekonomisinde tasarruf araçlarının reel getirisi hesaplandığında, Türk Lirası diğer tasarruf araçlarına göre daha fazla getiri sağladığından, gelen yabancı sermaye yatırım yapmaktan ziyade arbitraj geliri elde etmek için sıcak para olarak bilinen kısa vadede ekonomiye girip çıkmaktadır. Türkiye'de sıcak para girişlerindeki artışta, yabancı kaynaklı girişlerin etkili olduğu görülmektedir. İlgili dönemlerde yabancıların DİBS alımları hızla artmıştır. 1998 Rusya Krizi sırasında en fazla değişim DİBS alım ve satım işlemlerinde yaşanmıştır. 2001 krizinde de en fazla tepki DİBS'lerde görülmüştür. Bu çerçevede, yabancıların DİBS alım ve satımına yönelik tercihleri, ülkeye ilişkin beklentileri açısından önemli bir işaret olarak kabul edilmektedir.

Türkiye finansal serbestleşme süreci ile birlikte yeni bir finansman kaynağı olan uluslararası tahvil piyasalarını yoğun bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Türkiye'nin uluslararası tahvil piyasalarına yönelmesindeki amaç, finansman kaynaklarını çeşitlendirmek ve sınırlı sayıda kaynağa bağımlı kalınmasının yaratacağı olumsuz etkilerden kurtulmaktır (Vurgun, 1994: 1).

1992 yılında portföy yatırımı olarak girişi yapılan net tutar 2,411 milyon dolardır. Bu dönemde 2,806 milyon dolar tahvil piyasasından kaynak sağlanmasına karşın, 395 milyon dolarlık portföy sermaye hareketi çıkışı olmuştur.

1993 yılında gerçekleşen sermaye hareketleri Türkiye açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımlarının miktarı

bir önceki döneme göre artış göstererek 3,917 milyon dolar olmuştur. Portföy yatırımlarında meydana gelen artışın en önemli nedeni, Hazine ve diğer kuruluşlar tarafından ihraç edilen tahvillerden sağlanan yabancı kaynaklar olmuştur.

1994 yılında Türkiye’de ekonomik krizin meydana belirsizlik ortamı nedeniyle portföy yatırımları 1994’te 1,158 milyon dolara gerilemiştir. Bu dönemde Hazinesinin uluslararası piyasalara tahvil ihracından net 411 milyon dolarlık kaynak girişi sağlanmıştır.

1995 yılında uluslararası piyasalardan sağlanan net 386 milyon dolarlık kaynak karşısında yabancı yatırımcıların Türkiye’deki portföy yatırımlarında 149 milyon dolarlık bir azalma meydana gelmiştir. Aynı dönemde Türkiye’ye net 237 milyon dolarlık bir portföy sermaye girişi olmuştur.

1996 yılında Türkiye’deki portföy yatırımı net 570 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Hazinesinin uluslararası piyasalara ihraç ettiği 1,491 milyon dolarlık tahvil ihracının yanı sıra yabancı yatırımcılar net 921 milyon dolarlık portföy sermaye çıkışı gerçekleştirmiştir.

1997 yılında Türkiye ekonomisine net 1,634 milyon dolarlık portföy sermaye yatırımı gelmiştir. Hazinesinin uluslararası piyasalardan tahvil ihracı yoluyla sağladığı kredi toplamı net 1,353 milyon dolardır. Bu dönemde bankacılık sektöründe girişi yapılan sermaye miktarı ise 421 milyon dolar olmuştur. 1997 yılında Türkiye’de yerleşik kişiler ile yurtdışında yerleşik kişilerin menkul kıymet alım satımları sonucunda 140 milyon dolar net çıkış olmuştur.

1998 yılında net portföy yatırımları -6,711 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Türkiye’den 10.5 milyar dolarlık bir kaynak çıkışı söz konusudur.

1999 yılında portföy yatırımlarında gerçekleşen artış önemli ölçüde Hazinesinin tahvil ihraçlarından kaynaklanmıştır. 1999 yılında Hazine ve bankalar tarafından toplam 3,220 milyon ABD doları tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde net 3,429 milyon dolarlık portföy sermaye girişi olmuştur.

2000 yılında Hazine’nin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı, bankacılık sektörü ile diğer sektörlerin sağladıkları kısa vadeli krediler ve Kasım krizine kadar olan dönemde yabancıların portföy yatırımları, yıl genelinde gerçekleşen sermaye girişlerinin büyük kısmını oluşturmuştur. 2000 yılı genelinde net 6,252 milyon ABD

doları tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde net 1,022 milyon dolarlık portföy sermaye girişi olmuştur.

2001 yılında ise yaşanan krizle beraber 2000 yılı için sözü geçen kanalların tümünden net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu dönemde Hazine net 96 milyon ABD doları tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. 2001 yılı sonunda net portföy sermaye girişi 4,515 milyon dolar olmuştur.

Hazine, 2002 yılının ilk on bir aylık döneminde toplam 2,9 milyar ABD doları tutarında yeni ihraca karşılık, 1,6 milyar ABD doları tutarında tahvil geri ödemesinde bulunmuştur. Ayrıca, Aralık ayında da uluslararası piyasalardan tahvil ihracı yoluyla 400 milyon ABD doları borçlanmıştır. Aynı dönemde net -593 milyon dolarlık portföy sermaye çıkışı olmuştur (Duran, 2002: 41-43).

Yurtdışı piyasalarda Türkiye ekonomisine ilişkin oluşan olumlu görünüm neticesinde Türk tahvilleri 2003 yılı genelinde değer kazanmıştır. Hazine, 2003 yılının Ocak-Kasım döneminde toplam 5,3 milyar ABD doları tutarında yeni ihraca karşılık, 3,8 milyar ABD doları tutarında tahvil geri ödemesinde bulunmuştur. 2003 yılı sonunda net portföy sermaye girişi 2,465 milyon ABD doları olmuştur (Karan, 2003: 20).

2004 yılında Hazine'nin tahvil ihraçları 5,8 milyar ABD doları, geri ödemeleri ise 3,8 milyar ABD doları olmuştur. Aynı dönemde net portföy sermaye girişi 8,023 milyon dolar olmuştur. Hazine tahvilleri 2005 yılı genelinde değer kazanmıştır. Hazine'nin 2005 yılı tahvil ihraçları 6,5 milyar ABD doları, geri ödemeleri ise 3,1 milyar ABD doları olmuştur. 2005 yılında net portföy yatırımı 13,437 milyon ABD doları değerini bulmuştur.

4.1.2. Hisse Senedi Portföy Yatırımları

İMKB Hisse Senetleri Piyasa'sında yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları alım-satım işlemlerine ait değerler, yabancı yatırımcılara ait saklama bakiyesi verilerinin kullanılmak suretiyle incelenebilmektedir.

Tablo 9: İMKB Yabancı Yatırımcı Portföyü ve Yabancı Alımları (Milyon ABD \$)

Yıllar	Toplam Yabancı Portföyü	Net Yabancı Alımı
1997	6.0180	- 301
1998	3.7000	-4180
1999	15.358	1.024
2000	7.4040	-3.134
2001	5.6350	509,0
2002	3.4500	-15,0
2003	8.9540	1.010
2004	16.141	1.430
2005	33.782	4.087
2006	34.897	1.144
2007	69.888	4.533
2008	27.468	-2.988

Kaynak: İMKB:2009

Yabancı yatırımcılara ait saklama tutarları Tablo.9'dan yıllar itibariyle izlendiğinde söz konusu yatırımların uzun süreli yatırım şeklinde olduğu görülmektedir. Ancak bu yatırımlar her ne kadar uzun vadeli yatırım şeklinde değerlendirilse de, bir sabit sermaye yatırımı olmadığından çok kısa sürede yurtdışına çıkabilmektedir. Özellikle 2000 ve 2008 yıllarında, yabancı yatırımcı hisse senetleri piyasasında büyük miktarlarda satış gerçekleştirmiştir. Bu yönüyle de aslında hisse senetlerinin yarattığı yabancı sermaye hareketi İMKB Hisse Senetleri Piyasasında kısa vadeli yatırım olma özelliği taşımaktadır.

Portföy sermaye hareketlerinin yoğunlukla Türkiye'ye gelmeye başladığı 1990'lı yıllardan günümüze kadar olan süreçte, yabancı yatırımcıların Türk Sermaye Piyasası'ndaki aldıkları pay hem sermaye giriş çıkışı hem de İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki payları açısından incelendiğinde, bankacılık sektörü ve sanayi sektörü dışında çok büyük boyutlarda olmadığı görülmüştür (TCMB, 2001: 58).

4.2. Türkiye'ye Yönelen Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Uluslararası yatırımcılar, yeni gelişen sermaye piyasalarında daha yüksek büyüme ve getiri potansiyelinden, arbitraj imkanlarından yararlanmak amacındadırlar. Bu amaç doğrultusunda, uluslararası yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yaparken gelişen ülke piyasalarındaki menkul kıymetleri uluslararası çeşitlendirme yoluyla portföylerine dahil etmektedirler.

Bunun yanı sıra bazı gelişmekte olan ülkeler, büyümeye ve ekonomik

istikrara ulaşmak için, sermaye hareketlerini kontrol etme yoluyla ekonomik ve politik uygulamalarda otonomi sağlamayı amaçlamaktadır. Bu durum ekonomiye gelmesi olası olan yatırımların etkinliğinin azalmasına ve riskliliğinin artmasına yol açmaktadır. Uluslararası portföy yatırımları sırasında, ülke tercihlerinde aşağıdaki faktörlerin önemli bir rol oynadığı düşünülmektedir (Güneş, 1998: 13):

- Güvenli bilgi ve verilere erişim,
- Muhasebe ve raporlama standartları arasındaki farklılıklar,
- İşlem maliyeti,
- Peşin ve diğer vergiler konusu,
- Likidite sorunu,
- İşlemlerin yerine getirilmesi ve teslim sorunu,
- Kur riski,
- Faiz oranı riski,
- Enflasyon oranı riski,
- Politik risk,
- Uluslararası yatırımcılara getirilen sınırlamalar,

Türkiye ekonomisine giren uluslararası sermayenin hacmi, dış ticaret ve kambiyo rejimlerinin liberalleşmesi ve içeride para ve sermaye piyasalarının kurulmasının ardından hızla büyümüştür. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hızlanan uluslararası sermaye girişlerinin, ekonomide yaşanan finansal serbestleşmeyle yakından bağlantılı durumda olduğu söylenebilmektedir.

Diğer yandan Türkiye ekonomisine akan uluslararası sermayenin boyutlarının büyümesi, dünya ekonomisinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin genel gelişimi ile paralellik göstermektedir. Dolayısıyla, Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerinin, diğer gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin nedenleri ile benzer özellikler taşıdığı düşünülmektedir (Doğu, 1996: 3).

Gelişmekte olan sermaye piyasalarında olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de, uluslararası portföy yatırımlarını arttırmak için istikrarlı, büyüme yanlısı makroekonomik politikalar izlenilmesi son derece önemlidir. Bu politikadaki

amaç, düşük enflasyon ve istikrarlı bir döviz kurunu sağlamaktır. İstikrarı sağlamak ve makro dengeleri kurmak için atılacak ilk adımlardan biri mali açıkların kapatılmasının sağlanmasıdır. Ayrıca ekonominin daha verimli olmasında piyasayı düzenleyen, ihracatın artmasını sağlayan dinamikler, özelleştirme gibi yapısal değişimlerdeki başarıya da bağlı olmaktadır. Bu sebeple istikrar hedefleri doğrultusunda yürütülecek politikalar kapsamında, Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarını makroekonomik değişkenler ile ele alarak incelemek gerekmektedir (Ceylan, Korkmaz , Bursa 1993: 220-223).

4.2.1. Faiz Oranı

Faiz oranları portföy sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer önemli faktördür. Uluslararası sermaye ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından etkilenmektedir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde portföy sermaye girişinin artacağı, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye çıkışının artacağı düşünülmektedir.

Türkiye ekonomisinde 1981 yılına kadar, yurt içinde faiz oranları yatırımları teşvik etmek amacıyla düşük tutulmuştur. Ancak düşük faiz oranları, tasarruf eğilimini olumsuz etkilediği için piyasada gerekli fonlar oluşmamıştır. Yabancı kaynaklarda yeterli olmayınca, faiz oranları tasarrufları arttırmak için yükseliş yönünde serbest bırakılmıştır. Yüksek tutulan faiz oranları, uluslararası piyasalara göre yüksek olması nedeniyle, portföy sermaye hareketlerinin ülkeye yönelmesinde etkili olmaktadır.

4.2.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık

Ödemeler dengesi bilançosu, belirli bir dönem içerisinde bir ekonominin ulusal ve uluslararası yatırımcıları arasında meydana gelen ekonomik akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerinin ve rezervlerde oluşan değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak tespit edildiği istatistiki bir belge olarak tanımlanmaktadır (Uzunoğlu, Alkın, Gürlesel, 1995: 35).

Ödemeler bilançosu üzerinde cari açık olması, finansman sorununu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla, artan cari hesap açıkları beraberinde sermaye hareketlerini de arttırmaktadır. Burada artan cari hesap açıkları ülkedeki yatırım

artışlarını yansıtmaktadır. Gerçekten de, 1990'lı yılların başında, sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde portföy sermaye hareketleri artmıştır.

Sürdürülebilir bir cari işlemler açığı tüm ekonomiler için önem taşıyan bir konu olduğu kadar, Türkiye ekonomisi içinde son derece önemlidir. Türkiye ekonomisinin cari işlemler açığının finansman kompozisyonu incelendiğinde, portföy sermaye hareketlerinin payının artması, bu girişlerin ani çıkışa dönüşebilme özelliği olabileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve cari açığın sürdürülebilirliği üzerinde kuşklar yaratmaktadır (Yased, 1988: 9).

4.2.3. İMKB Hisse Senedi Piyasası Getirisi

İMKB getiri değişkeni, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarını açıklayan bir diğer değişkendir. Yabancı yatırımcıların izlediği yatırım stratejileri nedeniyle, teorik olarak bu değişkenin yüksek getiri sağladığı dönemlerde portföy akımlarının hızlanması, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise portföy yatırımlarının azalması beklenmektedir. İMKB getirisi diğer piyasaların sunduğu ortalama getiriden daha yüksek ise bu İMKB'yi yabancı yatırımcılar açısından cazip hale getirmektedir. İMKB'nin diğer gelişmekte olan borsalara göre daha yüksek getiri potansiyeline sahip olması, borsaya yönelen portföy yatırımlarının açıklayıcısı olmaktadır.

4.2.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru

Bir ülkedeki genel fiyatlar seviyesindeki hızlı artışlar ve belirsizlikler yerli olduğu kadar yabancı yatırımcılar içinde tercih edilmeyen bir durumdur. Bir ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması, aynı zamanda ilgili ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin özellikle uzun dönemli tahminini de belirsizleştirmektedir. Bir ülkede enflasyon oranının yüksek olması, uluslararası yatırımcıların yatırımlarından elde edecekleri getiriye azaltabilmektedir (Kovancılar, 2003: 38-39).

Uluslararası yatırımcıların yurt içine gelmesi veya yurt dışına çıkması reel döviz kurunda yaşanan gelişmeler ile yakından ilgili olmaktadır. Reel döviz kurunda yaşanan oynaklık, kar imkanları ortadan kalktığında portföy sermaye hareketlerinin ani bir çıkışının başlama olasılığını arttırmaktadır. Türkiye'de finansal

serbestleşmenin ilk yıllarında reel döviz kurunun değer kazanması, bu yıllardaki hızlı sermaye girişinin başlıca nedenlerinden biri olmuştur.

4.2.5. Ekonomik Büyüme

Gelişen ülkelerde yüksek getiri, ekonomik büyüme ve onun devam edeceği beklentisine bağlanabilir. Daha yüksek büyüme daha yüksek getiri demektir. Bunun anlamı sermayenin hızla büyüyen ve gelişen piyasalara akmaya devam etmesidir. Açık ekonomi anlayışının devam edeceği taahhüdü ile birlikte bugün uluslararası yatırımlardaki amaç gelişen ülkelerin potansiyel büyümelerinin paylaşılmasıdır (Farrell, 1997: 355).

Türkiye ekonomisinde de son yıllardaki yüksek büyüme değerleri, diğer olumlu makroekonomik koşulların etkisinde olduğu gibi, portföy yatırımlarının ülkeye yönelmesinde belirleyici olmuştur.

4.3. Portföy Yatırımlarının Türkiye Ekonomisine Etkileri

Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisine gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini, ekonominin fiziki büyüklükleri ve reel gelişimi üzerindeki etkileri ile finansal alanda ortaya çıkaracağı etkiler olarak incelemek mümkündür.

Sermaye girişlerinin reel ekonomi üzerinde beklenen etkilerinden biri, toplam talebin aşırı artmasına neden olarak makroekonomik ısınmaya yol açmasıdır. Bu genişleme dolayısıyla, enflasyonist baskıyı meydana getirmekte, döviz kuru değerlenmekte ve ödemeler dengesinde bozulmalar görülmektedir. Kurun değerlenmesi ise, yatırımlarda ve tüketim harcamalarında artışa neden olmaktadır. Öte yandan Türkiye’de sermaye girişlerinin, kamu ve özel tüketim harcamaları ile ihracat ve ithalata olan etkisi ve bu kanallar vasıtasıyla büyümeye olan etkisi ele alındığında, genel olarak büyümeye olumlu katkısının olduğu söylenebilmektedir.

1990’lı yıllarda ticari banka kredileri yerini tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır. Uluslararası sermaye piyasalarında, portföy yatırımlarının payının artması dünya ekonomisinin işleyiş sürecinde iktisadi krizlerin dinamiklerini de değiştirmiştir. 1990’lı yıllarda Türkiye’nin de içinde bulunduğu Latin Amerika ve Doğu Asya ülkeleri dahilinde yaşanan krizlerin finansal içeriğe

sahip olması, genel anlamda uluslar arası sermaye hareketlerinin, özel olarak ise portföy yatırımlarının etkilerinin tartışılmasına yol açmıştır (Aslan,1995: 88).

Gelişmekte olan diğer ülkeler gibi Türkiye ekonomisi de, 1990-1991 Körfez krizi ve 1998 Rusya krizi gibi başka ülkelerdeki ekonomik krizlerden olumsuz etkilenmiştir. Krizin etkisindeki şoklar sebebiyle, 1990'lı yıllarda özellikle kısa vadeli sermaye akımlarında ani, yüksek oranda ve tersine ülkeden sermaye çıkışları olmuştur.

1986-1989 yılları arasında Türkiye ekonomisine giren net portföy yatırımları 2.9 milyar \$ civarındayken, 1993 yılında 3.9 milyar \$ olmuştur. Ancak, 1994 yılında yaşanan kriz nedeniyle hazinenin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalması ile, portföy yatırımları yüzde 70 oranında azalmış ve 1.2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılındaki Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle, Türkiye'den büyük bir kısmı uluslararası yatırımcıların menkul kıymet satışlarından kaynaklanan, portföy sermaye çıkışı yaşanmıştır (Erkan, 1999: 7-11).

Ayrıca istikrarsız bir ekonomik yapı içinde enflasyonist ortamda kısa vadeli fonların cazip hale getirilmesi çabası içine girilmekte, sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli fonlar faiz ve kurlardaki beklentilere uygun olarak hareket etmektedir. Geçmişte, örneğin, Türkiye'de olduğu gibi, sıcak para girişini artırmak amacıyla döviz kurundaki artış enflasyondaki artışın gerisinde, faiz oranları ise enflasyon oranının üzerinde tutulmaktadır. Bu politikaların sonucu olarak düşük döviz kuru ihracatı engellemekte, ithalatı artırmakta ve ülkenin kendi imkanlarının ötesinde ithalatı teşvik ederek cari işlemler açıklarını büyütmektedir (Güriş, Çağlayan, 2000: 407).

Ulusal ekonomide faiz oranı ve döviz kurunun sermaye hareketlerine teslim olması sonucunda ulusal politikaların ekonomik ve sosyal amaçlar dahilinde kullanılabilmesi mümkün olmamaktadır. Aşırı değerlenmiş ulusal para politikası ile cari işlemler açığının büyümesi sürecine girilirken, faiz oranlarının yüksekliği sonucunda kamu açığını kapatmanın maliyeti yükselmekte, bu durum yatırım ve üretimi azaltarak ekonominin reel üretim ekonomisinden finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya doğru kaymasına yol açmaktadır.

Yabancı sermayenin gelişmekte olan sermaye piyasalarına akışı, yerel yatırımcıların hisse senedi satın alma güvenini artırıcı etki yapmaktadır.

Yabancıların gelişi ile beklentiler olumlu yöne çevrilmekte ve bu da sadece hisse senedi yatırımları ile ilgili kararlarda değil diğer ekonomik kararlarda da etkisini göstermektedir (Dağlı, 1996: 21-24).

Makroekonomik açıdan bakıldığında ise yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkeye girmesi, ülkedeki döviz rezervlerini artırmakta ve bunun sonucunda ülkenin kredi derecesi artmakta, bu sayede ucuz maliyetle ve kolay borçlanabilme imkanı doğmaktadır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bu çalışmada Türkiye’de mevcut olan yabancı portföy yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ortaya konması amaçlanmaktadır. Modelde Gayri safi yurt içi hasıla ve portföy yatırımları değişkenlerine yer verilmektedir. Bu değişkenler arasında ilk olarak durağanlık dereceleri yaygın olarak kullanılan Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller:ADF) Birim Kök Testi hesaplanacak ve durağan olmayan zaman serileri, farkları alınarak durağan hale getirilecektir. Durağan olmayan değişkenlerin doğrusal bileşimlerinin durağanlığını test etmek ve uzun dönem ilişkileri araştırmak amacı ile Johansen eşbütünleşme yöntemi, uzun dönemli dengede bir bozulma olduğu takdirde ne kadarının dönem içerisinde düzeldiğini belirlemek için de hata düzeltme modeli kullanılacaktır. Diğer taraftan değişkenler arası nedensellik ilişkisinin varlığını ve yönünü belirlemek için Granger nedensellik testi uygulanacaktır.

5.1. Model ve Veri

Türkiye Ekonomisinde gayri safi yurt içi hasıla ve yabancı portföy yatırımlarının ilişkisinin araştırılmasında aşağıdaki doğrusal denklemin kullanılması planlanmıştır.

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 PORTFOY_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada Y_t , Gayri Safi Yurt içi hasıla ve PORTFOY ise Türkiye’ye gelen yabancı portföy yatırımlarını ifade etmektedir..Kullanılan orijinal veriler iki temel kaynaktan alınmıştır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) ve Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı. Araştırma Dönemi 1987:Q1-2014:Q2 dönemini kapsamaktadır. Veriler, üç aylık değerler olarak ele alınmıştır. Gayri Safi Yurt içi Hasıla verileri (Harcamalar cinsinden istatistiki hata çıkarıldıktan sonra)’nin 1987:Q1-1997Q4 arası veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik veri dağıtım sisteminin arşivinden elde edilmiştir. 1998Q1-2014Q2 arası veriler Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı Temel Ekonomik Göstergeler Arşivinden elde edilmiştir. Portföy yatırımları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Elektronik Veri dağıtım Sistemi (EVDS), Genel İstatistikler, Ödemeler Dengesi Ayrıntılı Sunum (5. El kitabı), Finans Hesabı II-B.2 serisinden elde \$ olarak elde edilmiştir. Döviz kuru, 08.11.2014 tarihi itibarı ile döviz kuru satış olarak 1\$=2.2719 olarak alınmış ve portföy yatırımları TL cinsine dönüştürülmüştür.

Gsyih: Eldeki nominal GSYİH verileri, 1987=100 alınarak elde edilen deflatöre bölünerek reel GSYİH elde edilmiştir. TRAMO/SEATS mevsimsel uyarılama ile birlikte gsyih_sa olarak ifade edilmiştir.

Portfoy: Türkiye’de mevcut olan Portföy yatırımları miktarını TL cinsinden ifade etmektedir. Portföy hesabı-varlıklar ve Portföy hesabı-Yükümlülükler toplamından elde edilen dolar cinsinden portföy yatırım miktarının döviz kuru üzerinden TL’ye dönüştürülmesi ile elde edilmiştir. TRAMO/SEATS mevsimsel uyarılama ile birlikte portfoy_sa olarak ifade edilmiştir.

Dummy1: 1994 Nisan krizi için kullanılan kukla değişken. 1994:2’de 1 diğer durumlarda sıfır olmak üzere kullanılmıştır

Dummy2: 2001 Şubat krizi için kullanılan kukla değişken. 2001:1’de 1 diğer durumlarda sıfır olmak üzere kullanılmıştır

5.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Uygulamada kullanılan serilerin ve değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo (10)’da verilmiştir. Tanımlayıcı istatistiklerdeki çarpıklık, serinin simetrisi hakkında bilgi vermektedir. Çarpıklık katsayısı sıfıra eşit olduğunda seri simetrik, negatif olduğunda sola çarpık ve pozitif olduğunda sağa çarpıktır. Basıklık ise dağılımın diklik derecesini ölçmektedir. Basıklık katsayısı 3 olduğunda yüksekliğin normal, 3’den büyük olduğunda dağılımın dik ve 3’den küçük olduğunda dağılımın basık olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 10: Uygulamada Kullanılan Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Gsyih	Portfoy	Gsyih_sa	Portfoy_sa
Ortalama	34826.80	3084.114	34842.17	3074.888
Ortanca	29597.90	1068.280	28846.16	920.9904
En Büyük	69928.88	38069.20	66401.30	36323.87
En Küçük	13464.40	-16252.20	17897.56	-13917.31
Std Sapma	15585.38	8022.050	14948.18	7560.427
Çarpıklık	0.720702	1.627273	0.879540	1.969128
Basıklık	2.254482	7.855039	2.361429	8.657770
Jarque-bera	12.06989	156.5826	16.05145	217.8010
Olasılık	0.002394	0.000000	0.000327	0.000000

5.3. Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizlerde kullanılan zaman serilerinin durağanlığı güvenilir sonuçlar elde edilmesi açısından önem taşımaktadır. Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan zaman serileriyle çalışmanın sahte regresyon problemini ortaya koyacağını göstermiştir. Çünkü durağan serilerin kullanılması ile elde edilen sonuçlarda bir sorun gözlenmez iken, durağan olmayan serilerin kullanılması ise güvenilir olmayan ve yorumlanması ekonomik açıdan zor olan sonuçların elde edilmesine yol açabilecektir. Bu nedenle zaman serileriyle yapılan regresyon analizlerinde değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını araştırmadan önce mutlaka analizlerde kullanılan değişkenlerin durağanlığının incelenmesi gerekmektedir (Altıntaş, 2009, 18).

Durağanlığın tespit edilmesinde kullanılan en yaygın test birim kök testidir. Bu çalışmada değişkenlerin durağanlık özellikleri, ADF birim kök testi aracılığı ile araştırılacaktır. Zaman serisi ekonometrisi kapsamında durağanlık analizi için Genişletilmiş Dickey Fuller: Augmented Dickey Fuller (ADF) testi kullanılarak yapılmıştır.

Augmented Dickey Fuller (ADF) testi üç farklı regresyon denklemi içermektedir.

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta y_t = a_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad (2)$$

$$\Delta y_t = a_0 + \gamma y_{t-1} + a_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad (3)$$

$\gamma = 0$ hipotezinin test edilmesinde τ , τ_μ , τ_x istatistikleri kullanılmaktadır. Dickey ve Fuller (1981), katsayılar üzerindeki bileşik hipotezin test edilmesi için ϕ_1 , ϕ_2 , ϕ_3 olarak adlandırılan üç ilave F-istatistiği sağlamışlardır. 2.denklemin $\gamma = a_0 = 0$ null hipotezi, ϕ_1 istatistiği kullanılarak test edilir. Regresyonda bir zaman trendi ele alınarak- yani (3)-bileşik hipotez $a_0 = \gamma = a_2 = 0$, ϕ_2 istatistiği kullanılarak test edilir.

$\gamma = a_2 = 0$ bileşik hipotezi ϕ_3 istatistiği kullanılarak test edilir (Enders, 1995:221-222).

Çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlık test sonuçları tablo.11’de verilmiştir. Tablo (1), (2) ve (3) denklemlerinin testini içermektedir. Parantez içinde verilen değerler gecikme uzunluğunu göstermektedir. Tablo.11’de görüldüğü gibi değişkenler düzey değerlerinde birim kök içermektedir. Değişkenler birinci farkları alınarak durağan hale getirilmiştir.

Tablo 11: Kullanılan Değişkenlerin Birim Kök Testleri

Modeller ve Varsayımlar****	None	Sabit Terim Var	Sabit Terim ve Trend Var
Düzy			
Değişkenler	t-istatistiği ve olasılık	t-istatistiği ve olasılık	t-istatistiği ve olasılık
gsyih	2.058141(12) (0.9903)	0.978830(12) (0.9961)	-0.993615(12) (0.9395)
portfoy	-1.094524(5) (0.2467)	-1.539090(5) (0.5100)	-6.467568(0)*** (0.0000)
gsyih_sa	3.495903(4) (0.9999)	1.502109(4) (0.9992)	-1.040453(4) (0.9331)
portfoy_sa	-0.906450(5) (0.3213)	-1.357423(5) (0.6003)	-4.077136(1)*** (0.0091)
1.Fark			
gsyih	-1.326093(11) (0.1700)	-2.238983(11) (0.1941)	-2.794953(11) (0.2028)
portfoy	-6.966330(5)*** (0.0000)	-6.997067(5)*** (0.0000)	-7.053974(5)*** (0.0000)
gsyih_sa	-8.128144(0)*** (0.0000)	-6.649486(3)*** (0.0000)	-7.066103(3)*** (0.0000)
portfoy_sa	-7.996121(4)*** (0.0000)	-7.996998(4)*** (0.0000)	-6.924752(5)*** (0.0000)

****Birim kök testi Akaike Info Criterion (AIC)’e göre yapılmıştır.

***serinin %1 düzeyinde durağan olduğunu

** serinin %5 düzeyinde durağan olduğunu

* serinin %10 düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.

5.4. Eşbütünleşme Analizi

Çalışmanın konusunu oluşturan ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında bir ilişkinin olup olmadığını test etmek için Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Johansen eşbütünleşme testi değişkenler arasında eşbütünleştirici bir vektör olup olmadığını test edilmesinde kullanılır. . Özdeğer ve özvektörlere dayanılarak yapılan bir testtir. Bu testi yapabilmek için değişkenlerin aynı dereceden durağan olmaları gerekmektedir. Daha sonra VAR modeli kurulur, ilgili

model tahmin edilerek eşbütünleşme durumuna bakılır. Johansen eşbütünleşme testinin ilk aşaması uygun gecikme uzunluğunun bulunmasıdır. Çalışmada kullanılan değişkenlerin birinci dereceden durağan $-I(1)-$ olduğu belirlendikten sonra, gsyih ve portföy arasında bir eşbütünleşmenin olup olmadığını test edebileceğimiz modelin gecikme sayısı VAR'da belirlenmiştir. VAR'ın durağanlığını sağlayan gecikme sayısı LR, FPE ve AIC² kriterine göre 6 olarak saptanmıştır. Ayrıca modelde, Türkiye Nisan 1994'te 5 nisan kararlarının alınmasını gerektiren ve Şubat 2001'de esnek döviz kuruna geçişle sonuçlanan iki mali kriz yaşamıştır. Bu çalışmada bu mali krizlerin temsil edilmesi amacı ile 1994 krizi için, 1994:2'de 1 diğer durumlarda sıfır olmak üzere dummy1 ve 2001 krizi için, 2001:1'de sıfır diğer durumlarda 1 olmak üzere dummy2 kukla değişkenleri kullanılmıştır.

Bir sonraki aşamada eşbütünleşme vektörünün varlığı trace ve maksimum eigen değer testlerine dayalı olarak belirlenmiştir. Eşbütünleşme sonuçları Tablo.10'da verilmiştir.

Tablo.12. Portföy ve ekonomik büyüme arasındaki eşbütünleşme analizi

Değişkenler, gsyih_sa portföy_sa									
H_0	H_1	Maximum Eigenvalue Testi	%5	Olasılık	H_0	H_1	Trace Testi	%5	Olasılık
$r=0$	$r=1$	15.77472*	11.22480	0.0075	$r=0$	$r \geq 1$	17.21062*	12.32090	0.0070
$r \leq 1$	$r=2$	1.435904	4.129906	0.2703	$r \leq 1$	$r \geq 1$	1.435904	4.129906	0.2703

Test sonuçlarına göre, iki değişken arasında ko-entegrasyon olmadığını ($r=0$) ifade eden boş hipotezi % 5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. En az bir ko-entegrasyon denkleminin varlığı ise reddedilememiştir. JJ tekniğinden elde edilen bir koentegrasyon denklem Tablo 13'te gösterilmiştir. Elde edilen denkleme göre gsyih ve portföy yatırımları arasında uzun dönem ilişkisi mevcuttur. Ayrıca portföy yatırımları büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo.13. Test Sonuçlarından Elde Edilen Denklem

Eşbütünleşme Denklemi*	
Gsyih_sa	Portföy_sa
1.000000	-1.144025 (1.22773)

*() içinde t-değerleri verilmiştir.

² LR sequential modified LR test istatistiği
FPE Final Prediction Error
AIC Akaike Information Criteria

Ancak değişkenlerin farkları alındığından değer kayıpları oluşmakta ve bu değer kayıpları da sonuçlarda olumsuz etkiler yapmaktadır. Sözkonusu olumsuz etkileri ortadan kaldırmak için hata düzeltme modeli oluşturuyoruz.

5.4. Hata Düzeltme modelleri

Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki varsa, hata düzeltme modelleri kullanılır. Hata düzeltme modelleri uzun dönem ilişkiden yani dengeden sapmayı gösterir. Değişkenler arası uzun dönemli ilişki değişkenlerin koentegre olması olarak düşünülebilir. Koentegrasyon kavramının oluşması için serilerin durağan olması gerekmektedir. Durağanlığın sağlanması için serilerin farkı alınır. Ancak fark işleminin uygulanması sırasında uzun dönem bilgisinde kayıplar oluşmaktadır. Bu nedenle hata düzeltme modelleri kullanılarak bu dengesizliklerin ortadan kaldırılmasına çalışılır. Hata düzeltme modellerinde durağan değişkenlerle kurulan modele hata terimlerinin bir gecikmeli hali eklenir. Hata terimlerinin düzey değerde durağan olması gerekmektedir. Hata düzeltme modelinde hata terimleri ile ilgili kısıt hata terimleri katsayısının -1 ile 0 aralığında olması gerektiğidir. Bu kısıtın sağlanamaması hata düzeltme modeli mekanizmasının çalışmadığını ifade eder. Ayrıca değişkenlerin anlamlı olması gerekmektedir. Hata terimi katsayısı geçen yıl dengedeki bozulmanın bu dönem ne kadarının düzeldiğini gösterir. Yani bir birim sapmanın ne kadarının bu dönem düzeldiğini gösterir (Temuçin, 2013). Elde edilen eşbütünleşme modeline ait hata düzeltme modelleri

Elde edilen hata düzeltme modelleri

$$\begin{aligned}
 D(\text{GSYİH_SA}) &= 0.0208\text{ECT} + 0.1388D(\text{GSYİH_SA}(-1)) - 0.1530 D(\text{GSYİH_SA}(-2)) \\
 &\quad - 0.0757D(\text{GSYİH_SA}(-3)) - 0.2083D(\text{GSYİH_SA}(-4)) \\
 &\quad - 0.1445 D(\text{GSYİH_SA}(-5)) + 0.0580 D(\text{GSYİH_SA}(-6)) \\
 &\quad - 0.0005D(\text{PORTFOY_SA}(-1)) - 0.0239D(\text{PORTFOY_SA}(-2)) \\
 &\quad + 0.0375D(\text{PORTFOY_SA}(-3)) + 0.0459 D(\text{PORTFOY_SA}(-4)) \\
 &\quad + 0.0829D(\text{PORTFOY_SA}(-5)) - 0.0566D(\text{PORTFOY_SA}(-6)) \\
 &\quad - 3011.291\text{DUMMY1} - 849.3961\text{DUMMY2} \\
 D(\text{PORTFOY_SA}) &= 0.0451\text{ECT} + 0.3366 D(\text{GSYİH_SA}(-1))
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& -0.3010 D(\text{GSYİH_SA}(-2))-0.7285D(\text{GSYİH_SA}(-3)) \\
& -0.1496 D(\text{GSYİH_SA}(-4))-0.2903 D(\text{GSYİH_SA}(-5)) \\
& +0.0142D(\text{GSYİH_SA}(-6))-0.6153D(\text{PORTFOY_SA}(-1)) \\
& -0.3159 D(\text{PORTFOY_SA}(-2))-0.3449D(\text{PORTFOY_SA}(-3)) \\
& -0.4560 D(\text{PORTFOY_SA}(-4))-0.5527D(\text{PORTFOY_SA}(-5)) \\
& -0.273423 D(\text{PORTFOY_SA}(-6))-1425.308DUMMY1-5699.104DUMMY2
\end{aligned}$$

Elde edilen hata düzeltme modeli sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı pozitif sonuç vermiştir. -1 ve 0 arasında olmadığından hata düzeltme modeli mekanizmasının çalışmadığını ifade eder

5.5. Granger Nedensellik Testi

Değişkenler arasındaki sebep sonuç ilişkisi, ekonometrik nedensellik testleri ile ortaya konulabilir. Nedensellik analizi ile, bir değişkende oluşan hareketin diğer değişken üzerinde etki yaparak onda bir değişmeye neden olup olmadığı araştırılır (Tarı, 1999:265 Aktaran Gül ve Ünlü, 2006).

Bu çalışmada 1998:1-2013:4 döneminde portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Granger sınaması *gsyih_sa* ve *portföy_sa* değişkenlerinin kestirilmesine ilişkin bilginin yalnızca bu değişkenlerin zaman serisi verilerinde bulunduğunu varsayar. Sınama şu regresyonların tahminini gerektirir:

$$gsyih_sa_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i gsyih_sa_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j portföy_sa_{t-j} + u_{1t} \quad (1)$$

$$portföy_t = \sum_{i=1}^m \lambda_i gsyih_sa_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j portföy_sa_{t-j} + u_{2t} \quad (2)$$

Burada, u_{1t} ve u_{2t} bozucu terimlerinin ilişkisiz oldukları varsayılmaktadır. 1 No'lu denklem, bugünkü büyüme değerinin geçmiş büyüme değerleri ve geçmiş portföy yatırım değerleri ile ilişkili olduğunu, 2 No'lu denklem de bugünkü portföy yatırım değerinin geçmiş portföy yatırım değerleri ve geçmiş büyüme değerleri ile ilişkili olduğunu ifade eder (Gujarati, 1999, 620).

Bu aşamada portföy büyümenin Granger nedeni değildir

($H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$) ve büyüme portföyün Granger nedeni değildir ($H_0 = \lambda_1 = \lambda_2 = \dots = \lambda_m = 0$) boş hipotezlerinin doğruluğu X^2 testi kullanılarak sınanacaktır. LR (sequential modified LR test statistic (each test at 5% level), FPE (Final predictionerror) ve AIC (Akaikein for mation criterion) kriterlerine göre 6 olarak alınmıştır.

Granger nedensellik sonuçları tablo.14'te verilmiştir. Granger nedensellik modelinden elde edilen sonuç; portföy'ün gsyih'nın nedenseli değildir null hipotezi %5 düzeyinde reddedilir ve portföy'ün gsyih'nın nedenselidir alternatif hipotezi kabul edilir. Diğer taraftan gsyih portföy'ün nedenseli değildir null hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilir.

Tablo.14. Granger Nedensellik Test Sonuçları

Hipotezler	F-testi	P-Değeri
Portfoy_sa, gsyih_sa'nın nedenseli değildir	2.73154	0.0174
Gsyih_sa Portfoy_sa'nın nedenseli değildir	1.86439	0.0955

SONUÇ

Dünyada yaşanan küreselleşme olgusuyla birlikte, ülkeler arasındaki ticaret ve ülkelerin yabancı sermayeyi kendilerine çekme yarışı hız kazanmıştır. Küreselleşme süreciyle birlikte ülkeler birbirlerine bağımlı hale gelmiştir. Yatırımı yapan şirket gittiği ülkede karını artırırken, ülkeye de ekonomik anlamda katkı sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinin ülkeye çok önemli avantajları vardır. Bunlardan birincisi ulusal yatırımların yabancı sermayeyle karşılanması, bir diğeri ise ülke içerisinde karşılaşılabilecek olan risklere karşı korunma sağlamasıdır. Yabancı sermayenin ülkeye çekilmesiyle birlikte, hem bilgi aktarımı sağlanarak etkinlik artırılmakta hem de finansal piyasaların ve ekonominin gelişmesi sağlanmaktadır.

Yabancı sermaye gideceği ülkede çeşitli kriterleri göz önünde bulundurmaktadır. Bunlar ülkenin ekonomik ve siyasi istikrarı, kanun ve kararlardaki istikrar gibi unsurlardır

Küreselleşme olgusuyla birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin kaynakları, boyutu ve dağılımı gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ve finans piyasalarının güncel konusu haline gelmiştir.

Uluslararası kanallardan borçlanmanın en kolay yolunun portföy yatırımları ile yapılıyor olması, gerekli finansman ihtiyacını yurtiçindeki tasarruflarla karşılayamayan ülkelerde sermayenin yurtiçine çekilmesi aşamasında önemli gelişmeler ortaya çıkarmıştır.

Sermaye gereksinimi olan gelişmekte olan ülke ekonomileri iç ve dış borç baskısı altında finansman ihtiyaçlarını ticaret ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından sağlamaya başlamışlardır. Söz konusu ekonomik potansiyele sahip ülkelerde arbitraj olanaklarının daha iyi olması özellikle portföy yatırımlarının ilgili ülkelere doğru yönelmesine yol açmıştır.

Ayrıca uluslararası finans piyasaları aracılığıyla küçük ve dağınık haldeki tasarrufların toplanıp gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine portföy yatırımları şeklinde kaynak olarak veriliyor olması sayesinde risk paylaşımı ve etkin kaynak dağılımına imkan sağlanmış olmaktadır.

Türkiye’de kalkınmanın hızlanması, finansal kaynakların arttırılması için yabancı sermayenin piyasalarda daha fazla işlerlik kazandırılması yoluna gidilmiştir. 1980’lerden sonra yüksek faiz ve düşük kur politikası sonucu Türk piyasaları yabancı sermaye hareketlerine açık bir hal almıştır. Son dönemlerde portföy yatırımları olarak bilinen sıcak para akımları önemli bir istikrarsızlık unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bu tür fon girişi finansal sistemde rahatlama yaratırken son dönemlerde yaşanan dünya ekonomik krizi nedeniyle ani çıkışlar olması finansal yapıda istikrarsızlıklara neden olmuştur. Portföy yatırımlarının dalgalı bir seyir gösterdiği görülmektedir. Ülkemizde daha yüksek faiz geliri ve temettü elde etme olanakları sayesinde yabancı sermaye için cezbedici bir ortam oluşmuştur.

Türkiye’ye yapılan yabancı portföy yatırımlarının olumlu olduğu kadar üzerinde hassasiyetle durulması gereken olumsuz yanları da mevcuttur. Bu istenmeyen durumu şöyle açıklayabiliriz; yabancı sermaye, Türkiye’nin bugün içinde bulunduğu koşullarda büyük bir tehlikedir. Çünkü çok daha canlı, güçlü ve sürekli bir ulusal yatırım eğilimi olmadıkça, yabancı sermaye bir “ekonomik işgal” etkisi yaratır. Zaten yabancı sermayenin zararları, sağlayabileceği faydalardan çok daha fazla olduğu savunulabilir. Ekonomik işgal durumunda, zararlar öldürücü bir nitelik kazanacaktır. Durumun çok daha acı olan tarafı ise, bütün umudun yabancılara yani yabancı sermayeye bağlanmış olmasıdır. Bu eğilim ulusal ekonomimizi hedef alan bir ekonomik işgalin belirtisi ya da en azından habercisidir. Bu da Türk sanayine yönelik bir sızma hareketinin belirtisidir. Yabancı firmalar (dolayısıyla yabancı karar merkezleri) Türk sanayindeki ve sanayi işletmeleri üzerindeki hakimiyet derecesini artırmıştır. Ayrıca yabancı ortağı olan şirketlerin önemli bir kısmı yabancı hakimiyet ve yönetimine geçmiştir. Söz konusu firmalarda karar yetkisi artık yabancılara aittir. Yabancı sermayenin “şirket sayısı”, “yabancı sermaye payı” ve “yabancı ortak payı” olarak gittikçe güçlenmesi, daha fazla karın daha fazla yurtdışına transferi, ekonomik kararlarda yabancılardan yetkisinin artması, baskı grubu olarak güçlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Türkiye tüketim düzeyini kontrol altına alarak, diğer olanaklarını zorlayarak, ulusal tasarruflarını yükseltmeye başlamalıdır. Bir ekonomide yabancılardan yaptığının kat kat üzerinde yatırım yapılmazsa, o ekonomi; bugün bu işletme, yarın öbür işletme azar azar yabancılardan eline geçer. Sızma bugün fark edilmez ama 10 yıl sonra fark edilir ancak çok geç olur. Gözlemlenen artışlar

küçümsenmemelidir. Ulusal sanayimizin tamamı emperyalizmin top ateşleri menziline girebilir (Dura, 2004: 531–532).

Bu çalışmada, 1987Q1:1-2014Q2 dönemi için üç aylık veriler kullanılarak, ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında uzun dönem bir ilişkinin var olup olmadığı analiz edilmiştir. Ayrıca iki değişken arasında bir nedensellik olup olmadığı da test edilmiştir. Elde edilen test sonuçlarına göre ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ifade eden bir eşbütünleşme vektörü elde edilmiştir. Portföy yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif yönlü olarak etkilemektedir. Yani ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Ancak, VAR modeline bağlı olarak oluşturulan hata düzeltme modelinden elde edilen hata düzeltme terimi pozitif olarak elde edilmiştir. Bu da hata düzeltme mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir. Granger Nedensellik testine göre ise portföy büyümenin nedenseli iken büyüme portföyün nedenseli değildir.

Portföyün gsyih'nın nedenseli olması, bize Türkiye'de gerçekleşen büyümenin reel sektörden değil de portföy yatırımından yani diğer bir ifade ile sıcak para girişinden kaynaklandığını göstermektedir. Sıcak para miktarının yüksek olması ise ekonominin oldukça hassas olmasına yol açmakta ve en ufak bir dalgalanmada krize yol açabilmektedir. Türkiye bu konuda faiz oranını uluslararası düzeye indirip sıcak para girişinin miktarını azaltıp, reel sektörün ekonomideki payını arttırmalıdır.

KAYNAKÇA

- Afşar, Muharrem (2004). Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.1558.
- Akdiş, Muhammet (2002). “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler- Beklentiler”, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi, Yıl.7, Sayı.26, Ekim, s. 5.
- Akdiş, Muhammet (2013). Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, <http://sbe.dpu.edu.tr/dergi/29/7.pdf> (Erişim Tarihi:03.11.2013.)
- Akyüz, Y. ve Boratav, Korkut (2002). “The Making of the Turkish Crisis”, UNCTAD Cenevre, s. 4.
- Algüner, Ayhan (2006). *Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Yayın No:199, s. 84-85.
- Altıntaş, Halil, (2009). “Türkiye’de Döviz Kurunun Enflasyon Üzerine Geçiş Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1989-2007”, Econ Anadolu 2009: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, s. 1-35.
- Alp, Ali (1999). “Uluslararası Finansal Sistemin Yeni Mimarisi ”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Nisan, Cilt:14, Sayı:157, s.83-92.
- Alp, Ali (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, ISBN:975-6540-03-7, Ankara, s. 144.
- Arıkan, Deniz (2006). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*, İstanbul: Arıkan Yayıncılık, s. 7.
- Aslan, Nurdan (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları*, İstanbul: Türkmen Kitabevi, s. 77.
- Aşıkoğlu, Rıza (1993). *Globalleşme Sürecinde Uluslar arası Finansal Yönelimler*, TC. Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No:2, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Yayınları No:2,Kütahya, s. 70-71.
- Ayvaz, Y.Yüksel ve Baldemir, Ercan ve Ürüt, Serap (2006). “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik Olarak İncelenmesi”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt. 13, Sayı: 1, s. 178.

- Başıoğlu, Ufuk (2000). “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt.3, Sayı.4, s. 91.
- Berksoy, Taner ve Saltoğlu, Burak (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası (İTO) Yayınları, Yayın No.58, s. 10,18.
- Bolak, Mehmet (1991). Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, s. 65.
- Büker, Semih ve Aşıkoğlu, Rıza (1992). *Sermaye Piyasası*, Eskişehir, s. 22.
- Calvo, Guillermo and Leiderman, Leonardo and Reinhart, Carmen (1996). “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2, Spring, pp.123.
- Calvo, Guillermo, Leiderman, Leonardo and Reinhart, Carmen (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No:1, March, pp. 108.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (1993). Uygulamalı Portföy Yönetimi, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, s. 220-223.
- Claessens, Stijn (1995). “The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview”, *The World Bank Economic Review*, Oxford University Press, Vol.9, No.1, January, pp. 153.
- Claessens, Stijn. Dooley, Michael ve Warner, Andrew (1995). “Portfolio Capital Flows: Hot or Cold”, *The World Bank Economic Review*, Oxford University Press, Vol.9, No.1, January, pp. 3.
- Clements, M.P. ve Mizon, D.E. “Empirical Analysis of Macroeconomic Time Series: VAR and Structural Models”, *European Economic Review*, No:35, pp. 887-890.
- Dağlı, Hüseyin (1996). Türkiye’nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, *Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar*, Ankara, Kasım, s. 21-24.
- Damodar N. ve Gujarati (1999). *Temel Ekonometri*, Ümit Şenesen (çev.), İstanbul: Literatür Yayınları, s. 712.

- Demircan, Hayrettin (2003). Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri, *T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 35*, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara, s. 1.
- Dickey, David ve Fuller, Wayne (1979). “Distribution of the Estimators for Auto Regressive Time Series with a Unit Root”, *Journal of the American Statistical Association*, 74 (366) June, pp. 430.
- Doğu, Murat (1996). *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayın No:27, Ankara, s. 3.
- Doğukanlı, Hatice (2001). *Uluslararası Finans*, 1.baskı, Adana: Nobel Kitabevi.
- Dooley, Michael ve Arias, Fernandez ve Kenneth, Eduardoand Kletzer (1996).“Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries”, *The World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1, pp. 27.
- Dura, Cihan (2004). *Sömürgeleşen Türkiye*, Engin Yayıncılık Matbaası, s. 531-532,
- Duran, Mustafa (2002). *Türkiye’de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Yazı Dizisi 32*, Ankara, s. 41-43.
- Durusoy, Serap (2013). “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, http://www.alternatifpolitika.com/page/docs/Aralik_2009_Sayi_3/Serap_Durusoy.pdf (Erişim Tarihi: 21.10. 2013), s. 3.
- Eduardo, Fernandez Arias (1996). “The New Wave of Private Capital Inflows Pushor Pull”, *Journal of Development Economics*, Vol.48, pp. 48.
- Elton, Edwin J. ve Gruber, Martin J. *Modern Portfolio Theory and Investments Analysis*, John Wiley&SonsInc. U.S.A.
- Enders, Walter (2004). *Applied Econometric Time Series*, Second Edition, Wiley International Edition, pp. 53.
- Ercan, Hakan (2000). *Açık Ekonomi, İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para: Türkiye*, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No:642, s. 43.
- Erkan, Nurhan (1997). *Menkul Kıymet Piyasalarında Sistemik Riskler, Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayın No:60,Ankara, s. 7-11.

- Erkiletlioğlu, Hatice ve Gürler, Alper (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengelere Etkileri: Türkiye rneği, *Türkiye Genç İş Adamları Derneği (TÜGİAD)*: 7. Bilimsel Eser Yarışması, s. 13.
- Ertuna, İbrahim zer (2001). *Yatırım ve Portföy Analizi*, Boğaziçi Üniversitesi Yayınları No:485, İstanbul 1991,s.69
- Esen, Oğuz (1998). “Gelişmekte Olan lkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, *iktisat işletme ve Finans Dergisi*, Sayı.145, Nisan, s. 24-26.
- Farrell, James L. Jr.(1997). Portfolio Management Theoryand Application, *The McGraw-Hill CompaniesInc*, Singapur, s. 355.
- Gujarati, Damodor, N. Temel Ekonometri (1999) (ev. Ümit şenesen ve Gülay Günlük şenesen), İstanbul Literatür Yayınları:33, 1999.
- Gl, Ekrem ve Ahmet nl (2006), Türkiye’de Bütçe Açıkları ile Borçlanmalar Arasındaki Nedensellik İlişkileri, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık 2006, cilt 7 sayı, 2. Ss.1-22
- Güneş, Hurşit ve Saltoğlu, Burak (1998). İMKB Volatilitesinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi, *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, Ankara, s.13.
- Güriş, Selahattin ve ağlayan, Ebru (2000). *Ekonometri*, 1. Baskı, İstanbul: Der Yayınları, s. 407.
- Gürlesel, Fuat, Aklın, Kerem ve Uzunoğlu, Sadi (1997). *Avrupa Sermaye Piyasaları ve Türk Sermaye Piyasaları*, No:10, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, s. 35.
- Güven Sevil, *Finansal Risk Yönetimi erevesinde Piyasa Volatilitesinin Tahmini Ve Portföy Var Hesaplamaları*, No:1323, Eskişehir: TC. Anadolu Üniversitesi Yayınları, s. 3.
- İnandım, şeyda (2005). “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye rneği”, (Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım, s. 16.

- Kara, Şinasi (1990). Sermaye Piyasası, İstanbul: Doyuran Matbaası, s. 155.
- Karan, M. Baha ve Karacabey, Ali Argun (2003). *Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları Ve Geleceği, Sermaye Piyasası Kurulu*, Yayın No: 140, 1. Basım, ISBN: 975-6951-37-0, Ankara, s. 20.
- Karluk, Rıdvan (2013). “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyapsermyat.doc> (Erişim Tarihi: 19.11.2013), s. 406.
- Karlı, Muharrem (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Alfa Kitapevi, 5. Baskı, Bursa, s. 21.
- Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (1998). *Türkiye Ekonomisi*, 10.basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, s. 229.
- Kondak, Nuray (1998). Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişim, Finansal Araç ve Kurumlan, ISBN: 975-353-162-1, İstanbul:Der Yayınları, s. 60-62.
- Konuralp, Gürel (2001). *Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi*, İstanbul: Alfa Kitapevi, s. 20-23.
- Korkmaz, Turhan (2001). “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerinin Rolü”, *İMKB Dergisi*, Cilt.5, Sayı.17, Ocak-Mart, s. 71.
- Kovancılar, Birol (2003). *Ülkemizde Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Yatırımların Teşviki ve Avrupa Birliği Uygulamaları Çerçevesinde Alternatif Modeller*, Türkiye Genç İşadamları Derneği, İstanbul, 38-39,
- Kutlar, Aziz (2005). Uygulamalı Ekonometri, 2.baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, s. 308.
- Leiderman, Calvo ve Inflows, Reinhart (1990). Of Capital to Developing Countries in the 1990, s. 128.
- Maginn, John L. ve Tuttle, Donald .(2007). Dennis W. Mc Leavey, Jerald E. Pinto, Managing Investments Portfolios, A. Dynamic Process, John Wiley&SonsInc, NewJersey, 3. Basım, s. 588.

- Masood, Ahmed ve Sudarshan, Gooptu (1993). "Portfolio Investment Flowsto Developing Countries", *Finance & Development, International Monetary Fund (IMF)*, March, s. 11.
- Murray, Michael P. (2006). *Econometrics A Modern Introduction, Pearson International Edition*, pp.745-746.
- Oktayer, Nagihan ve Susam, Nazan (2007). "Tasarruf - Yatırım - Sermaye Hareketleri İlişkisinin Türkiye Örneğinde Değerlendirilmesi", *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt.9, Sayı:2, Aralık, s. 41.
- Öztekin, Didem ve Erataş, Filiz (2009). "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması" http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/OztekinEratas_econanadolu_2009.pdf. (Erişim Tarihi: 15.10.2013), s. 1.
- Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Gülay, Emrah (2013). "Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği - 1992:I - 2005:IV", 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, Malatya: İnönü Üniversitesi, 24-25 Mayıs 2007, http://www.sbe.deu.edu.tr/dergi/cilt9.say%C4%B12/9.2%20pazarl%C4%B1o_%C4%9Flu%20g%C3%BClay.pdf (Erişim Tarihi: 19.10.2013), s. 4.
- Sarıtaş, Hakan (2013). "Türkiye'nin Avrupa Birliği İle Entegrasyonunun Uluslararası Portföy Yatırımları Üzerine Etkisi", http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/download/224/pdf_205 (Erişim Tarihi:22.10. 2013), s. 3.
- Selimata, Selim (2003). "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı.32, Eylül-Ekim, s. 10.
- Seyidoğlu, Halil (1994). *Uluslararası Finans*, ISBN:975-7516-08- 2, İstanbul: Güzem Yayınları, s. 198.
- Seyidoğlu, Halil (2001). *Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama*, 14.baskı, İstanbul: Güzem Yayınları, s. 479.
- Şamiloğlu, Famil (2002). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu*, ISBN: 975-8640-16-X, Ankara: Gazi Kitabevi, s. 173.
- Tarı, Recep (1999), *Ekonometri*, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.

TDK, Güncel Türkçe Sözlük,

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.G

TS.5140ecaf72cec5.54621711 (13.03.2013)

Tekin, Fazıl ve Arın, Tülay (2004). Sacit Onen, Billur Yaltı Soydan, Eser Karakaş, *Uluslararası Mali İlişkiler*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 944, Eskişehir.

Temuçin, Yavuz Anıl, “Eviews Hata Düzeltme Modeli”, Ekonometri-İstatistik-Yöneylem, Paket Programlar, Türkçe Online Video Anlatımlar, 2013, www.ekolar.com

Turner, Philip (2013). “Capital Flows in Latin America: A New Phase”, BIS Economic Papers, May 1995, No.44, <http://www.bis.org/publ/econ44.pdf?noframes=1> (Erişim Tarihi: 17.11.2013).

Türker Kaya, Yasemin (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı (DPT).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Süreli Yayınlar, “Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması”, *TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü*, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> (Erişim Tarihi: 15.10.2013.)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Yıllık Rapor, 2001.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), *Finansal Yönetim, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Lisans Eğitim Kılavuzu*, Ekim 2007.

Uzunoğlu, Sadi (1998). *Yeni Finansman Teknikleri*, 2.baskı, İstanbul: Strata Yayınevi, s. 101.

Uzunoğlu, Sadi ve Aklın, Kerem ve Gürlesel, Can Fuat (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları, No:6, İstanbul, s. 34.

- Ünal, Targan (1995). *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, İMKB Araştırma Yayınları, No.7, s. 39.
- Variş Tezcanlı, Meral ve Kumbasar Bayraktar, Sibel ve Oral Erdoğan, Görgünay, Handan ve Tan, Ebru ve Uytun, Efser (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul 1994, s.47 Stephen Lofthouse, Readings Investments, 1. Basım, İstanbul: Perfect Yayıncılık, s. 8.
- Vurgun, Kudret (1994). *Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) Ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler*, No: 4, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, s. 1.
- Yased (1988). *Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, İnceleme Yarışması, İstanbul, s. 9.
- Yeldan, Erinç (1997). “Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler”, *Ekonomide Durum*, (Bahar-Yaz 1997), s.156.
- Yeldan, Erinç (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 2.baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, s. 55.
- Yılmaz, Mustafa K. ve Alişan (1999). “Yabancı Yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Üzerindeki Rolü”, *İktisat Dergisi*, Yıl.1, No.389, Şubat-Mart, s. 18.