

**ULUSLARARASI SERMAYE
HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ,
DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR
VE YABANCI PORTFÖY
YATIRIMLARI BAĞLAMINDA
BİR ANALİZ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Erhan GENÇ
Doktora Tezi
Danışman: Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR
Haziran, 2015
Afyonkarahisar

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN
BELİRLEYİCİLERİ, DOĞRUDAN YABANCI
YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI
BAĞLAMINDA BİR ANALİZ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Erhan GENÇ

Danışman
Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR

AFYONKARAHİSAR 2015

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’ da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

01/06/2015

Erhan GENÇ

TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ ÜYELERİ

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR


Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Erdal DEMİRHAN

: Doç. Dr. Tuğrul KANDEMİR

: Doç. Dr. Mikail ALTAN

: Doç. Dr. Mahmut ZORTUK

İmza



İşletme Anabilim Doktora öğrencisi Erhan GENÇ'in "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği" başlıklı tezi, 01.06.2015 günü saat 11:00'da Afyon Kocatepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliği'nin ilgili maddeleri uyarınca yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Ahmet YARAMIŞ
Sosyal Bilimler Enstitü Müdürü

ÖZET

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI BAĞLAMINDA BİR ANALİZ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Erhan GENÇ

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

Haziran 2015

Danışman: Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR

Bu çalışmanın amacı 1989 yılında sınırlarını uluslararası sermaye hareketlerine açmış olan Türkiye' ye giriş yapan uluslararası sermayenin temel makroekonomik belirleyicilerini tespit etmek ve bu temel makroekonomik değişkenler ile uluslararası sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu bağlamda uluslararası sermaye hareketlerinin büyük çoğunluğunu oluşturan Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ve Yabancı Portföy Yatırımları (YPY)'ler ele alınmıştır. DYY'lerin temel ekonomik belirleyicileri Maki (2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ve Dinamik En Küçük Kareler (DEKK) yöntemi ile tahminlenmiştir. YPY'lerin ekonomik belirleyicileri ise Sınır Testi yaklaşımı ve ARDL (Autoregressive Distributed Lag Model) modeli ile analiz edilmiştir. Amprik sonuçlara göre, DYY'lerin GSYİH, ticari açıklık, enflasyon ve birim işçi maliyeti tarafından belirlendiği ve GSYİH, ticari açıklık ve birim işçi maliyetlerinin DYY girişlerini pozitif, enflasyonun ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

YPY'lerin ise GSYİH, BİST-100 endeksi, faiz oranı, döviz kuru ve finansal açıklık oranı tarafından belirlendiği sonucuna ulaşılmıştır. Kısa dönemde GSYİH, BİST-100 endeksi, faiz oranı ve finansal açıklığın YPY girişlerini pozitif etkilediği, uzun dönemde ise GSYİH, faiz oranı, döviz kurunun YPY girişlerini pozitif, BİST-100 endeksinin ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Yabancı Portföy Yatırımları, Maki Eşbütünleşme Testi, Sınır Testi.

ABSTRACT

DETERMINANTS OF INTERNATIONAL CAPITAL MOVEMENTS, AN ANALYSIS IN THE CONTEXT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT AND FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS: THE CASE OF TURKEY

Erhan GENÇ

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY THE INSTITUTE OF SOCIAL
SCIENCES DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION**

June 2015

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Oğuzhan AYDEMİR

The purpose of this study is to analyse the determinants of the international capital invested in Turkey, removed the borders as to international capital flows in 1989, and to show relationship between this factors and international capital inflows. In this context; Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI), generating a great majority of international capital flows, are concerned. The economic determinants of FDI has been estimated by cointegration analysis with multiple structural breaks of Maki (2012) and and Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) method. The economic determinants of FPI has been specified by Bounds Test approach and Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) models.

According to empirical results; it is seen that the economic determinants of FDI are GDP, trade openness, inflation and unit labour cost. GDP, trade openness and unit labour costs have a positive effect on FDI and inflation affects FDI negatively. The economic determinants of FPI have been found as GDP, BIST-100 index, interest rate, exchange rate and financial openness. In the short term; GDP, BIST-100 index, interest rate and financial openness affect the FPI inflows positively and in the long term while GDP, interest rate and exchange rate affect the FPI inflow positively, BIST-100 index affects FPI inflow negatively.

Key Words: International Capital Movements, Foreign Direct Investment, Foreign Portfolio Investment, Cointegration Test of Maki, Bounds Test.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	i
TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	x
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR DİZİNİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.KAVRAMSAL ÇERÇEVE	8
2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI.....	10
2.1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR	11
2.2. PORTFÖY YATIRIMLARI.....	12
2.3. DİĞER YATIRIMLAR	14
3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ	15
3.1. KÜRESELLEŞME SÜRECİ.....	23
3.2. FİNANSAL LİBERALİZASYON (SERBESTLEŞME)	27
3.3. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER.....	31
4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	37
4.1. İTİCİ FAKTÖRLER.....	41
4.2. ÇEKİCİ FAKTÖRLER	46
4.2.1. Faiz Oranı	50
4.2.2. Döviz Kuru ve Enflasyon.....	51
4.2.3. Pazar Büyüklüğü.....	52

4.2.4. İş Gücü Maliyeti	53
4.2.5. Vergi Oranları	53
4.2.6. Politik ve Ekonomik İstikrar	54
4.2.7. Ticari ve Finansal Açıklık/Serbestleşme	55
4.2.8. Özelleştirme	56

İKİNCİ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR	59
1.1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ	62
1.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN ÇEŞİTLERİ	68
1.2.1 Yeniden Yatırım	68
1.2.2. Sınırötesi Birleşme ve Satınalmalar	69
1.2.3. Stratejik İttifaklar	72
1.3. TÜRKİYE’DE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN GELİŞİMİ .	77
1.4. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK ETKİLERİ ...	84
1.4.1. DYY’lerin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri	85
1.4.2. DYY’lerin İstihdama ve Ücretlere Etkisi.....	87
1.4.3.DYY’lerin Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri.....	89
1.4.4.DYY’lerin Teknoloji Üzerine Etkisi	89
2.YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	91
2.1. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINDA KULLANILAN FİNANSAL ARAÇLAR	94
2.1.1. Yatırımcısına Ortaklık Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar	94
2.1.2.Yatırımcısına Alacak Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar	97
2.2. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI	99
2.2.1. Dünyada Yabancı Portföy Yatırımları	100
2.2.2.Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları	108
2.3.YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK ETKİLERİ... 112	

3.SERMAYE HAREKETLERİ, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR İLE PORTFÖY YATIRIMLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE BU YATIRIM TÜRLERİNİN BELİRLEYİCİLERİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR..... 116

3.1.SERMAYE HAREKETLERİNE ETKİ EDEN VE BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN TAHMİNİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR..... 116

3.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR İLE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN VE BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN TAHMİNİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR 120

3.2.1. Ulusal Yazında Yapılan Çalışmalar 120

3.2.2.Uluslararası Yazında Yapılan Çalışmalar 125

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BELİRLEYİCİLERİNİN TAHMİNİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

1. EKONOMETRİK YÖNTEM 134

1.1. KAPETANİOS ÇOKLU YAPISAL KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ.. 134

1.2. MAKİ EŞBÜTÜNLEŞME TESTİ 136

1.3. DİNAMİK EN KÜÇÜK KARELER YÖNTEMİ 138

1.4. SINIR TESTİ VE ARDL YAKLAŞIMI 139

2. VERİ SETİ VE UYGULAMA SONUÇLARI 142

2.1. KAPETANİOS ÇOKLU YAPISAL KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI..... 143

2.2. MAKİ EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ SONUÇLARI 146

2.3. DİNAMİK EN KÜÇÜK KARELER YÖNTEMİ SONUÇLARI 148

2.4. SINIR TESTİ YAKLAŞIMI VE ARDL MODELİ SONUÇLARI..... 150

SONUÇ..... 158

KAYNAKÇA 165

ÖZGEÇMİŞ..... 205

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Dünya Genelinde İlk Ona Giren Şirketler ve İmalat-Üretim Şirketleri	36
Tablo 2. Başlıca Bölgesel Ekonomik İşbirlikleri	44
Tablo 3. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Bileşenleri	47
Tablo 4. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri	49
Tablo 5. 2011 Yılı DYY'lerin Ekonomiler Arasındaki Dağılımı.....	67
Tablo 6. Yatırım Alan Ülkelere Yapılan Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almaların DYY'ler İçindeki Oranı	72
Tablo 7. 1914 Yılı Osmanlı Devletinde Yabancı Sermaye Yatırım Miktarının Dağılımı (Fransız Frangı).....	78
Tablo 8. 1991-2012 Yılları Arası Türkiye'nin DYY Dengesi (Milyon \$)	81
Tablo 9. Yurt Dışındaki Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki DYY'lerinin Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon \$)	83
Tablo 10. Yurtdışındaki Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki DYY'lerinin Ülkelere Göre Dağılımı (Milyon \$)	83
Tablo 11. 2012-2013 Yılı Yabancı Portföy Yatırımı Girişinin Olduğu İlk 10 Ülke (Milyon \$)	104
Tablo 12. 2001-2008 Yılları En Fazla Yabancı Portföy Yatırımı Alan 10 Ülke (Trilyon \$)	105
Tablo 13. Kullanılacak Değişken Kısaltmalarının Açıklamaları	142
Tablo 14. Kapetanios (2006) Çoklu Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları	143
Tablo 15. Farkı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları	145
Tablo 16. Maki (2012) Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Testi Sonuçları	147
Tablo 17. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini.....	148
Tablo 18. Sınır Testi Yaklaşımı İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi.....	151
Tablo 19. Sınır Testi İçin Hesaplanan F İstatistikleri ve Kritik Değerler	152
Tablo 20. Uzun Dönem İlişkisi: ARDL(1,5,2,0,1,0) Modeli Tahmin Sonuçları	153
Tablo 21. ARDL(1,5,2,0,1,0) Modeli İçin Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları.	154
Tablo 22. Kısa Dönem Hata Düzeltme ARDL(4,2,0,0,0) Modeli Tahmin Sonuçları	155

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Sermaye Hareketlerinin Geçmişten Günümüze Durumu	16
Grafik 2. Yıllara Göre Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelen Sermaye Hareketleri	20
Grafik 3. Küreselleşme Sürecinde Üç Dönem	25
Grafik 4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Özel Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler.....	40
Grafik 5. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyar \$).....	65
Grafik 6. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$).....	80
Grafik 7. 1980-2011 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Yabancı Portföy Yatırımları Net Milyar \$	106
Grafik 8. 1986-2014 Türkiye'de Net Yabancı Portföy Yatırımları Milyon \$	110
Grafik 9. Türkiye'deki Yabancı Portföy Yatırımlarının Bileşenleri.....	111
Grafik 10. Uzun Dönem Cusum ve Cusum of Squares Test Grafiği.....	157
Grafik 11. Kısa Dönem Cusum ve Cusum of Squares Test Grafiği	157

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ARDL: Autoregressive Distributed Lag Model (Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model)

BİST: Borsa İstanbul

ÇUŞ: Çok Uluslu Şirket

DEKK: Dinamik En Küçük Kareler

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırım

EKK: En Küçük Kareler

GATT: General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması)

GSM: Global System for Mobile (Mobil İletişim için Küresel Sistem)

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

IMF: International Monetary Fund

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)

VAR: Vector Auto Regressive (Vektör Oto Regresyon)

WTO: World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)

YPY: Yabancı Portföy Yatırımı

VECM: Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)

GİRİŞ

Küreselleşmeyi ekonomik açıdan en basit şekilde, tüm dünya ekonomilerinin bütünleşmesi ve dünya genelinde tek bir pazarın oluşması şeklinde tanımlamak mümkündür. Günümüzde de etkisinin her geçen gün daha fazla hissedildiği küreselleşme olgusunun finansal alandaki etkileri 1970’li yıllarda gelişmiş ülke ekonomilerinin uygulamış olduğu finansal serbestleşme politikaları ile başlangıç göstermiştir. Gelişmiş ülke ekonomileri ile birlikte başlayan bu süreç, özellikle 1980’li ve 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerini de içine almıştır. Böylelikle dünya genelinde meydana gelen küreselleşme akımı ülkeler arasındaki sınırları ortadan kaldırmış ve ülkelerin dünya ile entegre bir şekilde faaliyetlerine devam etmelerini zorunlu kılmıştır.

Bu süreçte; küreselleşme olgusu, teknolojiadaki gelişim ve değişim, Çok Uluslu Şirket’lerin (ÇUŞ) dünya genelinde faaliyetler göstermeleri, finansal ve ticari liberalizasyon politikaları gibi faktörler uluslararası sermayenin ülkeler arasında kolaylıkla ve hızlı bir şekilde dolaşabilmesine olanak sağlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler 1970 öncesi dönemde daha kapalı ekonomi politikaları uygulamaya devam ederlerken, 1970’li yılların sonlarında karşılaşmış oldukları borç krizleri neticesinde kaynak bulma, yatırımların finansmanı, dış borçlarını ödeyebilme ve ekonomik gelişimin sürdürülebilmesi noktasında sıkıntılar yaşamışlardır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler ekonomik ve finansal serbestleşme noktasında dışa açık makro ekonomik politikalar uygulayarak, bu doğrultuda gerekli düzenleme ve mevzuat değişikliklerini yaparak ülke ekonomilerine ek finansal kaynak oluşturma noktasında uluslararası sermayenin dolaşımına izin vermişlerdir.

Tüm bu gelişmelerin neticesinde uluslararası sermaye hareketleri ülkeler arasında kolaylıkla ve hızlı bir şekilde dolaşabilme imkânı bulmuştur. Uluslararası sermaye girişinin olduğu ülkeler, yurtiçi tasarruflarının yanı sıra ek olarak yedek bir sermaye elde etmektedirler. Ayrıca uluslararası piyasalar vasıtası ile büyük maliyetlere katlanmadan borçlanabilmekte ve yatırım düzeylerini arttırabilmektedirler. Sermaye hareketlerinin türlerine göre ülke ekonomisine işletme bilgisi ve ileri teknoloji kazandırılmakta ve yeni iş sahaları ile birlikte istihdama olumlu katkılar yapılmaktadır. Bunlarında yanı sıra uluslararası sermaye hareketleri

sayesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yönden büyüme ve gelişimleri hızlanmakta ve ekonomik büyümenin devamlılığı sağlanmaktadır. Ayrıca uluslararası sermaye hareketleri dünya genelindeki risklerin dağıtılması ve en iyi şekilde yönetilmesine yardımcı olurken, uluslararası rekabetin artması noktasında da büyük katkılar sağlamaktadır. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine kazandırılmasının yanı sıra yabancı sermaye girişlerinin sürekliliğinin de sağlanması büyük önem taşımaktadır. Sürekliliğin sağlanması açısından ülkeler yurt dışından elde edilen sermaye girişlerini verimli projelere yönlendirmelidirler. Aksi halde yabancı sermaye hissedilen olumsuz durum karşısında ülke ekonomisini terk ederek ekonomiyi içinden çıkılması daha güç durumlara sürükleyebilir. Bu açıdan uluslararası sermaye hareketlerinin avantajlarının yanı sıra dezavantajlarının da düşünülmesi ve bu noktada önlemler alınması gerekmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri ülke ekonomilerine genel olarak Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) veya Yabancı Portföy Yatırımları (YPY) şeklinde giriş yapmaktadır. DYY'ler en genel manası ile faaliyet gösterilen ülke dışında fabrika kurmak, başka bir şirkete ortak olmak ya da başka bir şirket ile birleşmek şeklinde yapılan yatırımlardır. Bu tür yatırımlar daha çok tevsi yatırımlardır ve yatırımı yapana yönetime katılma hakkı vermektedirler. YPY'ler ise daha çok yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan yapıları itibari ile DYY'ler, YPY'lere göre daha uzun vadeli yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. YPY'ler ise yapıları itibari ile ülke ekonomilerini kolaylıkla terk edebilme özelliğine sahip olduklarından bu tür yatırımlara sıcak para girişi de denmektedir.

DYY'ler uzun ve orta vadeli yatırımlar olup, daha çok teknoloji yatırımlarını kapsayan yatırımlardır. Bu tür yatırımlar işleyen bir firmaya ya da üretilen bir ürüne yapılabileceği gibi, sıfırdan bir firma kurulması şeklinde de gerçekteşebilmektedir. Yatırımcısına sermayesinin büyüklüğüne göre sermayede ve yönetimde söz hakkı sağlayan bu yatırımlar, yapılış şekillerine göre farklılık göstermektedir.

DYY'ler genel itibari ile ülke ekonomilerine yeniden yatırım, birleşme ve satınalmalar ya da stratejik ittifaklar şeklinde giriş yapmaktadır. Önceleri yeniden yatırım şeklinde yapılan DYY'ler daha fazla iken, günümüzde bilişim ve iletişim

sektöründe meydana gelen gelişmeler doğrultusunda, stratejik ittifaklar ile birleşme ve satınalmalar yoluyla yapılan DYY'ler daha fazladır. Bunun nedeni ise DYY yapacak şirket açısından, başka bir ülkeye sıfırdan şirket kurmak katlanılması yüksek maliyetler içerdiğinden, mevcut bir şirketin satın alınması veya bu şirket ile birleşmek ya da bu şirket ile stratejik ittifak yapmak maliyeti düşürücü karlılığı arttırıcı bir unsur olmuştur. Ancak yatırımı alan ülke yeni bir iş sahası açılması, ülkenin ihracat kapasitesinin artması noktasında yeniden yatırım şeklinde yapılan DYY'leri tercih etmektedir.

YPY'ler ise daha çok yabancı piyasalardaki hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası, depo sertifikaları gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlardır. YPY'ler sayesinde yatırımcı yabancı piyasalar arasında yatırım portföyünü çeşitlendirerek politik ve ekonomik risklerden kaçınmakta ve yüksek derecede getiri elde etmektedir. Yatırımı alan ülkeye ise bu sayede sıcak para girişi olmakta özellikle sermaye piyasaları derinlik ve genişlik kazanarak etkinliği artmakta, ekonomi finansman noktasında ek bir kaynak elde etmektedir. Özellikle YPY girişleri ile elde edilen sıcak para girişleri ekonomiler açısından risk düzeyi yüksek yatırım türleridir. Bu yatırım türleri ekonomide meydana gelebilecek herhangi bir olumsuz durum veya kriz ortamında ülke ekonomilerini kolaylıkla terk edebileceğinden, buradan elde edilen fonların verimli projelere yönlendirilmesi ile yaşanabilecek ekonomik olumsuzlukların önüne geçilmesi mümkündür.

Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemiz içinde uluslararası sermaye hareketleri büyük önem arz etmektedir. Bu doğrultuda 24 Ocak 1980 kararları ile ülkemizde ekonomik liberalizasyon sürecine girmiştir. Bu kararlar ile Türkiye yabancı yatırımcının cazibesini çekerek dış açıkları giderme, ülke ekonomisindeki devletin rolünü azaltma, ülke kaynaklarının piyasaya tahsisi ve fiyatlar genel seviyesini istikrarlı kılmayı amaçlamış ve böylelikle Türkiye ithal ikameci kalkınma stratejisinden vazgeçerek dışarıya yönelik kalkınma stratejisine ilk adımı atmıştır. Sonrasında 1989 yılında çıkarılan kambiyo kararnamesi ile de kambiyo denetimleri ile ilgili düzenleme kaldırılarak sermaye hareketlerinin serbest bir şekilde dolaşımına izin verilmiştir. Yapılan düzenleme ve reformlar sayesinde ülkemiz geçmişe nazaran daha fazla uluslararası sermaye girişi sağlamıştır. Her ne kadar belirli kriz ve bunalım yıllarında (1994, 1998, 2001, 2008) yabancı sermaye

girişleri sekteye uğrasa da özellikle 1990'lı yıllarda büyük bir ivme kazanan yabancı sermaye girişleri 2000'li yıllarda da bu yükseliş trendini devam ettirmiştir. Ancak Türkiye'nin elde etmiş olduğu yabancı yatırımlar diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında düşük seviyelerde kalmaktadır.

Bu açıdan uluslararası sermaye hareketlerinin ülkemiz ekonomisine girişinde etkili olan belirleyici makroekonomik faktörlerin tahmin edilmesi önem arz etmektedir. Bu bağlamda bu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen faktörler üzerinde durularak, DYY ve YPY bağlamında uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik belirleyici faktörlerinin tahmini amaçlanmıştır.

Çalışma üç bölümden meydana gelmektedir. İlk bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin tanımsal ve kuramsal çerçevesi çizilerek sermaye akımlarına neden olan faktörler incelenmiş ve yabancı sermaye akımlarının belirleyicileri itici ve çekici faktörler bağlamında değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde uluslararası sermaye hareketlerinin büyük bir bölümünü oluşturan DYY ve YPY'lerin kuramsal ve kavramsal çerçevesi çizilerek bu yatırım türlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinden, faydalarından ve sakıncalarından bahsedilmiştir. Ayrıca ilgili yatırım türlerinin ülkemizdeki yeri ve ekonomik etkileri üzerinde durulmuştur. Sonrasında literatürde her iki yatırım türü için ulusal ve uluslararası yazında yapılan çalışmalar ilk olarak uluslararası sermaye hareketleri genelinde değerlendirilmiş; sonrasında DYY ve YPY özelinde ulusal ve uluslararası yazında yapılan çalışmalar özetlenerek değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde ise Türkiye için uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik belirleyicileri DYY ve YPY'ler bağlamında analiz edilmiştir. DYY'lerin ekonomik belirleyicilerinin tahmini için Maki(2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizi yapılmış ve eşbütünleşme katsayılarının tahmini için Dinamik En Küçük Kareler (DEKK) yöntemi kullanılmıştır. YPY'lerin ekonomik belirleyicilerinin tahmin edilmesi için ise Sınır Testi yaklaşımı kullanılmış ve sonrasında Autoregressive Distributed Lag (ARDL) modeli kurularak değişkenlerin uzun ve kısa dönem ilişkileri incelenerek çalışma sonlandırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Teknolojide meydana gelen değişim ve gelişim uluslararası ticaretin liberalleşmesini sağlamış ve uluslararası boyutta mal, sermaye ve diğer faktörlerin ülkeler arasında serbest bir şekilde dolaşımını hızlandırmıştır (Akdiş, 2000: 2). Ülkelerin özellikle 1980’li yılların başında liberalleşme yönünde gerçekleştirmiş olduğu reformlar sayesinde uluslararası sermaye ülkeler arasında meydana gelen getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamış ve uluslararası pazarların oluşumunu hızlandırmıştır (Güven, 2001: 80). Bunun sonucuda, dünya genelindeki finansal piyasalar çok hızlı bir şekilde kendilerini tek bir küresel piyasaya entegre etme yoluna girmişlerdir. Bu sürecin en önemli kısmını geliştirmekte olan ülkeler oluşturmaktadır. Geliştirmekte olan ülkeler; makroekonomik politikalarını geliştirmeleri, düzenleyici rejimler ve kurumlar ile kredi değerliliğini arttırıcı daha istikrarlı bir ortam sunmaları sonucu özel sermaye hareketlerinin cazibe noktası haline gelmişlerdir (World Bank, 1997: 1). Dünya genelindeki geliştirmekte olan ülkeler ekonomik gelişmelerini sağlayabilmek adına yüksek düzeyde sermayeye ihtiyaç duymaktayken, gelişmiş ülkelerde ise sermaye faktörü yüksek oranlarda bulunmaktadır. Geliştirmekte olan ülkeler, gerekli sermayeyi elde edebilmek adına ulusal piyasalarında önemli ölçüde serbestleşmeye giderek ekonomilerini dışarıdan gelen yatırımlara açarak, uluslararası sermaye hareketlerinden en iyi şekilde faydalanmayı, risk durumlarını en aza indirebilmeyi ve ekonomik gelişmeyi elde edebilmeyi hedeflemektedirler (Kula, 2003: 142, Sethi, 2007: 2, Emil, Vehbi, 2003: 1).

Küreselleşme ve liberalizasyon süreci ulusal ve uluslararası piyasaların büyük sermaye hareketlilikleri yaşamasını ve geniş sermaye piyasası ürünlerinin oluşmasını sağlamıştır (Dodd, 2002: 1). Uluslararası faaliyet gösteren şirketlerin sayısının artması, dünya ticaret arenasında meydana gelen değişiklikler, esnek kur sistemlerine geçiş, sermaye hesapları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelerdeki ekonomik liberalleşme ve deregülasyon birliktelikleri ve

yapılan makroekonomik istikrar ve politika reformları, uluslararası finansal işlemlerin döviz ve ticaret riskinden korunma amaçlı hedge işlemlerini ortaya çıkarması ve böylelikle ticaretin çok yönlü bir hal alması, swap, opsiyon ve futures sözleşmeleri gibi türev ürünlerde meydana gelen büyüme bu sürecin getirmiş olduğu en genel olgular olarak sıralanabilir (Doğukanlı, 2012: 2-8, Eichengreen ve Mussa, 1998: 16-17). Böyle bir sistem içerisinde gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyümesi ve gelişmesi; teknolojiye meydana gelen gelişmeler ile küresel ekonomi ve ticarete kendilerini entegre edebilmelerine, ülke ekonomilerine kazandırdıkları özel sermaye hareketlerine, finansal piyasalarının gelişmişliğine, kamu ve özel sektör ilişkilerinin uyumuna göre değişiklik göstermektedir (Vijayalakshmi, 2010: 121).

Yapılan ekonomik büyüme analizleri liberalize olmuş ekonomilerin birbirleri ile olan ekonomik ilişkilerinde uluslararası ticaret, emek ve teknoloji gibi faktörlerin yanı sıra uluslararası sermaye akımlarının önemine vurgu yapmaktadır (Escot ve Galindo, 2000: 451). Özellikle uluslararası sermaye akımlarının uzun dönemde ülke ekonomileri açısından faydalı olup olmadığı araştırılmaktadır. Yapılan birçok çalışma sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinin performansının artırılmasında anahtar rol oynadığını destekler niteliktedir (Choong, Baharumshah, Yusap ve Habibullah, 2010: 107). Sermaye girişinin olduğu ülke açısından uluslararası sermaye hareketlerinin en önemli artılarından birisi bu sermayeyi alan ülkelerin yurtiçi tasarruflarına ek olarak yedek bir sermaye elde etmeleridir. Ülkeler uluslararası sermaye piyasalarını kullanarak, bu piyasalardan borç alabilmekte ayrıca herhangi bir maliyete katlanmadan yatırım düzeylerini yükseltebilmektedirler (Verdier, 2008: 120). Bunun yanı sıra uluslararası sermaye hareketleri ileri teknolojiyi ve işletme bilgisini de beraberinde getirmekte ve yeni iş sahalarının oluşumunu sağlayarak istihdama olumlu katkılar sağlamaktadır (Günaydın, 1999: 56).

Uluslararası sermaye hareketleri dünya genelinde özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından büyümenin ve gelişmenin hızlandırılmasına ve devamlılığının sağlanmasına yardımcı olurken, uluslararası arenada risklerin dağıtılmasına ve iyi bir şekilde yönetilmesine, mevcut kaynakların daha verimli şekilde kullanılmasına, uluslararası boyutta rekabetin artmasına çok önemli katkılar sağlamaktadır. Bunlardan da önemlisi uluslararası boyutta uygulanacak kural ve düzenlemelerin

küresel işbirliğine katılan ülkelerin ortak düzenleme ve kuralları haline gelmesine yardımcı olmaktadır (Demir, 2007: 152).

Yabancı sermayeyi esaslı kaynağı haline getiren ülkeler açısından iki önemli konu ortaya çıkmaktadır. İlki yatırım giderlerinin ve anapara geri ödemelerinin zaman içinde artması ve borç alan ülkelerin, ülkenin ekonomik durumu ile yakından alakalı olan yurtdışı pozisyonlarına izin veren ticari fazlalıklarını kesin bir şekilde belirlemesidir. İhtiyaç duyulan ticaret fazlalığı boyutu yalnızca ödenmemiş borç stoku ve üretim büyüme oranına bağlı olmayıp, aynı zamanda ülkenin tahmin edilen yabancı varlık ve yükümlülüklerinin getiri oranına da bağlı olmaktadır. İkincisi ise borçlu bir ekonomi için yaşanabilecek ekonomik şoklara karşı finansal kırılganlığın çok iyi derecede değerlendirilmesidir. 1990'larda yaşanan finansal krizlere özellikle kısa vadeli döviz borcu ile dış finansmanın ilgili potansiyel oynaklığının öncülük etmesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Bu nedenle ülkelerin uluslararası yükümlülüklerinin risk profilini bilmek önem arz etmektedir (Lane ve Ferretti, 2007: 107).

Uluslararası sermaye girişinin olduğu ülkeler, kolay ve hızlı bir şekilde sermaye birikimi sağlayabilirler. Ülkeler yurtdışından gelen fonları verimli projelere kanalize ederek ekonomilerinin sıkıntılı duruma düşmesini engellemeye çalışmaktadırlar. Ancak böyle karmaşık bir finansal sistemin tam olarak uygulanabilmesi oldukça zordur. Dahası ülkeler ani ve büyük sermaye çıkışlarının ciddi yıkıcı etkilerine karşı savunmasız kalabilmektedir (Jansen, 2003: 457-458). Ülkelerin uluslararası sermaye girişleri ile elde etmiş oldukları kazançlar ülke ekonomilerinde hızlı parasal genişlemeler, enflasyonist baskılar, reel kurun aniden değerlenmesi ve cari açıklar gibi makroekonomik istikrarı bozucu etkileri beraberinde getirebilmekte hatta sermaye çıkışları neticesinde bir kriz ortamının oluşmasına da sebep olabilmektedir (Aksaraylı ve Tuncay, 2009: 106). Bu duruma örnek verecek olursak; Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Tayland ekonomileri gerçekleştirmiş oldukları yapısal reformlar sayesinde, 1980'lerden 1997'lere kadar ülkelerine çok büyük oranlarda yabancı sermaye çekmişler ve dünya ortalamasının üzerinde bir ekonomik büyüme elde etmişlerdir. Ancak 1997 yılı Temmuz ayında Tayland Bahtı'nda meydana gelen devalüasyon sonrası, bu ekonomiler 100 milyar

dolarlık özel sermaye çıkışı yaşamışlar ve bu durum onları son derece ciddi bir ekonomik resesyona sokmuştur (Jansen, 2003: 457-458).

1.KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Sermaye hareketlerinin yaygınlaşmasının temelinde gelişmiş, az gelişmiş ya da gelişmemiş ülkelerin bundan karşılıklı kazanç sağlayabileceğini savunan neo klasik ekonomik paradigmaya ait görüşler yer almaktadır (Aksaraylı ve Tuncay, 2009: 106). Bu doğrultuda uluslararası sermaye hareketlerinin hem sermayeyi alan hem de sermayeyi veren ülke açısından ekonomik refahlarını arttırıcı bir unsur olduğu düşünülmektedir (Byrne ve Fiess, 2011: 2). Uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülke ekonomilerine sermaye takviyesi yaparak ekonomik büyüme ve gelişmeye büyük ölçüde katkı sağlamaktadır (Neumann, Penl ve Tanku, 2009: 488). Gelişmekte olan ülke uluslararası sermaye hareketlerinden bu şekilde bir fayda sağlarken sermaye veren ülkede yapmış olduğu yatırım ile çok kolay şekilde rant elde edebilmekte, sermayesinin karlılığını yükseltebilmektedir (Karagül, 2010: 170).

Bu açıklamaların ışığında uluslararası sermaye hareketlerinin tanımını yapacak olursak; bir ülkede bulunan kişilerin ve tüzel kişilerin diğer ülkeye fon sağlamaları ve her an hali hazırda bulunan ve bir gelir (kar payı, faiz) karşılığında diğer şahıs veya kurumlara devredilmeye hazır bulunan mali kaynaklar olarak tanımlamak mümkündür (Seyidoğlu, 2003: 412). Diğer bir ifade ile “*bir ülkede yerleşik kişi ya da kuruluşların başka bir ülkede bulunan yerleşik kişi ve kuruluşlara fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi*” şeklinde tanımlanmaktadır (Yalçiner, 2012: 89). Sermaye hareketlerini standart bir yaklaşım ile volatilitelerine ve vadelerine göre sınıflandırmak mümkündür. Hatta sermaye hareketlerini volatilitelerine bağlı olarak “sıcak” ve “tehlikeli” yatırımlar olarak adlandırmakta mümkündür (Sula ve Willet, 2008: 2-3).

Uluslararası sermaye hareketleri girmiş olduğu ülke ekonomisinde yabancı sermaye olarak isimlendirilmektedir. Yabancı sermaye, bir ülkenin kaynak sağlamak amacıyla ülke dışından aldığı ve ekonomik yapısına ekleme yapabileceği finansal ya da teknik kaynaklara denmektedir. Ülke içi tasarrufların yatırım yapmak için yetersiz

olduğu dönemlerde ve dış borç ile finansmanın riskli ve yüksek maliyetli olduğu durumlarda yabancı sermaye ülke ekonomileri açısından büyük önem arz etmektedir (Zengin, 2003: 51).

World Bank (1996)'ya göre eğer dikkatli yönetilebilirlerse gelişmekte olan ülkelerin kalkınması ve büyümesi açısından yabancı sermaye yatırımları çok önemli bir güç olabilir. Dikkatli yönetilemeyen yabancı sermaye yatırımları gelişme ve kalkınma sürecini ortadan kaldırabilir. Yabancı yatırımlar genel olarak Doğu Asya'da ekonomik gelişmeye ve kalkınmaya yardımcı olmuştur. Ancak Latin Amerika ülkeleri için aynı şeyi söyleyebilmek mümkün değildir. Bu nedenle yabancı sermaye yatırımlarının fayda ve sakıncaları yatırım alan ülke açısından aşağıda sıralanmıştır.

Faydaları;

- Sermaye girişi bir ülkeye üretim yatırımları için ek kaynak sağlamaktadır.
- Özkaynak yatırımları ile şirketler açısından risk paylaşımı sağlanır.
- Dış piyasaya makroekonomik politikalar daha fazla disipline olur.
- Teknoloji ve yönetim konusunda beceri sahibi olunur.
- şirketler yabancı ortakları sayesinde ihracat pazarlarına kolay erişim sağlar.
- İç finansman ihtiyacını karşılamak için daha fazla likiditeye sahip olunur.
- Ulusal piyasalar genişlik ve derinlik kazanır.
- Finansal sektörün bilgi ve becerisi artar.

Sakıncaları;

- Ulusal para aşırı değer kazanır.
- Dışarıdan gelebilecek şoklara daha fazla maruz kalınır.
- Finansal piyasalarda ve döviz piyasasında artan volatilité
- Yüksek sterilizasyon maliyetleri
- Ulusal sermaye piyasalarının bozulması ve varlık enflasyonu
- Yabancı sermayeli yerli sanayinin kontrolünde yaşanabilecek kayıplar

2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırılması konusunda literatürde birçok sınıflandırma yapılmıştır. Bu doğrultuda yapılan sınıflandırmalar şu şekildedir:

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ödemeler dengesi sunumuna göre yapılan sınıflandırma uluslararası sermaye hareketlerini üç başlık altında sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırma; doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklindedir (Çelik, 2008: 10). Berksoy ve Saltoğlu (1998)'in yapmış olduğu sınıflandırma sermaye hareketlerini doğrudan sermaye yatırımları, portföy hareketleri ve tahvil ile hazine bonusu alım satımıyla oluşan ve kendi içinde kısa ve uzun vadeli sermaye hareketi olarak ikiye ayrılan sermaye hareketleri şeklinde üç gruptadır. Karagül (2010) ise sermaye hareketlerini kullanımına göre, kullananını itibari ile ve süresine göre üç şekilde gruplandırmıştır. Ayrıca kullanıma göre sermaye hareketlerini doğrudan ve dolaylı olarak, kullananı itibari ile özel ve resmi, süresine göre de uzun ve kısa vadeli olarak alt başlıklar halinde çeşitlendirmiştir. Salvatore (2007), yabancı sermaye yatırımlarını sadece iki ana başlık altında toplamış ve bu ayrımı doğrudan yabancı yatırımları ve yabancı portföy yatırımları şeklinde yapmıştır (Salvatore, 2007: 418). IMF (2002) ise uluslararası yatırımları varlıklar kalemi altında, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal varlıklar, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar olarak sınıflandırmıştır (IMF, 2002: 8).

Görüldüğü gibi uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasında birçok değişik sınıflandırmaya rastlamak mümkündür. Yapılan sınıflandırmalar başlık grupları altında farklı isimlendirilmelerine rağmen genel olarak yapılan çoğu sınıflandırma uluslararası sermaye hareketlerini kapsayıcı niteliktedir. Bu çalışmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yapmış olduğu sınıflandırma kullanılacaktır. Bu bağlamda uluslararası sermaye hareketleri doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırılarak incelenecektir. Ayrıca bu bölümde doğrudan yabancı yatırımlara ve portföy yatırımlarına kısaca yer verilip ikinci bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

2.1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Doğrudan yabancı yatırımlar açık ve etkili uluslararası ekonomik sistemin en temel parçalarından biridir. Ancak doğrudan yatırımların yarar ve faydaları ülkelere, sektörlerle ve yerel topluluklara eşit olarak dağılmamaktadır. Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke gerekli gelişimi gösterebilmek ve doğrudan yabancı yatırımların yararlarından faydalanabilmek ve DYY'leri ülke ekonomilerine kazandırabilmek için ulusal politikalar üretmektedir (Organisation for Economic Cooperation and Development, 2002: 3).

Bir ülkede bulunan mevcut bir firmayı satın almak ya da kurulacak olan bir firma için sermaye sağlamak veya kurulmuş bir firmanın sermayesini arttırmak amacıyla ilgili ülkede bulunan firmalar tarafından diğer ülkedeki firmalara yapılan yalnızca sermaye değil beraberinde teknoloji, yönetim, işletme bilgisi, yatırımcıya yönetime katılma ve kontrol yetkisini de getiren yatırımlardır. Bu tür yatırımlarda yapılan tanımdan da anlaşılacağı gibi sermayenin transferinde herhangi bir piyasa işlemi olmamakta, sermaye hareketi bir ülkeden diğerine aktarılma şeklinde gerçekleşmektedir (Karluk, 2003: 486). Doğrudan yabancı yatırımlar sadece sermayenin bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde düşünülmemeli aynı zamanda DYY'ler bir firmanın bağlı bulunduğu ülkeden yatırım yapılan ülkeye kadar genişlemesi şeklinde de değerlendirilmelidir. Firmada meydana gelen bu genişleme, ulusal ve uluslararası pazarlar için yerel faktörlerle desteklenerek oluşturulan üretim, sermaye hareketi, teknoloji, işletmecilik bilgisi şeklinde gerçekleşmektedir (Root, 1990: 618).

Tercihli ticaret teorisi firmaların yer seçimi entegrasyonlarının, ticaret yapısı ve refah üzerine etkilerini araştırmaktadır. Firmaların coğrafi köken olarak kime ait olduklarının bu durumda çok azda olsa etkisinin olduğu düşünülmektedir. Farklı ülkeler orjinli firma rekabet avantajı ve yatırım için konumsal avantajın yanı sıra ekonomik entegrasyonun ve ekonomik faaliyetlerin mekânsal dağılımını içeren ve firmaların karşılıklı etkileşimini inceleyen doğrudan yabancı yatırımlar teorisi bu etkiyi ortadan kaldırmaktadır (Janovic, 2005: 670).

Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir parçası olan doğrudan yabancı yatırımlar çok farklı şekillerde ülke ekonomilerinde yer alabilmektedirler. Doğrudan yabancı yatırımlar bir ülkede bulunan firmanın başka bir ülkede yeni baştan bir firma kurması şeklinde olabileceği gibi kurulmuş bir firmanın geliştirilmesi şeklinde de yapılmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2006: 157).

2.2. PORTFÖY YATIRIMLARI

Ulusal sermaye piyasalarının serbestleşmesi ve bu piyasaların uluslararası piyasalara kendilerini entegre etmeleri ile birlikte yatırımcıların yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetleri alım satım işlemi gerçekleştirebilmeleri kolaylaşmış ve uluslararası portföy yatırımları bu noktada önemli artışlar göstermiştir (Sarıtaş, 2007: 327). Yatırımcıların yurtdışı piyasalara girmelerindeki en önemli faktörler arasında, bu piyasalara girerek risklerini minimize etmeyi amaçlamaları ve oluşabilecek yeni fırsatları değerlendirmek istemeleri yer almaktadır. Diğer taraftan da yatırımı alan ülke bu sıcak parayı ülkesine çekerek özel sermayenin kalkınmaya olan etkisinden faydalanma amacı içerisindedir (Aslan, 1995: 87).

Dünya genelinde ulusal ekonomiler belirli bir düzene göre hareket etmemekte ve ulusal piyasalarda yatırım yapabilmek için verilen teminatlar, hisse senedi ve tahvil getirileri ulusal ekonomiler arasında farklılıklar göstermektedir. Sonuç olarak uluslararası yatırımcı riskini minimize edebileceği ve getirisini maksimum tutabilecek şekilde yatırımlarını çeşitlendirme yoluna gitmekte ve bu amaç doğrultusunda uluslararası piyasalardan yararlanmaktadır (<http://vedyadhara.ignou.ac.in/>).

Dünya genelinde yabancı portföy yatırımlarını yapanlar genel olarak kurumsal ve bireysel yatırımcılar olmaktadır. Kurumsal yatırımcılar, yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri gibi bireyler ve firmalar adına onların parasını yöneten kuruluşlardır. Bu tür yatırımcılar gelişmekte olan piyasalar açısından büyük önem arz etmektedir. Bu yatırımcılar bireysel yatırımcılardan daha az likit durumda kalmayı tercih etmekte ve yüksek standartlarda bir yönetim anlayışına sahip olup ve genel olarak uzun dönemli varlıklara yatırım yaparak ülke ekonomilerine yüksek

miktarlarda ve kalıcı şekilde fon kaynağı sağlamaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre uluslararası portföylerini daha fazla çeşitlendirebilmekte ve kullanmış oldukları metotlar ile daha yüksek getiriler elde etmektedirler (Samak ve Helmy, 2000: 3-4). Ayrıca bu yatırımlar genel olarak ülke ekonomilerine hisse senedi yatırımı, tahvil, borç (kredi) ve mevduat olarak giriş yapmaktadır (Eğilmez, 2009:266).

Portföy yatırımları yabancılar tarafından hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlar sonucunda oluşmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler bu tarz yatırımları en fazla çeken ülkeler olmaktadır. Yatırımcı açısından; gelişmemiş ülkelere göre daha gelişmiş finansal piyasalara sahip olan gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı yapmak yatırımcının elde edeceği getirileri arttırırken, risklerini çeşitlendirebilme fırsatı sunmaktadır. Portföy yatırımı alan ülke ise hisse senedi ve tahvil piyasalarına yapılan yatırımlar sayesinde yerel firmalarının sermayelerinin artmasını sağlamakta ve daha sağlıklı bir reel ekonomiye sahip olabilmektedir (Todaro ve Smith, 2011: 694). Ancak portföy yatırımları çok sık spekülatif ataklara ve keskin tersine dönüşlere konu olabilmekte ve uluslararası yatırımcıların o anki davranışlarına göre şekil alabilmektedir. Bu yüzden bu tür yatırımlar ülke ekonomileri için sıcak para olarak tanımlanmaktadır. Portföy yatırımlarının aksine doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemli ve çok büyük bir sebep olmaksızın tersine etki göstermeyen, yani ülke ekonomilerini kolaylıkla terk etmeyen yatırımlardır. Bu özelliklerinden dolayı DYY'ler soğuk yatırımlar olarak adlandırılmaktadır (Becker ve Noone, 2009: 2). Ayrıca DYY'ler ülkeler açısından daha istikrarlı yatırımlar olarak değerlendirilmekte ve uzun dönem temelli olan DYY'ler ülke büyüklüğüne, finansal piyasaların gelişimine, ülke ekonomisinin açıklık derecesine ve benzeri birçok konuya göre ülke ekonomilerine girerken değişiklik göstermektedirler. Portföy yatırımları DYY'lere göre daha volatil, daha kolay tersine dönebilen, faiz oranlarındaki değişimi, piyasaların durumunu ve yatırımcıların sürü psikolojilerini de içine alan konjonktürel faktörlerden daha fazla etkilenen yatırımlardır (Hattari ve Rajan, 2011: 505).

2.3. DİĞER YATIRIMLAR

TCMB'nin yapmış olduğu gruplandırmaya göre; doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan tüm sermaye yatırımları diğer yatırımlar altında toplanmaktadır. Diğer yatırımlar grubu altında ticari krediler (satıcıdan sağlanan krediler), krediler (borçlu ve alacaklı arasında yapılan kredi anlaşmasına göre sağlanan borçlanma çeşidi), efektif mevduatları (yerleşiklerin elinde tuttıkları yabancı hükümetler tarafından çıkarılan efektifler ve madeni paralar), mevduat hesapları (yabancı para üzerinden tutulan mevduat hesapları) ve diğer varlık ve yükümlülükler (sıralanan finansal varlık ve yükümlülükler dışında kalan tüm varlık ve yükümlülükler) yer almaktadır (TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri: 10).

Diğer yatırımlar kendi içerisinde diğer uzun vadeli yatırımlar ve diğer kısa vadeli yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi, portföy yatırımları ile birlikte izlenemeyen vadesi bir yıldan fazla yurtiçi borçlanmalarını, borç geri ödemelerini ve borç vermelerini içermektedir. Bunların yanı sıra diğer uzun vadeli yatırımlar kamu kesiminin kredi kullanımları, kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve dünya finansal piyasalarından sağlanan diğer orta-uzun vadeli kredileri de kapsamaktadır (Eser, 2012: 13).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi bir yıla kadar olan ve finansal işlemleri büyük ölçüde karşılayan sermaye hareketleri olarak tanımlanmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri ticari kredileri, vadesi bir yıldan az olan ticari banka kredilerini, kısa vadeli özel ve kamu borçlarını (yerel ve yabancı para cinsinden) kapsamaktadır (Rodrik ve Velasco, 1999: 12).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları arasındaki fark ise portföy yatırımlarının kısa vadeli sermaye hareketlerine göre daha uzun vadeye sahip olmasıdır (Vergil ve Karaca, 2010: 1209). Kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımları arasındaki bir diğer farklılık ise bu yatırım türleri için kullanılan yatırım araçları noktasındadır. Portföy yatırımlarının yatırım araçları genel olarak hisse senetleri ve tahviller olurken, kısa vadeli sermaye hareketleri ticari kredileri, ticari banka kredileri vb. gibi yatırım araçlarıdır. Bu noktada da bu yatırım araçlarının

kendilerine özgü özelliklerine göre de portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri birbirinden ayrılmaktadır.

3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

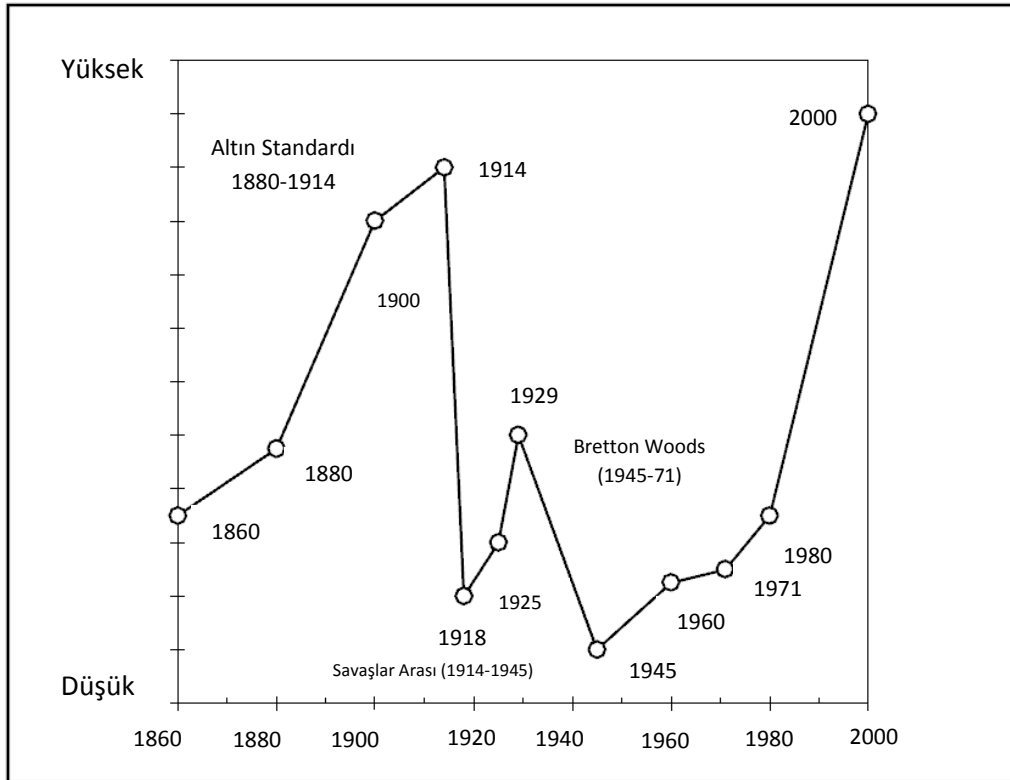
Küreselleşme süreci, ülke ekonomileri açısından bir serbestleşmeyi, gelişen ve değişen dünya ekonomisine entegrasyonu beraberinde getirmiştir. Bu şekilde bir algının dünya ülkeleri tarafından egemen ekonomi politikası haline gelmesi, ülkeler arasında sermayenin, mal ticaretinin, paranın ve emeğin hareketini zorlaştıran engellerin ortadan kalkmasına ve dünya genelinde bir ekonomik bütünleşme sağlanmasına yardımcı olmuştur. Meydana gelen bu sürecin gerçekleşmesinde en önemli faktörlerden birisi uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olurken bir diğeri de dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılması olmuştur (Ulusoy ve Karakurt, 2004: 104). Bu noktadan hareketle küreselleşme denilen kavramın en temel noktasının finansal sistem olduğu söylenebilir. Zira finansal sistemde meydana gelen yenilikler olmasaydı, yapılan ticaret sonunda elde edilecek paranın transferi konusunda çok büyük sıkıntılar ortaya çıkabilecekti. Finansal sistemde meydana gelen yeniliklerin ve değişimlerin yanı sıra bilişim, iletişim ve teknoloji alanında meydana gelen yenilikler ve online işlemlerin ortaya çıkması bu trendi destekleyen ve oluşumuna yardımcı olan diğer ayrıntılardır (Apak ve Aytaç, 2009: 202).

Ekonomilerinde finansal entegrasyonu sağlamış olan ülkeler, özellikle de gelişmekte olan ülkeler bu sürecin büyük faydalarını görmekte-dirler. Bu sürecin doğrudan avantajlarının iki yönü bulunmaktadır. Bu ülkeler yükselen küresel sermaye havuzundan yatırımlarını arttırmak amacı ile kaynak sağlayabilirler ve risklerini çeşitlendirerek tüketim ve yatırım gelişimini dengeleyebilirler. Finansal entegrasyonun asıl önemli faydası dolaylı olarak hissedilmektedir. Bu etkiler bilginin yayılması, kaynakların tahsis edilmesi, yurtiçi finansal piyasaların güçlenmesi ve yüksek getirili yatırımların elde edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir (World Bank, 1997: 3). Finansal piyasaların uluslararasılaşması süreci ve düzenleyici engellerin ortadan kaldırılması, uluslararası finansal ve parasal sistemin en önemli unsurlarından biri olan uluslararası sermaye hareketlerinin ortaya çıkmasına neden

olmuştur (Pasini, 2012: 582). Küresel finansallaşma, bir ülkenin yerel finansal piyasalarının uluslararası finansal piyasalara ve kurumlara entegrasyonudur. Bu şekilde bir entegrasyon hükümetlerin yerel finansal sektörlerini ve sermaye hesaplarını liberalize etmeleri ile gerçekleşebilmektedir (Schmukler, 2004: 39). Diğer bir ifade ile 1970’li yılların başlarında ulusların, uluslararası finansal piyasalara entegrasyonu ile başlayan trend, sınır ötesi finansal işlemlerde ve sermaye akımlarında meydana gelen artışı beraberinde getirmiştir (Krebs, 2005: 579).

1980-2000 yılları arasındaki sermaye hareketlerinin yönünün kısa bir özeti verildiği Grafik 1’e göre 1860-1990 yılları arasında sermaye hareketlerinde bir yükseliş trendinin olduğu görülmektedir. Bu yükseliş trendinin 1914-1945 yılları arasında I.ve II. Dünya Savaşı ile bir kırılma yaşandığı ve bu dönem içerisinde büyük bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Dünya Savaşlarının ardından dünya ekonomisinde meydana gelen toparlanma süreci sermaye hareketlerinin tekrar yükseliş trendine geçmesini sağlamıştır.

Grafik 1. Sermaye Hareketlerinin Geçmişten Günümüze Durumu



Kaynak: Obstfeld ve Taylor, 2003: 127

1929 yılında yaşanan Büyük Depresyon sermaye hareketlerinin yönünü tekrar düşme trendine çevirmiş ve 1945 yılında Bretton Woods Sistemi ile tekrar yükselme trendini yakalayan sermaye hareketleri 1945-71 yılları arasında yükselmiş ancak sistemin sermaye kontrol ve kısıtlamalarına izin vermesinden dolayı yükseliş trendi büyük bir ivme kazanamamıştır. 1971 yılında Bretton Woods Sisteminin çökmesi ile birlikte 2000’li yıllara kadar sermaye hareketleri büyük bir ivme ve trend ile yükselişe geçmiştir (Obstfeld ve Taylor, 2003: 126).

1970’lerin sonunda meydana gelen borç krizi geliştirmekte olan ülkelerin, dış borçlarını ödemekte zorlanmaları ve dışarıdan kaynak bulma konusunda sıkıntı çekmelerini beraberinde getirmiş ve ülke ekonomilerinde bir durgunluk ortamı oluşturmuştur. Ülke dışından ek finansman kaynağı sağlayabilmek ve bu durgunluk ortamından çıkabilmek için geliştirmekte olan ülkeler finansal serbestleşme yoluna gitmişlerdir. Özellikle 80’lerin sonuna gelindiğinde hemen hemen tüm ülke ekonomilerinde öncelikle mal piyasaları başta olmak üzere tüm ulusal piyasaların serbestleşmesine yönelik politikalar uygulamaya konmuştur. Böylelikle ekonomik faaliyetler dünya ölçeğinde uluslararası bir hale bürünmüş ve uluslararası sermaye hareketleri dolaşımda büyük bir hız ve büyüklüğe ulaşmıştır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007: 27).

Geçen yüz otuz yıl geliştirmekte olan piyasalara doğru dört büyük sermaye hareketliliğine tanıklık etmiştir. Bunlardan ilki 1870’den Birinci Dünya Savaşının başlangıcına kadar olan dönemdeki Avrupa ekonomilerinde meydana gelen tahvil finansmanındaki artıştır. İkincisi ise Birinci Dünya Savaşı sonrası ve Büyük Depresyon arasında kalan kamu açıklarını finanse etmek amaçlı yüksek düzeylerde tahvillerin verildiği dönem, Üçüncüsü 1973 Petrol Fiyatları Krizi ile 1982 Meksika Krizi arasındaki dönemde uluslararası bankaların geliştirmekte olan ülke ekonomilerine vermiş oldukları banka kredilerindeki artış, dördüncüsü ise 1990’larda geliştirmekte olan ülke ekonomilerine yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarındaki inanılmaz artıştır (World Bank, 2000: 119).

1914 öncesinde bile finansal küreselleşmenin ölçek ve kapsamı çok etkileyici olmuştur. Bu dönemde altmıştan fazla hükümetin tahvili, tüm kıta ve sektörlerde faaliyet gösteren firmaların hisse senetleri Avrupa borsalarına kote edilmişti. Londra dünyanın tartışmasız finans merkezi olduğunu ve Berlin ile Paris'te kredi piyasasında Londra'nın konumu ile boy ölçüşebilecek seviyede olduğunu kanıtlar nitelikteydi. 1880 ve 1914 yılları arasında finansal işlemler üzerinde herhangi bir kısıtlamanın olmaması finansal hareketleri altın standardı uygulamasının ilk üç yılı görülmemiş seviyelere ulaştırmıştır (Schularick, 2006: 340-341).

1930'ları takip eden yıllarda sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerinde oynamış olduğu önemli rol hükümetlerin kısıtlamaları ile sınırlandırılmıştır. Bretton Woods sisteminin kurulması ile birlikte kapsamlı bir şekilde sermaye kontrollerine ve kısıtlamalarına izin verildi. Ayrıca bu kontroller ihtiyatlı bir şekilde ekonomi politikası yürütebilmek ve uluslararası liberal ticaret düzenlemelerinin imarı için birçok ülke tarafından kabul edilmiştir. Bu kısıtlamalar ülkelerin faiz oranlarını daha iyi kontrol altına alabilmelerini ve yerel bankaların yurtiçi finansmanını etkin bir şekilde sağlayabilmelerine izin veriyordu (Committee on the Global Financial System, 2009: 9).

1971 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ve para sisteminin sabit kur sisteminden yönetimli dalgalı kura geçmesi sermaye hareketlerinin dolaşımını hızlandırıcı bir etki yapmıştır (Özkan, 2009:29-31). Ayrıca petrol krizleri öncesine kadar ithal ikameci kalkınma stratejisi benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke bu krizler sonrasında ekonomik sıkıntılar ve yatırımlarının finansmanında kaynak sıkıntısı çekmiş ve bu politikayı sürdüremez duruma gelmişlerdir (Emil, Vehbi, 2003: 1). Böylelikle 1973-1974 döneminde yaşanan petrol şoku uluslararası sermaye hareketlerindeki dramatik artışın nedeni olmuştur. 1979-1981 dönemindeki Eurodolar pazarındaki ve banka kredilerinde meydana gelen belirgin artış, 1981 yılında Latin Amerika'yı 44 milyar dolar ile zirve sermaye girişinin ana alıcısı haline getirmiştir (Kaminsky, 2005: 2).

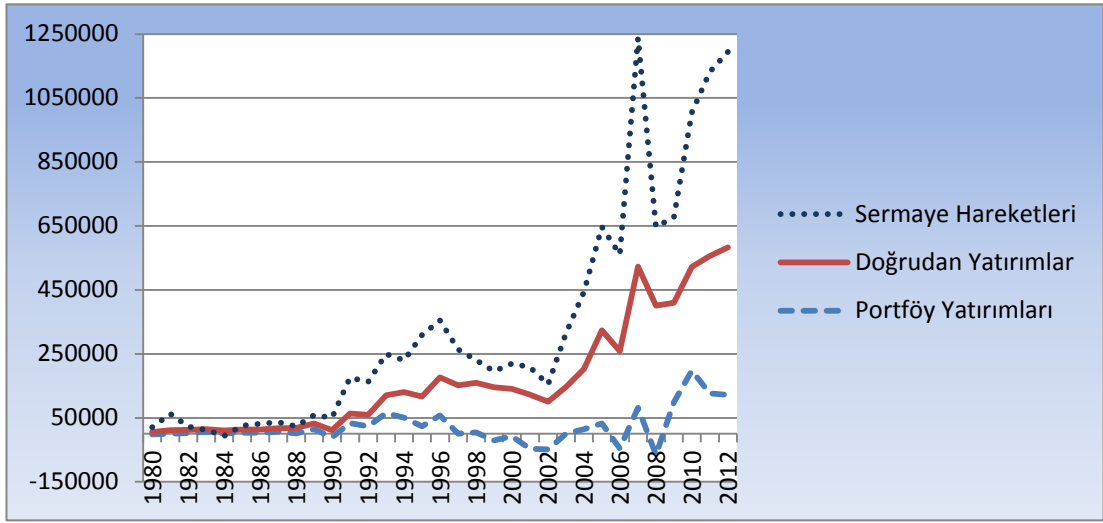
1973-81 dönemi kamu sektörüne ait özel sendikasyon banka kredileri şeklinde gelişmekte olan ülkelere yoğun bir şekilde sermaye akımına tanıklık etmiştir. Bu şekildeki sermaye akımı 1982-89 döneminde dünya borç krizinin etkisi

ile büyük bir yavaşlama sürecine girmiştir (Arias ve Montiel, 1996: 51). Gelişmekte olan ülkeler borç krizi sonrası kaçan sermayeyi geri döndürmek ve özel yerli yatırımın devamını sağlamak amacı ile büyük çabalar sarf etmişlerdir. Ancak yapılanlar yatırım performansı ve ilgili sermaye girişleri açısından başarısız olmuştur. Ülkelerin sahip oldukları bu kötü performans daha çok yaşamış oldukları makroekonomik kargaşa ile bağdaştırılmaktadır. Özellikle de enflasyon, yüksek yurtiçi reel faiz oranları ve borç fazlası gösteren ülkelerdeki yatırımlar azalma göstermiş, ilgili göstergeler yatırımları caydırıcı nitelikte olmuştur (Velasco, 1996: 221).

Geçtiğimiz süre zarfında, yurtiçi finansal piyasalar büyük bir hızla büyüdü ve uluslararası sınırlarda büyük miktarlarda sermaye işlem görür hale geldi (Becker ve Noone, 2009: 1). Bu süreç sermaye hesaplarının liberalleşmesi ve finansal işlemlerin küresel bir boyut kazanması, değişik türde yabancı varlığın ve ülkelerin borçlanabilme pozisyonlarının artmasını beraberinde getirmiştir (Evans, 2012: 3). 1980’li yıllarda ve 1990’lı yılların başında dünya genelinde meydana gelen ürün genişlemesinin ardından, özellikle 1990’ların ortalarında uluslararası sermaye hareketleri daha büyük bir hızla artmıştır (Becker ve Noone, 2009: 1). 1990’larda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri belirgin bir şekilde artış göstermiştir. 1996 yılındaki net sermaye hareketleri 1990 yılının neredeyse dört katı şeklinde gerçekleşerek 190 milyar dolara ulaşmıştır. Ayrıca 1990-97 yıllarında gerçekleşen sermaye akımı 1982 Borç Krizi öncesinde gerçekleşen sermaye hareketlerinden daha büyük olmuştur (Mejia, 1999: 1).

Uluslararası sermaye 1980’li yıllarda büyük bir düşüş yaşamış, 1990’larda gelişmekte olan ülkelere gelmeye yeniden başlamıştır. Uluslararası sermaye akımlarında meydana gelen artış gelişmekte olan ülkeler açısından hem iyi hem de kötü yönü olan karışık bir fırsat olarak deneyim edilmiştir. Ülkeler uluslararası sermaye hareketleri ile kendi aralarında uluslararası boyutta borç vererek ve alarak bireysel anlamda düzgün tüketim, finans ve üretken yatırım fırsatlarını elde etmişlerdir (Kim, 2000: 235).

Grafik 2. Yıllara Göre Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelen Sermaye Hareketleri



Kaynak: <http://www.imf.org>, (Elde edilen veriler kullanılarak oluşturulmuştur.)

Yıllara göre gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin gösterildiği Grafik 2 incelendiğinde; sermaye hareketlerinin çeşitli kırılmalar yaşasa da artan bir trendle gelişmekte olan ülke ekonomilerine yöneldikleri görülmektedir. DYY ve portföy yatırımlarına bakıldığında, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin portföy yatırımlarına nazaran daha fazla DYY aldıkları görülmektedir.

Sermaye hareketleri açısından 1970’li yıllardan 1990’lı yıllara genel bir değerlendirme yapılacak olursa, 1970’li yıllardan başlayarak 90’lı yıllara kadar uzanan bir dönemde meydana gelen ve öncülüğünü ABD ve İngiltere’nin yapmış olduğu finansal piyasalarda ki kontrol ve sınırlamaların kaldırılması süreci, birçok gelişmekte olan ülkeyi de bu sürece dahil etmiştir. 1970’li yıllarda uluslararası sermaye hareketlerinde en önemli paya ticari krediler sahip iken, 1990’lara gelindiğinde tahvil ve hisse senetlerine yönelik portföy yatırımlarının daha ön planda olduğu görülmektedir. (Başoğlu, 2000: 89).

1995-2009 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerdeki özel sermaye hareketleri beş kat daha artmıştır. Meydana gelen bu artış özellikle 2002-2007 döneminde gerçekleşmiştir. 2002 yılında 189 milyar dolar olan özel sermaye hareketleri 2007 yılında 929 milyar dolara yükselerek altı yıl için de %404’lük bir artış göstermiştir. 2007-2008’de başlayan finansal kriz özel sermaye hareketlerini

%26 civarında düşürmüştür. Ancak özel sermaye hareketleri 2009 yılında yavaş bir şekilde artış eğilimine girmiş ve % 7'lik bir artış ile 686 milyar dolardan 737 milyar dolara yükselmiştir (United Nations Development Programme, 2011: 88). Uluslararası sermaye hareketleri ülke ekonomilerinin gelişmesi açısından önemli olmasının yanı sıra bu süreçte özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kırılganlıkları artmış ve birbirlerini tekrarlayan krizler yaşamışlardır. Bu kapsamda 1994 yılında yaşanan Meksika Krizi, 1997 yılındaki Asya Krizi ve 1997 ve 1998 yılları arasında yaşanan Rusya ve Brezilya Krizleri ve 2001 yılında meydana gelen Türkiye Krizi, uluslararası sermaye hareketlerinin sebep olduğu kriz örnekleri olarak verilebilir (Örnek, 2008: 201). Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen finansal krizler 1980'lerin başından itibaren ekonomik sistemin ve gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalara entegrasyonunun bir parçası haline gelmiştir. Meydana gelen bu krizler hızlı ya da yavaş büyüyen, ihtiyatlı ya da ihtiyatsız yönetilen, farklı döviz kuru rejimleri kullanan ülkeleri ayırt etmeksizin etkilemiştir (Agosin ve Huaita, 2011: 663).

Gelişmekte olan pazarlara yönelen uluslararası sermaye hareketleri 1994 yılındaki Meksika krizi ve 1997-1998 dönemindeki Asya, Brezilya ve Rusya ekonomilerindeki ekonomik ve finansal çalkantının ardından kendisini büyük sermaye kaçışları şeklinde göstermiştir (Baek, 2006: 363). Sermaye çıkışları ülke borç ödeyebilme gücünü zayıflatmakta ve ekonomik büyüme için gerekli olan yatırım finansmanının sağlanmasında zorluklar çıkartmaktadır (Fedderke ve Liu, 2002: 420). Sermaye hareketlerinin bu şekilde tersine dönmesi; gelişmekte olan ekonomilerin dış finansman olarak kullandıkları özel sermaye hareketlerinin global finansal piyasaların çalkantılı doğasından çok çabuk etkilenebileceklerinin ve sermaye hareketlerinin önemli bir dış bileşene sahip olduğunun, yatırımcıların o anki psikolojisine ve sermaye piyasalarının gelişmişliklerine göre oynaklık gösterebildiklerinin bir kanıtı olmuştur (Baek, 2006: 363, Agosin ve Huaita, 2011: 663).

1980'li ve 1990'lı yıllarda birçok ülkede uluslararası sermaye akımı dalgalanmaları yaşanmıştır. Geçmişe nazaran sermaye hareketlerinin oynaklığının daha da arttığını söyleyebilmek mümkündür. Sermaye akımlarında meydana gelen oynaklık yayılarak, ekonomik dönüşümü hızlandırarak, finansal sistemdeki açıkları arttırmakta ve makroekonomik istikrarsızlığı ağırlaştırıcı ekonomik sonuçlar

meydana getirmektedir. Bunun yanı sıra sermaye hareketleri ülke ekonomileri için faydalı olabilir hatta önemli avantajlarda sağlayabilir. Küresel finansal kriz sürecinde global likidite de bir daralma meydana gelmesine karşın bazı ülkelerin, yerli yatırımcılarının tasarrufları sayesinde önemli ölçüde sermaye girişi elde etmeleri ve krizi daha az hasarla atlatabilmeleri buna örnek olarak gösterilebilir (Forbes ve Warnock: 2012).

Küreselleşme süreci gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik, politik ve diğer faaliyetlerini sürdürebilmelerini sağlayan ve kıtalar genelinde faaliyet gösteren yerel ve bölgesel şubeleri olan uluslararası kuruluşlar olan Çok Uluslu Şirketlerin (ÇUŞ) meydana gelişini hızlandırmıştır (Toulmin, 1999: 912). 1980 sonrasında günümüze ekonomik entegrasyon süreci önemli ölçüde hızlanmıştır. Ekonomik küreselleşmenin üç ana kanalını oluşturan ticaret, doğrudan yatırımlar ve uluslararası teknoloji ve bilgi transferinde çok dinamik bir şekilde gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmelerin sağlanmasında en büyük aktörlerden birisi ÇUŞ'lardır ve son dönemlerde dünya sahnesi ÇUŞ'ların sayısında inanılmaz artışlara sahne olmuştur (Kleinert, 2001: 1). ÇUŞ'lar kendi buldukları ülke sınırları dışında yatırım yapan şirketler olarak tanımlanmaktadır. Bunlar yatırımları genel olarak doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde yapan şirketlerdir. Yatırım yapılacak ülkeye gerekli entegrasyonu yatay, dikey ya da ikisinin çeşitlendirilmiş şekli ile gerçekleştirmektedirler. ÇUŞ'lar uluslararası arenada alım, satım işlemi yapan, ulaşım, imalat, madencilik, petrol üretimi ve finansal hizmetler sağlayan şirketlerdir (Wilkins, 2010: 641).

ÇUŞ'lar günümüzde küreselleşme olgusunun en önemli dinamikleri arasında yer almakta ve bu şirketlerin en kayda değer özelliği yenilik üretebilmeleri ve yeni ürünler ortaya koyabilmeleridir. Bir ürünün ortaya konulabilmesi ve geliştirilmesi büyük maliyetlere katlanmayı gerektirmektedir. Bu bağlamda bu maliyetleri karşılayabilme gücü ÇUŞ'larda mevcuttur. Bu nedenle bu şirketlerin yenilik yapma ve teknoloji geliştirme güçleri yüksektir (Held, McGrew, Goldblat, Perraton, 1999: 261). Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişim süreci genel olarak değerlendirildiğinde bu sürecin gelişmesinde ön plana çıkan faktörlerin küreselleşme süreci, finansal serbestleşme ve çokuluslu şirketler olduğu görülmektedir.

3.1. KÜRESELLEŞME SÜRECİ

Günümüzde dünya büyük bir değişim ve gelişim süreci içerisine girmiştir. Meydana gelen bu değişim ve gelişim süreci içerisinde küreselleşme en önemli olgulardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır (Güneş, 2007: 13). Küreselleşme; ekonomileri, kültürleri, politikaları birbirine bağlayan bir olgu olarak nitelendirilmekte ve yeni dünya sisteminin geleceğinin belirlenmesinde en etkili güçlerden birisini temsil etmektedir (Al-Rodhan ve Stoudman, 2006: 2, Intriligator, 2004: 487).

Küreselleşme dünya genelinde meydana gelen gelişmelerin bir kombinasyonu olarak tüm dünya ülkelerine yansımaktadır (Rama, 2003: 3). Daha geniş bir ifade ile günümüzde küreselleşme; ülkeleri ekonomik, siyasal, teknolojik, kültürel ve sanatsal açıdan çok geniş bir alanda etkisi altına alan bir süreci ifade etmektedir. Bu açıdan küreselleşme ülkelerin ekonomik, siyasal ve sosyo kültürel bağlar ile birbirine bağlanması ile tek bir sistem oluşacak şekilde bütünlük sağlanması olarak algılanmaktadır (Kaypak, 2011: 19). Diğer bir ifade ile küreselleşme ulusal boyutta oluşturulmuş maddi ve manevi tüm değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin ulusal sınırları aşarak uluslararası bir boyutta yayılım göstermesi anlamına gelmektedir (Devlet Planlama Teşkilatı, 1995: 1). İletişim, teknoloji, ulaşım ve bilişim alanlarında meydana gelen gelişmeler sonucunda dünyanın her neresinde olursa olsun ülkeler arasındaki ilişkilerin görülmemiş bir boyutta ve hızda artış göstermesi olarak tanımlanan küreselleşme, ülkeler arasındaki mesafelerin önemini yitirmesi, ekonomik, sosyal, kültürel ve politik her türlü gelişmenin dünyanın tüm bölgelerine yayılma eğilimi göstermesi ve ülkelerin coğrafi sınırlarının ortadan kalkması gibi olgular sonucunda günümüzde etkisini daha da fazla hissedilir boyutlara taşımaktadır (Çağlar, 2011: 37,38).

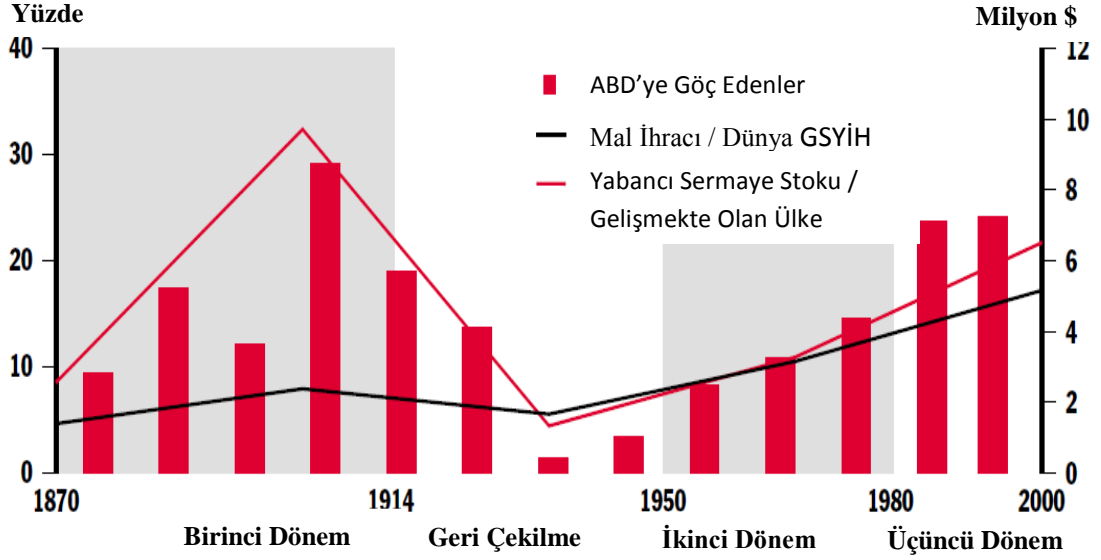
Küreselleşme süreci birçok gelişmeyi içinde barındırmaktadır. Bu gelişmelerden en ön planda olan ve özellikle küresel ekonomik entegrasyonun sağlanmasında öncü olan gelişmeler; üretim sistemlerinde meydana gelen gelişmeler neticesinde üretimin uluslararası bir boyut kazanması, uluslararası ticaret ve ticaret servislerinde meydana gelen gelişim ile uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen genişleme ve derinleşmedir (Mrak, 2000: 5).

Ekonomik ve finansal küreselleşme ise, ülke ekonomilerinin diğer ülkelerden gelen ürün, sermaye ve servis akımlarına açılması ve yurtdışı piyasalara kendilerini entegre etmeleri ile gerçekleşen bir süreçtir (Mishkin, 2006: 1). Finansal küreselleşmenin altında yatan nedenleri Hausler (2002), bilgi ve bilgisayar teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler, ulusal ekonomilerin küreselleşmesi, ulusal finansal ve sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve aracılık hizmetleri sağlayan kurum ya da kuruluşlar arasındaki rekabet olmak üzere dört ana neden altında toplamıştır. Özellikle üretim faktörleri arasında sermayenin serbest bir şekilde dolaşımının sağlanması ekonomik küreselleşmenin olmazsa olmaz unsurlarından biridir. Bu serbesti hem doğrudan yatırımlar hemde portföy yatırımları için geçerlidir (Gökdere, 2001: 74). Bununla birlikte ekonomik araştırmacılar küreselleşmeyi ekonomik açıdan çok değişik şekillerde tanımlamışlardır. Yapılan tanımlamalara göre (Octavian- Dan, 2008: 1):

- Küreselleşme; 20.Yüzyılda tüm ulusal ekonomilerin yüksek derecelerde dünya ekonomisine bağımlı hale geldiği bir süreci ifade etmektedir.
- Ülkeler arasındaki mal, hizmet, teknoloji ve sermayenin dolaşımı ile ilgili kısıtlamaların ortadan kaldırılması ve gümrük vergilerinin azaltılması sürecidir.
- Küreselleşme, ÇUŞ'ların ve uluslararası kuruluşların dünyayı yönetmesi sürecidir.

Dünyada küreselleşme olarak yaşanan bu süreç 13. yüzyıla kadar gerilere gitmektedir. Bu süreç, ticaretin gelişmesi, teknolojinin gelişmesi ve yaygınlaşması, kapsamlı bir şekilde meydana gelen göçler, kültürlerin birbirleri arasındaki etkileşimi gibi çok farklı karakteristik faktörler sonucunda meydana gelen ve ekonomik güçler tarafından desteklenen bir süreçtir (Aninat, 2002: 2). Dolayısıyla küreselleşme çok uzun bir süreden bu yana ülkeleri ve dünyayı etkisi altına alan ve ülkelerin karşı koyamayacağı bir süreç olarak değerlendirilmektedir (Toulmin, 1999: 912).

Grafik 3. Küreselleşme Sürecinde Üç Dönem



Kaynak: Collier ve Dollar, 2002: 23

Küreselleşme sürecini; 1870-1914 yılları arasındaki ilk küreselleşme dalgasının yaşandığı dönem, 1950-1980 yılları arasındaki ikinci küreselleşme dalgasının yaşandığı dönem ve 1980'den günümüze kadar olan üçüncü küreselleşme dalgasının yaşandığı dönem olarak üç dönem halinde ele almak mümkündür (Collier ve Dollar, 2002: 24). Küreselleşme dönemlerine dair üç anahtar bakış açısı söz konusudur. Bunların ilki dış ticaret, yatırımlar, göçler ve fiyat değişimleri, ikincisi sermaye hareketleri ve uluslararası piyasalar, üçüncüsü ise, endüstrileşme ve gelir düzeyinde meydana gelen dengesizlikler ve yakınsamalardır (Balwin ve Martin, 1999: 1).

Küreselleşme dalgasının ilk dönemi olan 1870-1914 yılları arasında, yelkenli gemilerden buharlı gemilere geçilmesi ile taşıma maliyetlerinde ve gümrük tarifelerinde meydana gelen azalış, küreselleşme hareketinin tetikleyicisi olmuştur. Ayrıca, ucuz ulaşım ve suni engellerin ortadan kaldırılması arazilerin daha verimli şekilde kullanılabilmesini sağlamış, demir yolu gibi yeni teknolojilerin kullanılabilir hale gelmesi ile de doğal kaynak temelli emtia ihracatında büyük fırsatlar yakalanmış ve sonuç olarak doğal kaynak temelli emtialar takas edilebilir hale gelmiştir. Bu dönemde dünya genelinde paylaşılan gelir yaklaşık iki katına çıkarak yüzde 8 olmuştur (Maddison, 2001: 93). Bu dönemde taşımacılık alanında meydana gelen

gelişmeler ve ticarete engellerin ortadan kaldırılması mal ve sermaye akımlarında inanılmaz artışlar yaşanmasını sağlamış ve dünya genelinde tahmin edilemez boyutlarda gelir artışı yaşanmıştır. Ayrıca bu dönemde özellikle emek gücünde gelişmemiş olan ülkelerden gelişmekte olan ülkelere dünya nüfusunun yaklaşık yüzde 10'u kadar insan göçü yaşanmıştır (Collier ve Dollar, 2002: 25). Birinci dönem küreselleşme süreci I. Dünya Savaşı ve II. Dünya Savaşı, yüksek enflasyon, 1930'larda yaşanan Ekonomik Bunalım ve politik istikrarsızlık sonucunda 1914-1945 yılları arasında sekteye uğramış ve bir geri çekilme sürecine girmiştir (Solimano, 2004: 1). Bunun sonucunda dünya genelinde gelir dengesizlikleri meydana gelmiş ve yoksul insanların sayısında olağan üstü artışlar meydana gelmiştir (Collier ve Dollar, 2002: 25).

II. Dünya Savaşı sonrasında savaşı kazanan müttefikler Bretton Woods Hampshire'da toplanarak savaş sonrası dünya ticaretini geliştirme ve düzenlenme amaçlı yeni uluslararası sistemi kurma amaçlı toplanmışlardır. Toplantı sonunda Washington merkezli iki adet uluslararası finansal kurumun kurulmasına karar verilmiştir. Bunlardan ilki, amacı uluslararası ticareti kolaylaştırmak finansal sistemi denetlemek olan Uluslararası Para Fonu (IMF), diğeri de gelişmekte olan ülkelere ve savaştan çıkmış Avrupa ülkelerine uzun vadeli krediler sağlayarak onların ekonomik gelişmelerine yardımcı olmayı amaçlayan Dünya Banka'sıdır. Bretton Woods toplantısından bu kurumlara ek olarak (ancak 1947'ye kadar kurulamayan diğeri organizasyon) ise merkezi Cenova'da bulunan amacı ülkeler arasındaki ticaret kurallarını düzenlemek olan Ticaret ve Gümrük Tarifeleri Genel Anlaşma'sıdır (GATT). Bu organizasyon sonrasında Dünya Ticaret Örgüt'üne (WTO) dönüşmüştür. Kurulan bu yeni kurumlar küreselleşmenin yeniden inşa edilmesi adına büyük başarılar sağlamışlardır. Böylelikle dünya ekonomisi 1950'lerin sonunda normale dönmüş ve küreselleşme büyük bir hızla gelişimine devam etmiştir (Mishkin, 2006: 4-5).

1950-1980 yılları arasındaki dönemde, iktisadi anlamda uluslararası ticaret hacminde ve uluslararası sermaye hareketlerinde büyük artışlar meydana gelmiş üretim sistemleri ve süreçleri büyük bir değişim içerisine girmiştir. İktisadi küreselleşmenin yanı sıra siyasi küreselleşme de ivme kazanmasıyla ülkeler arasındaki ilişkiler de önemli boyutlara ulaşmıştır. Böylelikle küreselleşme süreci

1914-1945 yılları arasında kaybetmiş olduğu gelişme ivmesini tekrar kazanmıştır (Bayar, 2008: 27).

Küreselleşmenin üçüncü dönemi 1980’den başlayarak günümüze kadar olan dönemi kapsamaktadır. Komünist sistemin çökmesi ve ülkeler arasındaki demokrasi fikri, serbest piyasa ve ekonomik liberalizasyon üçüncü dönem küreselleşmenin başlamasına yardımcı olan unsurların başında gelmektedir. Bu dönemde küreselleşmenin itici gücü haline gelen grup iş adamlarıdır. Uluslararası şirketlerin tepe yöneticileri, bankacılar, borsa brokerleri sermaye ve malların dünya çapında dolaşımı ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi neticesinde büyük kazanımlar ve faydalar elde etmişlerdir. Bu kişilerin yanı sıra siyasetçiler, aydınlar ve akademisyenlerin, demokrasi ve serbest piyasa ekonomisinin beraberinde getirmiş olduğu küreselleşme sürecinin dünya genelindeki mevcut yoksulluğu çözecek ve her ülkeye barış, refah ve özgürlük getiren bir yol olabileceği düşüncesinde olmaları, sürecin daha kolay yayılmasını sağlamıştır. Ayrıca üçüncü dönem küreselleşme sürecinin en temel karakteristiği, bu dönemde sermayenin dolaşım hızının büyük bir ivme kazanması olmuştur. Bunun yanı sıra teknolojiye, özellikle de bilişim-iletişim teknolojilerindeki gelişme ve diğer ulaşım araçlarında meydana gelen büyük gelişmeler bu dönem küreselleşme sürecinin en temel unsurlarıdır (Szul, 2010: 38). Bu dönem genel olarak “sınır tanımayan ekonomi” şeklinde adlandırılmaktadır. Bunun nedeni ise bu dönemde modern teknolojinin finansal ticaretin çok büyük bir hızla ve engel tanımaz bir şekilde yapılabilmesine olanak sağlamasıdır (Octavian-Dan, 2008: 1). Bu dönemde finansal piyasalarda küreselleşmesi ülkelerin finansal piyasalara entegrasyonuna hız kazandırmış, bilgisayar ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen büyük gelişmeler bankacılık sektöründeki işlem maliyetlerinin düşmesini ve gelişen piyasalara yeni türev ürünler ile değişik özelliklere sahip mali araçların girmesini sağlamıştır (DPT, 2000: 34-3).

3.2. FİNANSAL LİBERALİZASYON (SERBESTLEŞME)

Bretton–Woods sisteminin çöküşü ile dünya genelinde uygulanmakta olan kontrollü makroekonomi politikalarının oluşturduğu kötü etkilerden kurtulabilmek

için IMF ve Dünya Bankası önderliğinde ülkeler serbest ekonomi yanlısı politikalar uygulanmaya başlamıştır. Böylelikle sermaye hareketlerinin dünya genelinde serbest dolaşımına imkân verecek şekilde finansal liberalizasyon politikaları oluşmaya başlamıştır (Gündem ve Tunç, 2012: 1326). Bilişim, iletişim ve bilgisayar teknolojilerinde meydana gelen inanılmaz gelişmeler, sayesinde fiyat oluşumları ve bilgi eskiye oranla çok daha şeffaf hale gelmiş ve sermaye ile işlem maliyetleri önemli ölçüde azalmıştır. Bu gelişmeler yatırımların ülke sınırları dışarısında yapılabilmesine olanak sağlayarak dış ticaret serbestisinin oluşumuna zemin hazırlamıştır. Dış ticaretin serbestleşmesini sermaye hareketlerinde meydana gelen serbestleşme takip etmiş ve sermayenin ülke ekonomileri arasında serbest dolaşımı sağlanmıştır (Yılmaz ve Tuncay, 2012: 345).

Küreselleşmenin ilk adımı olan ticari dışa açılma, Ricardo'nun karşılaştırmalı üstünlükler teorisi ile açıklanmaktadır. Aynı şekilde küreselleşmenin ikinci adımı olan finansal dışa açılma da Mc Kinnon-Shaw (1973) hipotezi ile açıklanmaktadır. Bu hipoteze göre finansal dışa açılma Neoklasik Finans Teori'sinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanarak uygulama alanı bulmuş bir çeşidedir. Bu teori, finansal liberalizasyonun tasarrufların dünya genelinde dağılımının düzenleneceği ve faiz oranlarında meydana gelen eşitsizliği ortadan kaldıracağı varsayımından hareketle, finansal baskının ortadan kalkması sonucu finansal derinlik ve etkin bir şekilde kaynak dağılımının sağlanması ile ekonomik gelişmenin hızlanması önermesi temeline dayanmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002:8).

Finansal liberalizasyon kavramının en önemli hedefi finansal entegrasyonu sağlamaktır. Bu bağlamda finansal liberalizasyon kavramı finansal regülasyon kavramının tersi bir kavram olarak kullanılmaktayken, finansal deregülasyon kavramı ile de eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Mangır, 2005: 461). Finansal liberalizasyonu (serbestleşmeyi), en dar anlamda tanımlayacak olursak; kredi faiz oranları ve mevduat faiz oranları üzerindeki kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması ve ulusal finansal piyasaların bütünleşmesi ile oluşan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu bağlamda finansal liberalizasyonu küreselleşmeyi etkileyen ve küreselleşmeden etkilenen bir faktör olarak ele alabiliriz (Williamson, Mahar, 2002: 9, Özel, 2012: 22).

Finansal liberalizasyon kavramı daha geniş bir ifade ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini sınırlandıran faktörlerin ve döviz kontrollerinin kaldırılması, ulusal finansal sistem içerisinde yabancı kuruluşların sisteme dahil olmasını engelleyen unsurların azaltılması, yerleşik yatırımcıların yabancı finansal piyasalardan getiri elde etmelerine izin verilmesi ve elde edilen kazançlardan yüksek oranlı vergilerin alınmasının azaltılması gibi unsurları kapsamaktadır (Williamson, Mahar, 2002: 9). Buradan hareketle finansal liberalizasyon verilecek olan kredilerin kimlere hangi fiyattan verileceği hususunda ve sermaye hareketlerinin yönü hususunda yetkiyi piyasaya verme süreci olarak düşünülebilir (Dağdelen, 2004: 21). Ayrıca ülke ekonomileri finansal liberalizasyon ile yatırım ve tasarruf dengesizlikleriyle oluşan, kamu kesiminde meydana gelen açıkların finanse edilmesi ve borç oranlarını ülke dışından sermaye elde ederek daha ucuz yollarla kapatabilmeyi hedeflemektedirler (Mangır, 2005: 461).

Finansal serbestleşme süreci 1960-70'li yılların sonlarına doğru başlamış ve yirminci yüzyılın son yirmi yılında dünya ekonomisinin en önemli süreçlerinden birisi haline gelmiştir. Finansal liberalleşme sürecinin özünü faiz oranları üzerindeki hükümet kontrollerinin kaldırılması, banka kredi politikaları, mülkiyet yapısı ve uluslararası sermaye hareketliliği oluşturmaktadır. Finansal liberalizasyon süreci faiz oranlarını doğrudan etkilerken sermaye maliyetini, yatırımın marjinal verimliliğini ve toplam tasarrufunu ve istihdam seviyelerini dolaylı olarak etkileyen bir süreçtir (Causevic, 2003: 1).

Genel olarak finansal liberalizasyon süreci dört adımda incelenebilir. Bunlardan ilki; faiz oranlarının belirlenmesinde ve tahsis edilmesinde devletin müdahalesinin azaltılması, ikincisi; finansal sektörün yapısında, sektöre kolaylıkla girebilme, mali temsilciye kaynakları harekete geçirebilme, yatırım yapabilme ve rekabete teşvik etme hususunda serbestlikler getirme gibi bir takım değişiklikleri içerir. Üçüncüsü; daha az müdahaleci ancak daha şeffaf ve denetlenebilir, finansal kurumların muhasebe uygulamalarını geliştirici, finansal sektörün rekabetçi yapısının ve eksik nitelikteki işlemlerin etkisini azaltmak için yeni yapıların oluşturulmasını içermektedir. Sonuncusu ise; yabancıların kolaylıkla ulusal mali piyasalardan varlık ve yükümlülük elde edebilmelerini sağlayan finansal açıklık derecesinin yükseltilmesini içerir (Chandrasekhar, 2004: 30).

Finansal liberalizasyon sürecinde, birçok gelişmekte olan ülke sınır ötesi kısıtlamalarını kaldırarak piyasalarını liberalize etme yoluna gitmişlerdir. Bu sayede ülkeler gelişmiş ülkelerden finansman elde ederek yüksek düzeylerde yatırımlar yapabilme fırsatı ve meydana gelebilecek ekonomik şoklar ve tüketim oynaklığından kaynaklanabilecek olumsuz durumlar için bir sigorta elde ederken, ulusal finansal piyasaların gelişimini hızlandırma ve sermayenin daha verimli bir şekilde dağılımının sağlanması ile bireysel risklerin daha iyi bir şekilde paylaşımı gibi faydalar elde etmişlerdir (Broner ve Ventura, 2010: 1).

Bunların yanı sıra gelişmiş ülkeler uygulamış oldukları finansal liberalizasyon politikaları ile bankalara ve finansal kuruluşlara kredi oluşturma ve yatırım yapma hususlarında esneklik sağlamışlardır. Hedge fon gibi finansal kurumlara bankalardan farklı olarak daha az sınırlama getirilerek bu kurumların sayılarının artması sağlanmıştır. Ayrıca finansal liberalleşme ile menkul kıymetleşirme ile sermaye hareketlerine farklı şekiller getirilmiş, örneğin önceden sermaye hareketleri kredi hareketleri şeklinde olurken hisse senedi ve tahvil hareketleri şeklini almış ve finansal inovasyon sayesinde swap, opsiyon ve futures gibi türev ürünlerin finansal sisteme kazanımı sağlanmıştır (Ghosh, 2005: 6).

Finansal liberalizasyonu i ve dış finansal liberalizasyon olmak üzere iki gruba ayırmak mümkündür. Dış finansal liberalizasyon vade ve kur riskini ülke ekonomileri açısından arttırıcı bir özellik taşımakta olup, diğer taraftan da gelişmekte olan ekonomiler açısından daha fazla sermaye çekmeye yardımcı unsurlardan biridir. Ancak dış finansal liberalizasyonun gerçekleştirilebilmesi için i finansal liberalizasyona özellikle de faiz oranlarının liberalize edilmesine gereksinim duyulmaktadır (Weller ve Singleton, 2004: 50).

İ finansal liberalizasyon faiz kontrolleri ve doğrudan kredi tahsis programlarının kaldırılmasını içermektedir. İ finansal liberalizasyon genellikle bankaların faaliyet alanlarının genişletilmesini sağlayarak bankaların özellikle de özel bankaların hükümetlerin vermiş olduğu politik kararlardan daha az etkilenmeleri ile sağlanır. Dış finansal liberalizasyon ise sermaye kontrollerinin azaltılması ve bazı kontrollerin kaldırılması anlamına gelmektedir (Angkinand, Sawangngoenyuan ve Whilborg, 2007: 268-269).

Dış finansal liberalizasyon genel olarak doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı girişlerinin olması şeklinde ve yabancı hükümetler ve uluslararası kuruluşlardan kredi kullanma şeklinde gerçekleşmektedir (Li ve Liu, 2001: 675). Her iki finansal liberalizasyon şeklide ülke ekonomisi açısından finansal ve ekonomik alt yapının hazırlanması ve ülke ekonomilerinin dinamikleri olan bankalar ile finans kurumlarının daha verimli ve düzenli bir şekilde yönetilmesine kolaylık sağlanmasını mümkün kılmaktadır (Angkinand, vd., 2007: 268-269). Bu bağlamda birçok ülke ekonomisi önemli ölçüde kazanç elde edebilmek, üretken bir şekilde yatırımlarını yapabilmek ve ekonomik büyüme sağlayabilmek amacı ile ekonomilerini iç ve dış finansal liberalizasyon politikalarına uyumlandırma yoluna gitmektedir (Nissanke ve Stein, 2003: 290).

Finansal liberalizasyon politikaları her zaman ülkeler açısından istikrarlı ve olumlu sonuçlar vermemekte, aksine ekonomik müdahale ve sınırlamaların kaldırıldığı ekonomilerin kırılganlıkları artarak meydana gelebilecek olumsuz bir durumdan çok kolay bir şekilde etkilenebilmekte ve ülke ekonomileri kriz sürecine girebilmektedir.

Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ve piyasalarında finansal derinliğe ulaşamamış ülkeler açısından finansal liberalizasyonun, mali sistem içerisindeki yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılarak, ekonomik açıdan yapısal düzenlemeler yapıncaya kadar piyasaya dönük göstergelerin öncülüğünde kademeli olarak yapılması gerekmektedir (Eser, 1993: 100).

3.3. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER

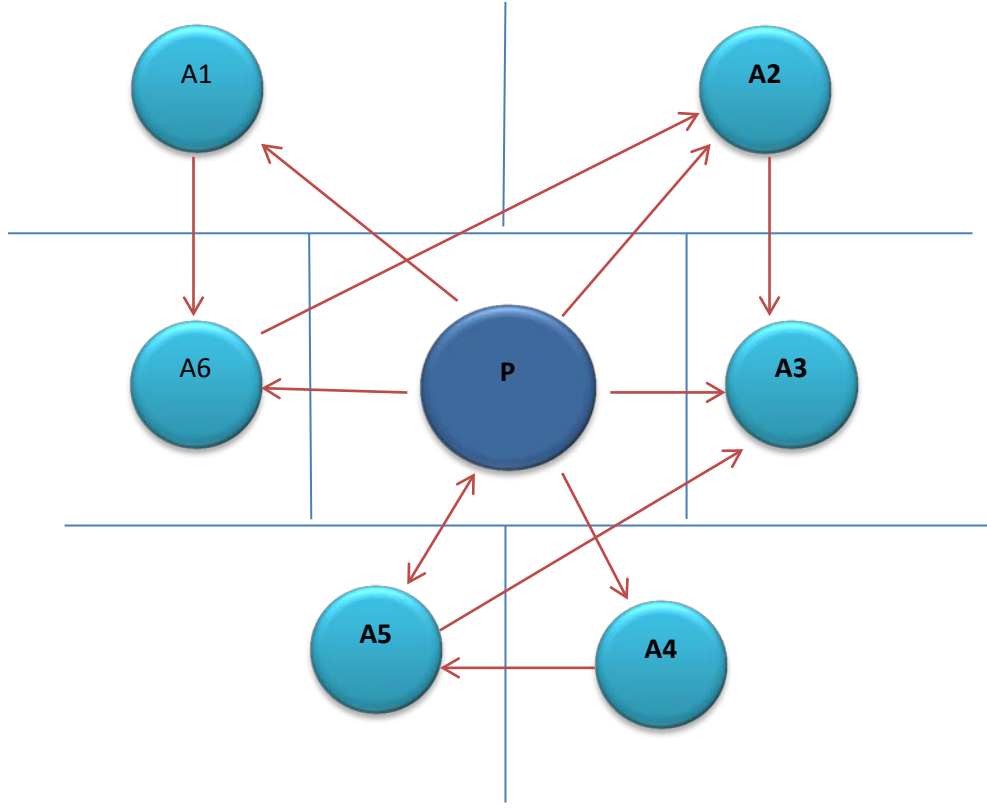
Son zamanlarda dünya genelinde bilişim ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler, ülkelerin uygulamış oldukları deregülasyon politikaları ve piyasalarda meydana gelen liberalizasyon ÇUŞ'ların dünya genelinde sayılarının artmasını sağlayan en önemli etkenlerdir (Stopford, 1998: 12). ÇUŞ'ların oluşumuna ilk olarak İkinci Dünya Savaşı sonrasında batılı ülkelerde rastlanmıştır. Sonrasında gelişmekte olan birçok dünya ülkesinde faaliyet göstermeye başlamışlardır (Harmancı, 2004: 2). Bu süreçte ÇUŞ'lar geliştirmiş oldukları farklı ürün ve servis

yelpazesi ile çok çeşitli piyasalara girme şansını elde etmişlerdir. ÇUŞ'lar sadece piyasalar arasındaki farklı tüketici ihtiyaç ve tercihlerini değil ülkelerin uygulamış oldukları farklı kanun ve yönetmelikleri de dikkate alarak stratejiler belirlemektedirler. Bu nedenle ÇUŞ'ların faaliyet göstermiş oldukları bölgelerde ana merkez ve şubeler arasında sıkı koordinasyon ayarlamaları yapmaları gerekmektedir (Pamfilie, 2010: 467).

ÇUŞ'ların tanımı için uzmanların görüş birliği sağladığı bir tanımlama bulunmamakla birlikte; tanımlama yapılırken şirket sahipliğine, şirket merkezi yönetiminin çok ulusluluğuna, ana şirket ve şubelerinin faaliyet gösterdiği bölgeye göre birçok tanımlamanın yapılabilmesi mümkündür (Root, 1990: 582). ÇUŞ'lar zaman içerisinde farklı isimler almışlardır. İlk olarak uluslararası işletmeler olarak adlandırılan ÇUŞ'lar, ilerleyen dönemlerde uluslar ötesi işletmeler olarak adlandırılmışlar sonrasında uluslar üstü işletmeler ve son olarak tüm dünya pazarlarına nüfus edebilme gücüne sahip olan küresel işletme olarak adlandırılmışlardır. Bu adlandırmalar şirketlerin faaliyet alanlarına ve kat ettikleri aşamalar dahilinde gerçekleştirilmiştir. (Aşıkoglu, 1993: 7). Bu bağlamda ÇUŞ'ların faaliyetlerini iki temel noktada açıklayabilmek mümkündür. Bunlar uluslararası boyutta ticari faaliyetler ve yatırımdır (Koparal, 2004: 3).

ÇUŞ'lar çok sayıda ülkeye uluslararası arenada faaliyet göstermek için yatırım yapan ve bu sayede yatırım yapılan ülkeye teknoloji ve bilgi akışı sağlayan, aynı zamanda üst yönetim kademesi belirli bir ülkede bulunan işletmelerdir (Aşıkoglu, 1993: 7). Lazarus (2001) ise ÇUŞ'ların çok daha kısa bir tanımını yapmıştır. Lazarus (2001)'e göre ÇUŞ'lar, faaliyet alanlarını iki ülkeden daha fazla ülke genelinde sürdüren ve yapılan faaliyetlerin sonuçlarının yatırım yapılan ülkelere doğrudan yatırım olarak yansıdığı şirketlerdir. Şirketlerin ÇUŞ sayılabilmesi, sermayesinin dağıldığı ülke sayısına, faaliyette bulunulan ülke sayısına, toplam varlıklarının ne kadarının ana faaliyet merkezi dışından elde edildiğine göre belirli kriterler dahilinde değerlendirilmektedir (Yalçiner,2012: 336).

Şekil 1. Çokuluslu Şirket Sistemi



Kaynak: Root, 1990: 584

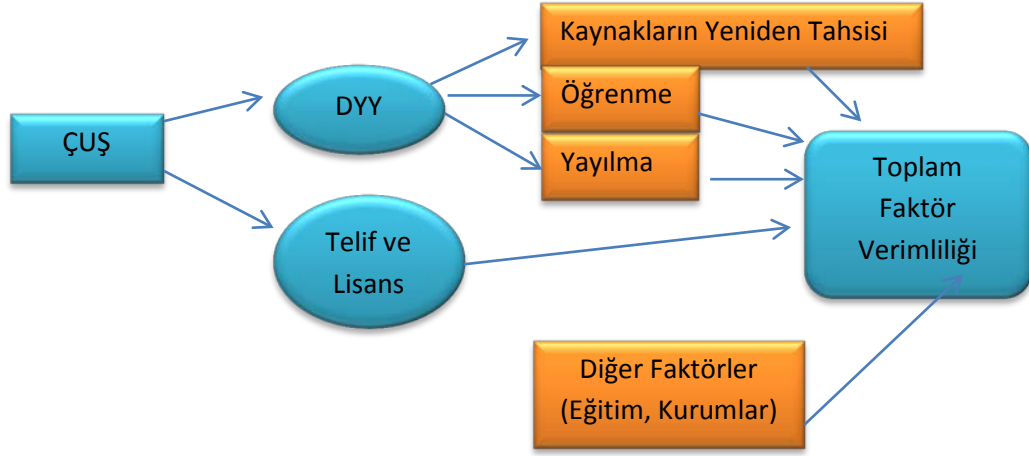
P ile belirtilen ve diğer şirketlerin merkezinde bulunan şirket, tüm şirketlerin karar merkezi ve şirket hedef ve kontrolünün yapıldığı ana şirkettir. Bu şirkette şirketin kurulumundan, diğer şubelerin hangi ülkede kurulacağı, kurulacak şirketin boyutu ve ne şekilde bir ürün karmasının yapılacağına ilişkin önemli ve stratejik kararlar alınmaktadır. A ile gösterilenlerde ana şirketin iştirakleri olup, şekilde de çeşitli sınırlamalarla belirtildiği üzere farklı ülkelerde faaliyet göstermektedirler. Şekilde görülen birçok iştirak üretim ve piyasa fonksiyonu gösterirken, bazı iştirakler sadece finansal fonksiyon göstermektedirler. İştirakler birbirlerine teknoloji, sermaye, ürün ve yönetim hareketleri ile bağlanmaktadır. Örneğin; A1 bir parça ya da parçalar bütünü A6'ya transfer edebilir ve A6'da bunu üretimde ya da farklı ürünlerde kullanabilir. A4'de geliştirdiği ve tamamladığı bir ürünü A5'satar, A5'de satın almış olduğu ürünü yerel pazarda karlı bir şekilde satabilir. Ya da A2'nine elinde biriken atıl fonları finans alanında uzman A3' e transfer etmesi ve A3'ün bu

fonları finansal piyasalarda değerlendirmesi ile sermayenin büyümesi sağlanabilir. Ya da A5 yeni bir teknoloji geliştirerek bunu A3'e transfer edebilir. Veya ana şirketten diğer iştiraklere personel ya da yönetici transferi gerçekleştirebilir. Böylelikle ana şirket ve iştirakleri dışarıya bağlı kalmadan kendi sistemleri içinde varlıklarını sürdürebilmektedirler (Root, 1990: 585).

Ekonomik entegrasyonun sağlanması hususunda meydana gelen algı değişimi ÇUŞ'ların ekonomik gelişimin sembolü haline gelmesinin en önemli nedenlerinden birisi olmuştur (Grauwe ve Camerman, 2002: 312). ÇUŞ'lar dünya genelindeki finansal, fiziksel ve iş gücü kaynaklarını ticari ve karlı bir şekilde kombine edebilme yetenekleri ve yeni teknoloji geliştirebilme, üretim ve yönetim konusundaki üstün beceri ve bilgilerini spesifik ürünlere dönüştürebilme konusunda dünyanın kalkınmasında büyük öneme sahiptirler (United Nations, 1973: 2).

Dünya genelinde ÇUŞ'ların gelişimini destekleyen iki unsur bulunmaktadır. Bunlar; dünya genelinde meydana gelen teknolojik gelişim ve ÇUŞ'lara karşı ülkelerin uygulamış olduğu ulusal politikalarda meydana gelen ılımlı yöndeki değişimdir. Teknolojik değişim sayesinde bu organizasyonlar çok düşük üretim maliyetine ulaşarak dünya ölçeğinde önem kazanmışlardır. ÇUŞ'lara karşı ulusal politikaların gevşetilmesi gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nazaran çok daha fazladır (Ionescu ve Oprea, 2003: 3). Bunların yanı sıra ÇUŞ'lar, bilgiyi sağlama, sınırların ötesinde kullanma ve uygun örgütsel yapıları sayesinde bu bilginin transferini çok iyi bir şekilde sağlayabilme yetenekleri olan organizasyonlar olarak kavramsallaştırılmaktadır (Michailova ve Mustafa, 2012: 383). Ayrıca ÇUŞ'ların günümüzde yapmış oldukları doğrudan yatırımlar ve şirket satın alımlarının yanı sıra büyük ölçekli firmalar ile birleşme, küçük ölçekli firmalar ile de ortaklık kurabilme eğilimlerinin yüksek olması nedeni ile dünya ticaretindeki etkinlikleri her geçen gün daha da artmaktadır (Yalçiner, 2012: 334).

Şekil 2. Çok Uluslu Şirketler, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Toplam Faktör Verimliliği



Kaynak: Pessoa, 2008: 14

Şekil 2’de görüldüğü üzere ÇUŞ’lar tarafından yapılan telif ve lisans sözleşmeleri ve DYY’ler sayesinde uluslararası boyutta teknolojinin yayılması sağlanmakta ve bu durumda ülkelerin toplam faktör verimliliğini olumlu yönde etkilemektedir. Buradan hareketle ÇUŞ’ların ülke ekonomilerindeki toplam faktör verimliliğine doğrudan bir etkilerinin olduğu söylenebilir (Pessoa, 2008: 14).

ÇUŞ’lar ülke endüstrileri ve ulusal firmalar açısından dört özellikle ön plana çıkmaktadırlar. Bunların ilki ÇUŞ’ların yüksek düzeyde araştırma ve geliştirme yapmaları ve bunu satışlarına yansıtabiliyor olmaları, ikincisi; işgücü bakımından daha çok profesyonel ve teknik elemanla çalışıyor olmaları, üçüncüsü; kullanmış oldukları yoğun teknoloji sayesinde yeni ve teknolojik değerleri yüksek olan ürünleri üretebilmeleri ve ürün farklılaştırabilme yeteneklerinin yüksek olması, sonuncusu ise üretim ve hizmetlerinin tanıtım ve reklamını çok iyi bir şekilde yapabilmeleridir (Markusen, 1995: 172).

Forbes (2009) Dergisinin dünyanın en büyük 2000 firmasını belirlemeye yönelik yapmış olduğu araştırmaya göre ilk on sıraya giren dünya ÇUŞ’larının hem genel sıralaması hem de üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin sıralamaları Tablo 1’de gösterilmiştir. Genel olarak sıralaması yapılan şirketlerin enerji ve bankacılık sektöründe yer aldığı görülmektedir. İmalat ve üretim yapan şirketlerin

sektörlerinin ise dayanıklı tüketim malları, teknoloji, gıda, ilaç ve kimyasal maddeler gibi sektörlerde olduğu görülmektedir. Ayrıca her iki sınıflandırmaya göre de ABD kökenli ÇUŞ'ların ilk ona giren ÇUŞ'ların yarısını oluşturduğu, yani ABD kökenli ÇUŞ'ların dünya genelinde daha büyük ve başarılı şirketler oldukları söylenebilir (Yang ve Huang, 2011: 3).

Tablo 1. Dünya Genelinde İlk Ona Giren Şirketler ve İmalat-Üretim Şirketleri

Dünya Genelinde İlk Ona Giren Şirketler							
Sıra	Şirket	Ülke	Sektör	Satışlar (Milyar \$)	Kar (Milyar \$)	Varlıklar (Milyar \$)	Piyasa Değeri (Milyar \$)
1	JPMorgan Chase	ABD	Banka	115.63	11.65	2031.99	166.19
2	General Electric	ABD	Elektronik, Banka	156.78	11.03	781.82	169.65
3	Bank of America	ABD	Gıda	150.45	6.28	2223.3	167.63
4	Exxon Mobil	ABD	Enerji	275.56	19.28	233.32	308.77
5	ICBC	Çin	Banka	71.86	16.27	1428.46	242.23
6	Banco Santander	İspanya	Banka	109.57	12.34	1438.68	107.12
7	Well Fargo	ABD	Banka	98.64	12.28	1243.65	141.69
8	HSBC Holdings	İngiltere	Banka	103.74	5.83	2355.83	178.27
9	Royal Dutch Shell	Hollanda	Enerji	278.19	12.52	287.64	168.63
10	BP	İngiltere	Enerji	239.27	16.58	235.45	167.13
İmalat Ve Üretim Şirketleri							
1	ProcterGamble	ABD	Tüketim Malları	76.78	13.05	135.29	184.47
2	Hewlett-Packard	ABD	Teknoloji	116.92	8.13	113.62	121.33
3	Nestlé	İsviçre	Gıda	97.08	10.07	105.16	173.67
4	Pfizer	ABD	İlaç	50.01	8.64	212.95	143.23

5	JohnsonveJohnson	ABD	İlaç	61.90	12.27	94.68	174.9
6	Samsung Elect.	G.Kore	Teknoloji	97.28	4.43	83.30	94.48
7	Sanofi-aventis	Fransa	İlaç	41.99	7.54	114.85	98.07
8	Ford Motor	ABD	Tüketim Malları	118.31	2.72	194.85	41.80
9	Novartis	İsviçre	İlaç	44.27	8.40	90.89	126.22
10	Roche Holding	İsviçre	İlaç	47.35	7.51	69.64	146.19

Kaynak: Pessoa, 2008: 14

Şirketlerin satışları, karları, varlıkları ve piyasa değerlerinin de gösterildiği Tablo 1'e göre, genel sıralamada ilk sırada yer alan JPMorgan Chase şirketinin satışlarının 115.63 Milyar \$, karının 11.65 Milyar \$ varlıklarının 2031. 99 Milyar \$ ve piyasa değerinin de 166.19 Milyar \$ olduğu görülmektedir. Ayrıca dünya genelindeki büyük ÇUŞ'ların ABD menşeli oldukları görülmektedir. Benzer şekilde imalat-üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerinde en önde gelenlerinin ABD menşeli oldukları , ABD şirketlerini takiben bu sektörde söz sahibi olan şirketlerin İsviçre menşeli şirketler olduğu görülmektedir ÇUŞ'ların dünya genelindeki büyüklüklerini ve ekonomilere nasıl bir katma değer sağladıklarını anlamak açısından bu değerler büyük önem taşımaktadır. Ayrıca bu değerlerin dünya genelindeki birçok ülkenin yıllık GSMH'sından daha yüksek olması ÇUŞ'ların dünya ekonomisi üzerindeki büyüklüklerini kanıtlar niteliktedir.

4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Uluslararası sermaye piyasaları özellikle 1980 ve 1990'lar arasında daha liberal ve dışarıya açık hale gelerek daha etkin ve etkili, küresel boyutta sermaye piyasaları haline gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri ve küresel sermaye piyasaları sayesinde birçok gelişmekte olan ülke piyasası yapısal dönüşümünü tamamlayabilmiştir (Shibuya, 1999: 1).

Uluslararası sermaye hareketleri özellikle de gelişmiş olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri yatırımlara kaynak oluşturma, ekonomik büyümeyi teşvik etme böylelikle tüketimi yumuşatma ve gelişen dünyadaki yüksek hayat standartlarının tüm ülkelere yayılması açısından büyük önem arz etmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri sayesinde gelişmiş ülkelerde uluslararası boyutta portföylerini çeşitlendirebilme imkânı bulabilmektedirler. Diğer taraftan çok büyük sermaye girişinin olduğu ülke hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskı, reel kurun değerlenmesi, cari açık gibi problemlerle de karşılaşabilmektedir (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1996:124).

Uluslararası sermaye hareketleri ülke içindeki faktörlere bağlı olarak ya da ülke dışındaki faktörlere bağlı olarak hareket edebilir. Ülke içindeki faktörler mali reformlar, bütçe açıklarının azaltılması, enflasyon istikrarının sağlanması, ticari liberalizasyon, sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılması gibi faktörler olabilmektedir (Ying ve Kim, 2001: 954). Bu faktörlere ilave olarak sermaye hareketlerinin yönünün belirlenmesinde reel faiz oranları ve enflasyon oranları büyük öneme sahiptir. Reel faiz oranlarının yüksek olduğu ülkeler yatırımcıları çekerken, yüksek enflasyon oranları ülke riskini artırıcı bir etken olduğu için yabancı yatırımcılar tarafından istenmeyen bir durumdur (Erataş ve Öztekin, 2010: 58). Ayrıca çeşitli kurum ve kuruluşlar tarafından ölçülen ülkenin kredi notları yatırımcıların davranışları üzerinde etkili olmakta ve sermaye hareketlerini etkileyen iç faktörler arasında bulunmaktadır (Fernandez-Arias, 1996: 391). Liljeblom ve Löflund (2005) portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri işlem maliyetleri, vergilendirme farklılıkları, döviz kuru ve sermaye piyasaları düzenlemeleri, uluslararası kısıtlamalar, yatırımcıda oluşan bilgi farklılıkları ve yatırımcı davranışları ile oluşan engellemeler olarak sıralararak Chakrabarti (2001), doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörleri vergiler, işçi ücretleri, ticari açıklık, döviz kuru, ekonomik büyüme ve ticari denge olarak sıralamıştır.

Dış faktörler ise ABD gibi gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz oranları, gelişmiş ülkelerdeki düşük ekonomik büyüme oranları gibi faktörler olabilmektedir. Özellikle 80'lerin sonu 90'ların başında sayılan bu gibi faktörler neticesinde yüksek miktarda sermaye geliştirmekte olan ülke ekonomilerine giriş yapmıştır (Ying ve Kim, 2001: 954).

Diğer bir ifade ile genel literatür sermaye hareketlerinin belirleyicilerini iki kategoride toplamıştır. Bunlar dış ya da itici faktörler ile yerel ya da çekici faktörlerdir. İtici faktörler; sermaye hareketlerini geliştirmekte olan ülkelere iten faktörler olurken, çekici faktörler ise sermaye hareketlerinin yönünü geliştirmekte olan ülkelere cazip kılan faktörlerdir (Brana ve Lahet, 2010: 274). Gerlach ve Tillman (2012) farklı olarak, sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri yapısal faktörler ve konjonktürel faktörler olmak üzere iki gruba ayırmıştır. Konjonktürel faktörler kimi zaman dalgalanan kimi zaman normal seviyelerde kimi zamanda ortadan kaybolan yani volatil olan küresel ve yerel faiz oranları, küresel risk iştahı gibi faktörlerden oluşurken, yapısal faktörler ise geliştirmekte olan ülke ekonomilerinde meydana gelen potansiyel büyüme, ticari ve finansal açıklık gibi yavaş hareket eden faktörlerdir.

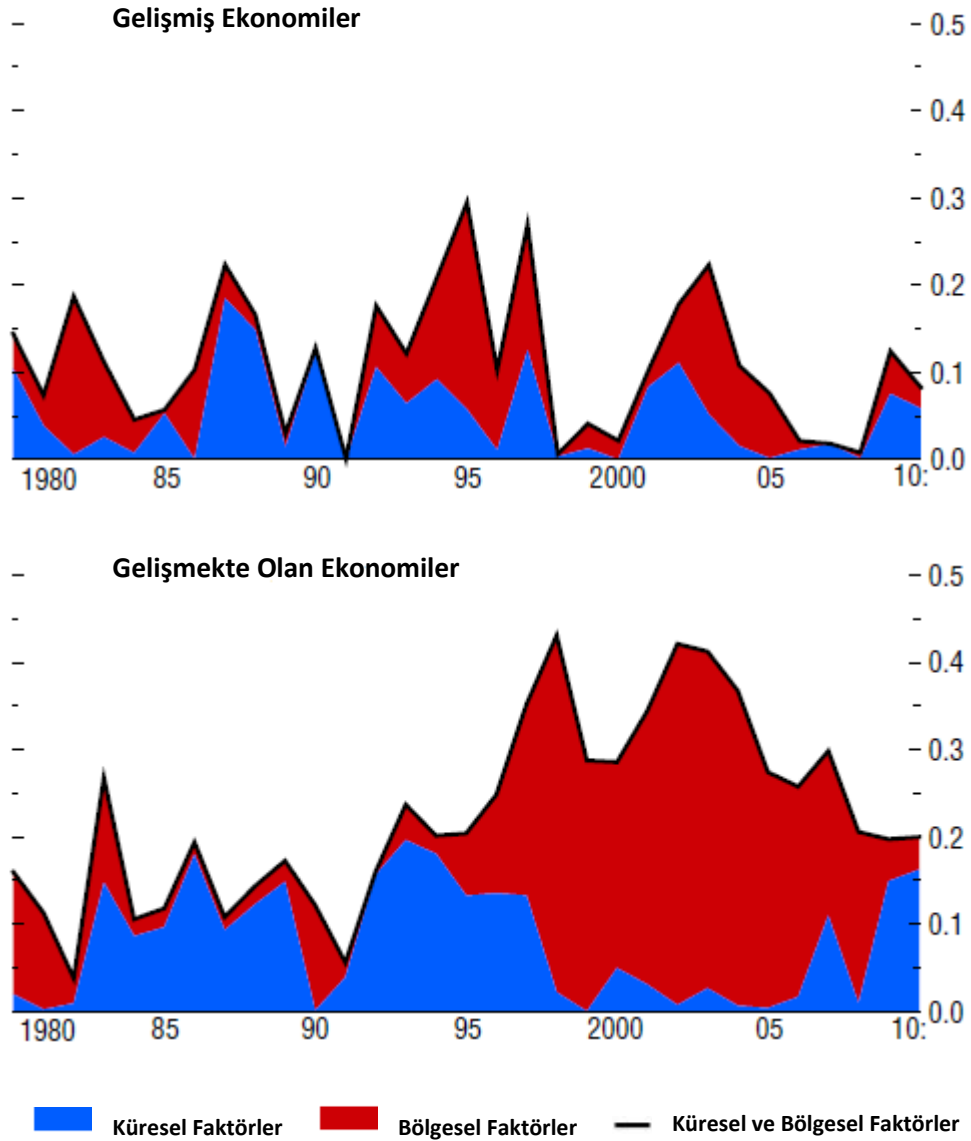
Eğer bir ülkeye gelen sermaye hareketlerinin belirleyicileri çekici faktörlerden oluşuyorsa iyimser bir bakış açısıyla bu durum geliştirmekte olan ülkelerin ekonomi politikalarına istikrarlı bir kalkınma için hayati yön verir. Yani sermayenin belirleyicisi, ülkenin kendi iç dinamiklerinden kaynaklı olacağından daha uzun süreli ve kalıcı bir sermaye girişi olacaktır. Ancak eğer ülkeye gelen sermaye hareketlerinin belirleyicileri itici faktörlerden oluşuyorsa, kötümser bir bakış açısıyla, sermaye akımları gelişmiş ülkelerin makroekonomik ve finansal yapılarına, yatırımcıların duyarlılıklarına göre değişeceğinden kırılgan ve aşırı kararsız bir kaynak olarak kendisini gösterecektir (Brana ve Lahet, 2010: 274).

Bu açıdan sermaye hareketlerinin itici faktörlerden mi yoksa çekici faktörlerden mi etkilendiği önem kazanmaktadır. Ayrıca eğer sermaye hareketleri itici faktörlerden etkilenerken ülke ekonomisine giriş yapıyorsa politika yapıcıların sermaye hareketlerini kontrol etmek adına yapacakları çok az şey vardır. Diğer taraftan çekici faktörlere göre sermaye hareketleri ülke ekonomisine giriş yapıyorsa o zamanda politika yapıcıların sermaye hareketleri üzerinde büyük bir gücünün olduğu söylenebilir (Çulha, 2006: 13-14).

Grafik 4’de özel sermaye hareketlerini etkileyen faktörler gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkeler ile küresel yani itici faktörler ve bölgesel yani çekici faktörler bağlamında değerlendirilmiştir. Grafik 4’e göre gelişmiş ekonomilere yönelen sermaye hareketleri dönemler itibari ile değerlendirildiğinde, 1980-85

döneminde sermaye hareketlerinin genel olarak çekici faktörlerden etkilendiği, 1985-90 döneminde ise büyük bir çoğunluk ile itici faktörlerden etkilendiği, 1990-2000 döneminde az bir farkla daha çok çekici faktörlerden etkilendiği ancak 2000’li yılların başlarında itici faktörlerin daha etkin olduğu, 2005 yılına gelindiğinde ise çekici faktörlerin daha etkin olduğu 2005-2010 döneminde ise itici faktörlerin daha ön planda olduğu görülmektedir.

Grafik 4. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Özel Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler



Kaynak: (IMF, 2011: 142)

Gelişmekte olan ülke ekonomileri dönemler itibari ile değerlendirildiğinde 1980’lerde çekici faktörler ön planda iken 1980-1990 döneminde büyük bir çoğunluk ile itici faktörler sermaye hareketlerini etkileyen unsur olmuş bu etki 1980’lerin sonunda yerini çekici faktörlere bırakırken çekici faktörlerin etkisi 1990’ların başına kadar devam etmiştir.

1990’ların başından 1995’lere kadar itici faktörlerin etkisi ön planda iken 1995 sonrasında yaklaşık 2008’lere kadar çekici faktörlerin etkisi yoğun olarak görülmektedir. 2010’ların başında ise itici faktörler ön plana çıkmıştır. Genel olarak bir değerlendirme yapacak olursak sermaye hareketlerinin kesin bir şekilde itici faktörlerden etkilendiğini ya da çekici faktörlerden etkilendiklerini söyleyemeyiz. Sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin dönemler itibari ile farklılık gösterdiğini ve etkileyici faktörlerin ülkelerin kendi iç dinamiklerine göre de değişiklik gösterdiğini söyleyebiliriz.

4.1. İTİCİ FAKTÖRLER

İtici faktörler genel olarak ülkenin kendi iç dinamikleri ile alakalı olmayan gelişmiş olan ülke ekonomilerinin dinamikleri ile alakalı olan faktörlerdir. Yatırımcılar eğer yatırım yaparken yatırım yapılacak gelişmekte olan ülkenin temel iç dinamiklerini hesaba katmadan, genel olarak küresel gelişmelere bağlı olarak, örneğin gelişmiş ekonomilerdeki likidite bolluğuna ya da gelişmiş ekonomilerdeki finansal durgunluk veya zayıf büyüme beklentilerine göre yatırımlarını sürdürüyorlarsa burada itici faktörlerin sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden söz edilebilir (Förster, Jorra ve Tillman, 2012: 2).

Sermaye hareketlerinin belirleyicileri arasında yer alan itici faktörler daha çok gelişmekte olan ekonomileri, gelişmiş ekonomilerde meydana gelen şoklar neticesinde etkilemektedir. İtici faktörler, gelişmiş ülkelerdeki likidite şokları, makroekonomik ve politik koşullardaki riskler şeklinde kendini gösterebilmektedir. Özellikle ABD ekonomisinde meydana gelen bu türden şoklar gelişmekte olan ülke ekonomileri ve bazı gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde sermaye hareketleri

açısından önemli etkiler oluşturmaktadır. 2007-08 küresel krizi sırasında böyle bir etki ile karşılaşmıştır (Fratzscher, 2011: 24).

Küresel finansal kriz sürecinde sermaye hareketlerinin belirleyicilerini tahmin etmeye çalışan birçok çalışma itici faktörler üzerinde durmuştur. Özellikle küresel risk ve yatırımcıların risk iştahındaki değişim, küresel likidite, faiz oranları ve ekonomik büyüme gibi risk faktörleri üzerinde durmuşlardır (Forbes ve Warnock, 2011: 14).

İtici faktörlerin etkilerini 2007-08 uluslararası finansal krizi bağlamında değerlendirecek olursak; bu kriz dünya ekonomisinin dinamiklerini büyük ölçüde değiştiren bir kriz olmuştur. Bu dönüşüm; yabancı portföy yatırımlarının ve DYY'lerdeki azalış, kredilerin özellikle dış ticaret kredilerinin kesilmesi, emtia fiyatlarının düşmesi, gelişmiş ülkelere yapılan ihracat miktarında meydana gelen azalış, döviz kurlarındaki volatilitenin artması şeklinde olmuştur. Küresel finansal krizin etkilerinden de anlaşılacağı gibi meydana gelen olumsuz durum bir itici faktör oluşturarak sermaye hareketlerinin özellikle yabancı portföy yatırımları ile DYY'lerin azalmasına sebep olmuştur (Fernando de Paula, Ferrari-Filho, Gomes, 2013: 209).

Dünyanın en büyük ekonomisi olan ABD'nin uygulamış olduğu para politikasının çeşitli kanallar aracılığı ile gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelen sermaye akımlarına etkisi olmaktadır. Düşük ABD faiz oranı sermaye hareketlerini daha yüksek getirili ülkelere yönlendiren itici faktörlerin başında gelmektedir. ABD düşük faiz oranı ile gelişmekte olan ülkelerin dış finansman maliyetleri düşmekte ve bu ülkeleri yatırım yapılabilecek cazip ülkeler haline getirerek ülkelerin kredi değerliliklerini arttırmaktadır (Koepke, 2013: 1).

Kang, Kim, Kim, ve Wang, (2001) ise uluslararası faiz oranlarının özellikle de ABD faiz oranlarının önemli bir şekilde sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomilerine girmesinde etkili olduğuna vurgu yapmıştır. Ayrıca ABD GSYİH büyüme oranının sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomilerine girişinde diğer önemli itici faktör olduğunu belirtmiştir.

Faiz oranında meydana gelen değişime göre sermaye hareketlerinin yön değiştirmesinin esas altında yatan sebep elde edilmek istenen yüksek getiridir.

Özellikle 1989-1993 döneminde gelişmekte olan ülkelerin sağlamış oldukları yüksek getiri sermayeyi bu ülkelere aktarmıştır. Böylelikle birçok gelişmekte olan ülke firma mülkiyeti üzerindeki kısıtlamaları kaldırmış, sermaye hesabı işlemlerini serbestleştirmiş, kendi ülkelerinde uygulanan muhasebe ve bilgi sistemlerini geliştirmiş ve böylelikle yabancı yatırımların ülke piyasalarına kolaylıkla girişini sağlamıştır. Diğer bir ifade ile piyasalarını liberalize etmiştir. Liberalizasyon politikalarının bir sonucu olarak yüksek faiz oranları yani yüksek getiri oranları tetiklenmiştir. Özellikle Avrupa ve Latin Amerika'daki birçok ülke, ekonomilerindeki kısıtlamaları kaldırarak yerli yatırımcılara tanınan hakları yabancı yatırımcılara da sunmuşlardır (Claessens ve Rhee, 1994: 232).

Ülkelerin iki taraflı veya çok taraflı olarak bir araya gelerek aralarındaki ticaretin arttırılmasına, var olan engellerin azaltılmasına veya ortadan kaldırılmasına yönelik yapmış oldukları anlaşmalar ve ortaklıklar da sermaye hareketlerinin itici güçlerinden birisini oluşturmaktadır. Ülkelerin bu şekilde yapmış oldukları bir kısmı küreselleşmeye, bir kısmı bölgeselleşmeye dönük olan iktisadi birlikliklerin amacı; iktisadi birliğe taraf olan ülkeler arasındaki sermaye, mal, hizmet ve çalışanların bu ülkeler arasında dolaşımını kolaylıkla sağlayarak, serbest bir ticaret bölgesinin oluşumunu sağlamaktır (Yalçiner, 2012: 113).

Gelişmekte olan birçok ülke açısından 1960'lardan beri bölgesel entegrasyon bir hedef haline gelmiştir. Bazı ülkeler açısından bölgesel entegrasyon, büyük pazarlara coğrafi yakınlık sağlayarak avantajlar elde etme gibi imkanlar sunarken, bazı ülkelere de, kendilerini büyük ihracatçı ülkeler ile rekabete sokmadan üretim ölçülerini ve ürünlerinin değerlerini üst seviyeye taşıyabilme imkanı sunmaktadır (Foxley, 2010: 9).

Sabır (2002), ise bölgesel entegrasyona dahil olan ülkelerin elde edecekleri faydaları üç grupta toplamıştır:

- Entegrasyon içerisinde gerçekleştirilecek olan projeler yeterli ölçüğe daha yakın olduklarından ve uluslararası kurumlardan daha ciddi şekilde kabul aldıklarından, bu durum ekonomik entegrasyona katılan ülkelere dış yardım noktasında avantaj sağlamaktadır.

- Entegrasyon yolu ile oluşturulan büyük pazarın üstünlükleri yabancı yatırımcılar açısından daha cazip bir ortam oluşturarak, pazara dış sermaye akımının artışı sağlanmaktadır.
- Ağırlıklı olarak hammadde ve emek yoğun malların ihracatını yapan gelişmekte olan ülkelerin bölgesel entegrasyonu, bu ülkelere dünya ticaretinde pazarlık gücü sağlamaktadır.

Tablo 2. Başlıca Bölgesel Ekonomik İşbirlikleri

Avrupa	Amerika		Afrika	Asya		Bölgeler Arası
EFTA (Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi)	ANCOM (And Topluluğu)	NAFTA(Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)	CEPGL (Büyük Göl Ülkeleri Ekonomik Topluluğu)	GCC(Körfez İşbirliği Konseyi)	ASEAN (Güney Doğu Asya Ülkeleri Birliği)	APEC (Asya-Pasifik Ekonomik İşbirliği)
EU (Avrupa Birliği)	CACM (Orta Amerika Ortak Pazarı)	FTAA (Amerika Serbest Ticaret Alanı)	COMESA (Doğu ve Güney Afrika Ortak Pazarı)	MSG (Melanezya Grubu)	SAARC (Güney Asya Bölgesel İşbirliği Teşkilatı)	BSEC(Karadeniz Ekonomik İşbirliği)
Euro Zone (Euro Birliği)	CARICOM (Karayip Topluluğu)	LAIA(Latin Amerika Entegrasyon Birliği)	SADC (Güney Afrika Kalkınma Topluluğu)	Bangkok Anlaşması	ECO (Ekonomik İşbirliği Organizasyonu)	CIS(Bağımsız Devletler Topluluğu)

Kaynak: UNCTAD, 2005: 15-16'dan düzenlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 2' de kıtalar üzerinde kurulan bölgesel ekonomik işbirlikleri, topluluklar, organizasyonlar, ortak pazarlar görülmektedir. Bölgesel ekonomik işbirlikleri tarzında yapılanmanın en fazla görüldüğü kıta ABD ve Afrika kıtası olurken, bu kıtalar için ekonomik entegrasyon birliklerinin tamamına yer verilmemiştir. Her bir birliğin içerisinde kendi aralarında mal, hizmet, sermaye ticaretini kolaylaştırmayı amaçlayan belirli sayıda ülke bulunmaktadır.

Bölgesel ekonomik işbirliklerinin yanı sıra küreselleşme olgusunun meydana getirdiği çok sayıda ülkenin katılımı ile oluşturulan GATT (Ticaret ve Tarifeler Genel Anlaşması) daha sonra WTO (Dünya Ticaret Örgütü)'ya dönüşmüştür. Bu

organizasyon sayesinde dünya genelinde ticareti kısıtlayan kotaların ve sınırlandırmaların ortadan kaldırılması amaçlanmıştır (Yalçiner, 2012: 113).

Dünya Ticaret örgütünün 15 Nisan 1994 tarihli Marakeş Anlaşmasına göre amaçları şu şekilde belirlenmiştir (Karaca, 2003: 88)

- Yaşam standardının üst seviyelere çıkarılmasını sağlamak, bu amaç doğrultusunda tam istihdam ve düzenli olarak artan bir gelir dağılımı ve talep hacmini sağlamak. Uluslararası boyutta üretim ve ticareti geliştirirken, dünya kaynaklarının optimum düzeyde kalkınma hedefine uygun olarak kullanımını sağlayarak çevreye daha duyarlı ve farklı ekonomik seviyelerdeki ülkelerin ihtiyaçlarına cevap vermek.
- Gelişmekte olan ve en az gelişmiş ülkelerin artan dünya ticaretinden ihtiyaçları oranında pay almalarını sağlamak.
- Anlatılan hedefler doğrultusunda, uluslararası ticaretin önündeki engelleri ortadan kaldırmak ve uluslararası ticari ayrımcılığı önleyecek anlaşmalar yapmak.
- Çok taraflı ticaret sisteminin getirmiş olduğu temel ilkeleri korumak.
- GATT ve Uruguay Turu Çok Taraflı Ticaret Müzakerelerinin sonuçlarına uygun çok taraflı, kalıcı ve uygulanabilir bir ticaret sistemi geliştirmek.

Anlatılanlar ışığında bölgesel ve küresel kalkınma örgütlerinin genel amacını, ülkelerin refah düzeylerini arttırıcı, uluslararası boyuttaki üretimi ve ticareti geliştirmek ve bu doğrultuda serbest ticaret bölgeleri oluşturarak uluslararası sermayenin bir ülkeden diğer ülkeye kolaylıkla geçişini sağlamak olarak tanımlamak mümkündür.

Gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere sermayenin hareket etmesinde etkili olan bir diğer unsurda uluslararası yatırımcıların yapacakları yatırımlarda portföylerini çeşitlendirmek istemeleridir. Emeklilik ve yatırım fonları gibi kurumsal büyük yatırımcılar daha fazla getiri elde edebilmek için gelişmekte olan ülke ekonomilerine büyük yatırımlar yapmaktadırlar (Açıkalin ve Ünal, 2009: 61). Sayılan bu itici faktörlere ek olarak Yalçiner (2012), finansal ürün çeşitliliğindeki artışı, bilgi işlem ve teknoloji alanında meydana gelen gelişmeleri,

kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerinde meydana gelen gelişmeleri sermaye hareketlerini etkileyen itici faktörler olarak ele almıştır.

Sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tahminin yapıldığı Calvo, vd., (1993), Fernández-Arias (1994), Kim (2000), Ying ve Kim (2001), Mody, vd., (2001) gibi çalışmalarda sermaye hareketlerinin belirleyicilerinde itici faktörler ön plana çıkmaktadır. Bu çalışmalardan elde edilen genel sonuçlara göre sermaye akımlarına gelişmiş ülke ekonomilerindeki düşük faiz oranı ve bu ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen durgunluk gibi itici yani dış faktörlerin yön verdiği ve sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine girişlerinde itici faktörlerin büyük öneme sahip olduğu vurgusu yapılmıştır.

4.2. ÇEKİCİ FAKTÖRLER

Çekici faktörler yatırımcıların kendi buldukları ülke dışında yatırım yapmış oldukları ülke ile ilgili olan faktörlerdir. Sermaye alan ülke açısından, sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin bir bölümü ülkenin kendi politikaları tarafından etkilenen bir yapıya sahiptirler. Bu faktörleri genel bir çerçevede değerlendirecek olursak; ülkenin finansal aktifleri üzerinde yatırımcılara sunmuş olduğu getiri oranı ve bu getiri oranını etkileyen çok farklı bileşenlerden oluşan risk faktörü ile sermaye alan ülkenin makroekonomik ve siyasal faktörleri sermaye hareketlerini genel olarak etkileyen çekici faktörlerdir (Delice, 2000 : 58).

Çekici faktörler sermaye alan ülkenin finansal, makroekonomik ve siyasi koşullarına göre şekillenmektedir. Çekici faktörler bölgesel gelişmeleri yansıtmasına rağmen ülkenin kendine özgü spesifik özelliklerini yansıtan faktörler olarak da tanımlanmaktadır. Bu özelliklerinden dolayıdır ki uygulanan yurtiçi ekonomi politikaları çekici faktörleri etkileyebilmekte ancak itici faktörler üzerinde aynı etkiyi oluşturamamaktadır (Gerlach ve Tillman, 2012: 7).

Sermaye hareketleri özellikle de yabancı portföy yatırımları ülkelere politik, ekonomik ve finansal riskler dahilinde giriş yapmaktadır. Bu risklerde meydana gelen yükseliş ya da düşüş ülke ekonomisine giren sermaye miktarında büyük

değişikliklere sebep olabilmektedir. Bu açıdan ülke riski sermaye hareketleri açısından büyük önem arz etmektedir.

Gelos ve Jin Wei (2003) sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine girişlerinde risk faktörünün önemine vurgu yapmış ve uluslararası ülke risk rehberinin risk faktörlerini politik, finansal ve ekonomik olmak üzere üç grupta topladığını belirtmiştir. Tablo 3'e göre, gelişmekte olan ülkelerin risk bileşenlerini hükümetlerin istikrarı, sosyo ekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış çatışma, yolsuzluklar, siyaset ordu ilişkisi, dini olgular, kanun ve kurallar, etnik yapı, demokrasinin şeffaflığı ve bürokratik nitelik gibi olgular politik risk bileşenleri olarak sıralanırken, finansal risk bileşenlerini, kişi başına milli gelir içerisindeki dış borç, ödemeler dengesi içerisindeki yabancı borç stoğu, dış borç servisi içerisindeki yabancı borç stoğu ve ithalatın sahip olduğu net aylık likidite miktarı oluşturmaktadır. Ekonomik risk bileşenlerini ise; kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıla, reel gayri safi yurt içi hasıla büyüme oranı, aylık enflasyon oranı, GSYİH yüzdesi olarak bütçe dengesi ve cari işlemler dengesi oluşturmaktadır.

Tablo 3. Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Bileşenleri

Politik Risk Bileşenleri	Finansal Risk Bileşenleri	Ekonomik Risk Bileşenleri
*Hükümetlerin İstikrarı	*Kişi Başına Milli Gelir İçerisindeki Dış Borç	*Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
*Sosyal Ekonomik Durum		
*Yatırım Profili		
*İç ve Dış Çatışma	*Ödemeler Dengesi İçerisindeki Yabancı Borç Stoğu	*Reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranı
*Yolsuzluklar		
*Siyaset Ordu İlişkisi		*Yıllık Enflasyon Oranı
*Dini Olgular	*İthalatın Sahip Olduğu Net Likidite Miktarı	
*Kanun ve Kurallar		
*Etnik Yapı		*GSYİH Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi ve Cari İşlemler Dengesi
*Demokrasinin Şeffaflığı		
*Bürokratik Nitelik		

Kaynak: Gelos ve Jin Wei 2003: 19

Belirtilen risk bileşenlerinden hareketle sermaye hareketlerinin özellikle de portföy yatırımlarını etkileyen çekici faktörlerin neler olduğu hangi başlıklar altında değerlendirilebileceği genel olarak ortaya çıkmaktadır. Anlatılanların paralelinde Korkmaz (2001) uluslararası portföy yatırımlarının ülkeleri tercih noktasında etkili olan faktörleri şu şekilde belirtmiştir:

- Ülke hakkındaki verilere güvenilir bir şekilde erişim
- Yapılan işlemler sonucunda oluşan maliyetler
- Vergiler
- Likidite problemi
- Yapılan işlemlerin yerine getirilmesi ve teslim noktasında oluşabilecek problemler
- Döviz kuru riski
- Faiz riski
- Politik risk ve mülkiyet riski
- Yurtdışı yatırımcılara getirilen sınırlandırma ve kısıtlamalar

Aslan (1997) ise dünya genelinde portföy akımlarının artmasına neden olan faktörlerin başında gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ekonomik yapılarında meydana gelen gelişim ve değişimin geldiğini belirtmiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki gelişim ve değişimi de; ekonomik göstergeler ile bu ülkelere yönelen beklentilerin iyileşmesi, özelleştirme faaliyetleri, hisse senedi ve tahvil piyasalarının yüksek getiri oranları, sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara daha büyük avantajlar sağlaması, ekonomik büyüme yükünün daha çok özel sektöre kaydırılması, portföy çeşitlendirme potansiyellerinin yüksek olması gibi unsurlarla açıklamıştır.

Dunning (1981, 1988), ise OLI paradigması ile DYY'lerin bir ülkeye girmesinde etkili olan faktörleri firmaya sahiplik avantajı (ownership), kurulum yerinin yani konumun sağlayacağı avantaj (location) ve uluslararasılaşma (internalization) olarak kategorize etmiştir. Bu paradigma iki kategoriden

oluşmaktadır. İlk kategori daha çok içsel belirleyiciler, özellikle firmanın büyüklüğü ve firmanın neden yabancı yatırımcı haline geldiği yönüne odaklanmaktadır. İkinci kategori ise daha çok dışsal belirleyiciler, özellikle yatırım yapılan ülkenin sağlamış olduğu avantajlara (piyasa büyüklüğü, işçi maliyetleri) odaklanmaktadır.

DYY'ler ile portföy yatırımları yapıları itibari ile birbirinden ayrılmaktadırlar. Bu açıdan ülke ekonomilerine girişleri genel olarak aynı faktörlerden etkilense de bu yatırım türlerinin yapıları itibari ile bu yatırımları etkileyen faktörler açısından bazı farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan DYY'lerin ülke ekonomilerine girmelerinde etkili olan çekici faktörler Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri

Ev Sahibi Ülke Belirleyicileri
Politik Faktörler <ul style="list-style-type: none">• Ekonomik, politik ve sosyal istikrar• Sermaye giriş ve çıkışları ile ilgili kanun ve kurallar• Piyasanın işleyiş politikası ve yapısı (özellikle rekabet ve şirket birleşmeleri)• DYY'ler ile ilgili olan uluslararası anlaşmalar• Özelleştirme politikaları• Ticaret ve vergilendirme politikaları
Ekonomik Faktörler <ul style="list-style-type: none">• Pazar Odaklı (piyasa büyüklüğü ve kişi başı milli gelir, piyasa büyümesi, bölgesel ve küresel pazarlara erişim, ülkeye özgü tüketici tercihleri, piyasa yapısı)• Kaynak ve Varlık Odaklı (hammadde, düşük maliyetli vasıfsız işgücü, yetenekli işgücü, fiziksel altyapı (limanlar, yollar, telekomünikasyon), teknolojik ve yenilikçi varlıklar)• Etkinlik Odaklı (üretim için gerekli olan varlıkların maliyetler açısından verimlilikleri, diğer girdi maliyetleri (ulaşım ve iletişim maliyetleri gibi), bölgesel entegrasyon anlaşmalarına üyelik ve bölgesel işbirliklerinin kurulmasına sağlanan destek)
Yatırımların Kolaylaştırılmasına İlişkin Faktörler <ul style="list-style-type: none">• Yatırım promosyonları• Yatırım teşvikleri• Yolsuzluk sonucunda karşılaşılan sorunlarla ilgili güçlük maliyeti• Sosyal aktiviteler• Yatırım sonrası verilen hizmet servisleri

Kaynak: UNCTAD, 1998: 91

UNTAC (1998), yatırım alan ev sahibi ülke açısından DYY'lerin belirleyicilerini politik, ekonomik ve yatırımın kolaylaştırılmasına yönelik faktörler olarak üç grupta toplamıştır. Politik faktörler daha çok ülke siyaseti, istikrar, sermaye hareketleri ile ilgili kanun ve kurallar, piyasaların işleyişi, uluslararası anlaşmalar, özelleştirme politikaları, vergilendirme gibi faktörlerle ilgili iken, ekonomik faktörler; girilecek olan piyasanın yatırımcıya sağlayacağı avantajlar ile ilgili (piyasa büyüklüğü, ucuz hammadde, alt yapı, düşük maliyetli işgücü vb.) olan faktörlerdir. Yatırımların kolaylaştırılmasına ilişkin faktörlerde daha çok yatırım alan ülkenin yatırım açısından cazip kılınmasını sağlayacak ve yatırımcının kolaylıkla yatırımlarını yapabilmesine olanak sağlayan (yatırım promosyonları ve teşvikleri, yatırım sonrası verilen hizmetler vb.) faktörlerdir.

UNCTAD, (1998) ile aynı doğrultuda Krawish, vd., (2010) DYY'leri belirleyen faktörleri politik uygulamalar ve yapılan yatırımlara sağlanan kolaylıklar şeklinde iki ana başlık altında toplamıştır. DYY'ler açısından politik uygulamaları; ekonomik, siyasi ve sosyal istikrar, DYY girişlerini mümkün kılmak için oluşturulan kanunlar, uluslararası anlaşmalar, uygulanan özelleştirme ticaret ve vergi politikaları, piyasaların işleyişinde uygulanan politikalar şeklinde sıralarken; yapılan yatırımlara sağlanan kolaylıkları ise; yatırımlara sağlanan promosyon ve teşvikler, finansal piyasa ve kurumlardaki gelişmişlik, yapılan sözleşmelerin uygulanabilirliği ve mülkiyet haklarının korunabilirliği olarak belirtmiştir.

4.2.1. Faiz Oranı

Risk noktasında, riski yüksek olan piyasalarda kazanç ve faizlerin yüksek olması yatırımcılara yüksek getiriler sağlamaktadır. Bu açıdan bir piyasada risk eğer yüksek ise bu piyasada kazanç, getiri ve faiz de yüksek olmaktadır (Eğilmez, 2009: 268). Bu nedenle yüksek faiz oranı yatırımcılara yüksek getiri sağlamakta, yüksek faiz oranı politikası sermayenin bu politikayı uygulayan ülkelere girmesinde önemli ve etkilidir. Bu açıdan yüksek faiz oranlarının sermaye akımlarını bir ülkeden başka bir ülkeye ya da bir bölgeden diğer bir bölgeye yönlendiren bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. İç piyasa faiz oranının yüksekliği sermaye hareketlerini her zaman çeken

bir faktör olmakla birlikte bu faktöre ek olarak ilgili ülkede döviz ve faiz arbitrajının birlikte var olması sermaye hareketlerini daha da cezbetmektedir (Yalçın, 2012: 107,108).

Calvo vd., (1996) faiz oranlarını itici faktör bağlamında değerlendirmiş ve bu açıdan sermaye hareketlerini belirleyen temel faktör olarak gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz oranlarını örnek göstermiştir. Bu bağlamda sermaye hareketleri düşük faiz oranı olan gelişmiş ülkelere yüksek faiz oranına sahip gelişmekte olan ülkelere hareket etmektedir. Montiel ve Reinhart (1999), hisse senedi ve tahvil piyasalarından elde edilen getiri oranlarının sermaye hareketlerini cezbeden önemli çekici faktörler arasında yer aldığını belirtmiştir. Ayrıca bu çekici faktörlerin gelişmekte olan borçlu ülkelerin ihraç ettiği varlıkların risk-getiri yapısında, verimliliği arttıran ekonomik reformlar vb. faktörlerden kaynaklanan gelişmelere bağlı olarak ortaya çıktığını öne sürmektedir. Özellikle de portföy yatırımları açısından gelişmekte olan ülkelerdeki getiri oranının gelişmiş olan ülkelere nazaran daha yüksek olmasının sermaye hareketlerinde belirleyici rol oynadığı vurgusunu yapmıştır.

Ahmed ve Zlate (2013) ise gelişmiş olan ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ekonomik gelişme ve faiz oranı arasındaki değişikliklerin ve küresel risk iştahının net sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğunu belirtmiştir. Özellikle küresel finansal krizin, öncesi ve sonrasında sermaye hareketlerinin yönünde önemli değişikliklerin olduğunu, bu değişikliğinde duyarlı faiz oranı ve riskten kaçınmadan kaynaklı olduğunu ortaya koymuştur.

4.2.2. Döviz Kuru ve Enflasyon

Ülke ekonomilerinde uygulanan döviz kuru politikası sermaye hareketlerini kimi zaman teşvik edici, kimi zamanda caydırıcı bir etkide bulunabilir. Bu açıdan döviz kurunun reel anlamda değerlendirildiği ülkelerde döviz kuru ve portföy yatırımları arasında negatif veya negatife yakın bir ilişki beklenirken, döviz kurunda meydana gelen artış eğer enflasyon oranında veya enflasyon oranından daha yüksek ise döviz

kuru ve portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişkinin olması beklenmektedir (Yalçiner, 2001: 5).

Ülke parasının başka bir ülkenin parası karşısında değer kaybetmesi neticesinde işçilik ve üretim maliyetleri düşeceğinden bu durum DYY'lere bölgesel fiyat avantajı sağlamak ve ülke ekonomisine DYY girişi artmaktadır (Goldberg, 2009: 1). Benzer şekilde Ahn, Adji ve Willet, (1998) Devalüasyonun DYY'ler üzerindeki etkisinin karışık olduğuna vurgu yapmış ancak genel olarak devalüasyonun DYY'leri pozitif olarak etkilediğine değinmiştir. Sermaye hareketlerinden olan DYY'ler ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu belirtmiştir. Benzer şekilde Gümüş, Duru ve Güngör, (2013)' de enflasyonun yapılan yatırımlar açısından yatırımcıyı tehdit eden bir olgu olduğunu belirtmiş ve yatırımcıların genel olarak enflasyon oranlarında meydana gelen yükselmeyi olumsuz olarak algıladıklarını ve bu durumda yatırımlara olumsuz yansıdığı üzerinde durmuştur.

4.2.3. Pazar Büyüklüğü

Pazar büyüklüğü sermaye hareketlerinin en temel belirleyicilerinden bir tanesini oluşturmakta ve genel olarak büyük ekonomilerin küçük ekonomilere nazaran daha fazla sermaye çekmesi nedeni ile pazar büyüklüğünün sermaye akımlarını pozitif olarak etkilediği düşünülmektedir. Ayrıca genel olarak pazar büyüklüğü GSYİH ile temsil edilmektedir (Amaya ve Rowland, 2004: 24).

Yatırım yapılacak pazarın büyük olması, ölçek ekonomilerine imkân sağlayarak üretimi etkinleştirmekte ve bu nedenle pazar büyüklüğü yatırımcı için çekici olmaktadır. Yabancı yatırımcı büyük pazarlarda teknolojik, organizasyonel, pazarlama ve üretim uzmanlığına sahip olma avantajı sağlarken bunun yanında sağlam insan sermayesi ve finansal sermaye sağlama olanaklarına da sahip olmaktadır (Torrise, 1985: 34). Ayrıca pazar büyüklüğünün yüksek olması ölçek ekonomisine ve kişi başına çıktı maliyetlerinin az olmasına olanak sağladığından arz maliyetini düşürmektedir. Bu yüzden pazar büyüklüğü yüksek olan ekonomiler yatırımcıları daha çok yatay DYY'lere teşvik etmektedir. Bu açıdan

değerlendirildiğinde pazar büyüklüğünün DYY'lere olan net etkisinin pozitif olması beklenmektedir (Lim, 2001: 12). Diğer yandan pazar büyüklüğünün sermaye hareketleri açısından etkili olmasında satış hacmi büyük önem arz etmektedir. Şöyle ki ihracat yoluyla piyasaya giriş maliyetleri, ihracat yapılan ülkede o malı üreterek katlanılan maliyeti aşıyorsa bu noktada o ülkede yapılacak olan DYY yatırımı önem kazanmaktadır. Bu açıdan ticaret yapılacak ülke için yatırım kararı alınırken de o ülkenin o mal için pazar büyüklüğü önem kazanmaktadır (Açıkalin, Gül, Yaşar, 2006: 274).

4.2.4. İş Gücü Maliyeti

Lal (1975), nüfusta meydana gelen hızlı artışın özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha ucuz işgücü sağladığını belirtmiştir. İşgücü maliyetinin düşük olması, yatırımı yapacak firma tarafından işletme maliyetlerini düşürücü bir etki yapacağından işgücü maliyetinin düşük olduğu bölgeler maliyetler açısından, DYY'leri çeken faktörler arasında yer almaktadır (Candemir, 2009: 661). Teori işgücü maliyetinin yüksek olmasının daha düşük DYY anlamına geldiğini belirtmektedir. Ücret seviyesinin yüksek olması bir bölgede ya da ülkede üretilen ürünlerin fiyatlarına artış olarak yansiyacaktır. Firma ürünlerinin yüksek fiyatlar ile piyasaya girmesi, hem ülke içi piyasalar hem de uluslararası piyasalarda rekabet açısından dezavantaj sağlarken, bu durum firmanın satışlarına da olumsuz olarak yansiyacaktır (Açıkalin, vd., 2006: 273).

4.2.5. Vergi Oranları

Sermaye hareketleri üzerinden alınan vergilerin oranları özellikle DYY'lerden alınan vergiler, uluslararası ve ulusal iktisatçılar açısından sermaye hareketlerinin belirleyicileri bağlamında sürekli ön planda olmuş ve yüksek vergilerin DYY'leri olumsuz bir şekilde etkilediği görüşüne hakim olmuşlardır (Blonigen, 2005: 9). Çinko ve Ak (2009)'da düşük vergi oranlarının sermaye akımlarının temel belirleyicileri arasında yer aldığını belirtmiştir. Sermaye

akımlarının ülke ekonomilerine girişini sağlamak isteyen ülkeler vergi konusunda yatırımcılara gerekli teşvik ve düzenlemeyi yaparak yabancı yatırımcıdan maksimum faydayı elde etme yoluna gitmektedirler. Bu açıdan düşünüldüğünde yabancı yatırımın artması ulusal geliri arttıracak, artan ulusal gelir, vergi gelirlerini arttıracaktır. Böylelikle elde edilmek istenen vergi gelirlerine ulaşılması mümkün olacaktır. Bu açıdan politika yapıcılar hem sermaye girişlerini arttırmış olacaklar hem de elde edilmek istenen vergi gelirlerine ulaşacaklardır.

4.2.6. Politik ve Ekonomik İstikrar

Politik ve ekonomik istikrar aslında bu sayılan faktörlerin bütününe etki etmektedir. Bu açıdan politik ve ekonomik istikrarı yakalamış bir ülke yabancı sermaye girişi açısından büyük avantaj sağlamaktadır. Lucas (1990), politik riskin sermaye hareketlerini kısıtlayan önemli bir faktör olduğunu belirtmiştir. Edwards (1990) politik değişken olarak siyasi istikrarsızlık ve siyasi kutuplaşmayı ele almış ve bu değişkenlerin DYY girişlerinde önemli derecede rol oynadıkları sonucuna ulaşmıştır. Rogof ve Reinhart (2003) ise ekonomik istikrarın dışında politik istikrarın sermaye akımlarını etkileyen bir faktör olduğunu belirtmiş ve DYY gibi uzun vadeli yatırımlar açısından politik istikrarın bir ön koşul olduğunu vurgulamıştır. Chang (2006), ise seçimler sürecinde meydana gelebilecek bir belirsizlik ortamının sermaye hareketlerini etkilediği ve bu etkileşimin ani duruşlar, dışsal şoklara karşı büyütülmüş tepkilere ve krizlere yol açabileceğini belirtmiştir. Ayrıca politik istikrarsızlık ve ekonomik istikrarsızlığın daha çok gelişmekte olan ülkelerde görüldüğünü ve yatırım yapılabilirliği düşük ve politik yapısı kötü olan ülkelerin ya da bu ülke piyasalarının yabancı sermaye girişi konusunda sıkıntılar yaşayacağını belirtmiştir. Bunların yanı sıra sağlanan yeterli düzeydeki politik istikrarın seçim sonuçları ne olursa olsun yatırımları etkilemeyeceğini aksine sermaye girişlerinin güçlü ve istikrarlı bir şekilde devam edeceğini belirtmiştir. Çinko ve Ak (2009)'da politik ve ekonomik istikrarın sağlanamaması ile ülkenin temel makroekonomik parametrelerinde volatilitenin yüksek olacağını ve bu durumda yabancı yatırım girişlerini olumsuz etkileyeceğini belirtmiştir. Ayrıca yapılan birçok ampirik

çalışmanın, ekonomik ve siyasal istikrarın sermaye hareketlerinin en önde gelen belirleyicilerinden biri olduğu sonucuna ulaştığını belirtmiştir.

Ekonomik büyümede sermaye hareketlerinin cezbeden bir başka çekici faktördür. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yakalamış oldukları yüksek ekonomik büyüme oranları sermaye hareketlerinin bu ülke ekonomilerine yönelmesinde oldukça etkilidir. Ekonomik gelişme kaydeden gelişmekte olan ülke ekonomilerine yabancı yatırımcılar bu ülkelerin göstermiş oldukları büyüme ve gelişme potansiyelinden faydalanmak için bu ülke ekonomilerine portföy yatırımlarını arttırmaktadırlar (Gumus, vd., 2013: 217).

4.2.7. Ticari ve Finansal Açıklık/Serbestleşme

Genel olarak ticari açıklık ticari akımları engelleyen ya da azaltan kısıtlamalara yönelik devlet politikalarının değiştirilmesi anlamına gelmektedir. Bu politika değişikliklerinin iki şekli bulunmaktadır. Bunlardan ilki tarifeler, vergiler, ek ücretler gibi değişiklikleri barındıran fiyat müdahaleleri, ikincisi ise kotaları, yasaklamaları, lisans anlaşmalarını ve ithal mevduatları kapsayan, tarife dışı kısıtlama ve engellerdir (Li, 2004: 560).

Ticari açıklık sermaye hareketlerini genel olarak pozitif olarak etkileyen bir unsurdur. Literatürde ülke dışına açık ekonomilerin kapalı ekonomilere göre daha fazla yabancı yatırım aldığı yönünde bir kanı oluşmuştur (Amaya ve Rowland, 2004: 24). Aynı şekilde Aksaraylı ve Tuncay (2009)'da gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin çekici faktörlerinin başında ticari açıklığın geldiğini belirtmiştir. Ticari açıklık; ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya bölünmesi yoluyla en iyi şekilde temsil edilmektedir. Bu temsilin dışında ülkeler arasında yapılan ticari ve daha farklı anlaşmalarda ticari açıklık unsurunu temsil edebilmektedir. Ancak bu tür temsiller verilere ulaşılabilirlik açısından problem oluşturmaktadır (Amaya ve Rowland, 2004: 24).

Finansal serbestleşme ise ulusal finansal piyasalardaki sınırlama ve kontrollerin kaldırılması ile ulusal finansal piyasaları birbirinden ayıran sınırların ortadan kalkması sonucu bu piyasaların uluslararası rekabete açılması, döviz kurları

üzerindeki müdahalelerin kaldırılması ve uluslararası sermayenin ülke ekonomisine rahat bir şekilde giriş ve çıkışının sağlanması şekline tanımlanmaktadır. (Jha, 2003: 387'den akt. Özel, 2012: 26).

Finansal açıklığın temsili için kullanılan birçok formülasyon bulunmakla birlikte, Bunlardan biri de ((Net Uluslararası Sermaye Girişleri + Net Uluslararası Sermaye Çıkışları)/GSYİH*100) şeklinde tanımlanan formülasyondur (Aizeman, 2004: 1).

Ticari açıklık ile finansal açıklığı birlikte değerlendirecek olursak; ticari açıklık, mal ve hizmet ticaretinde devlet kontrollerinin kaldırılmasını ifade ederken koordineli olarak uluslararası ticaretinde sağlanmasını hedefleyen bir yaklaşımdır. Finansal açıklık ise ilk olarak ulusal bankacılık ve diğer finansal araçlar üzerindeki devlet müdahalesi ve kontrollerini gevşetmeyi ya da kaldırmayı hedefleyen ve sonraki aşamada ulusal finansal piyasaların uluslararası piyasalara entegrasyonunu öngören politikalar bütünüdür (Dağdelen, 2004: 6).

4.2.8. Özelleştirme

Özelleştirme en basit anlamı ile kamu özelinde olan mülklerin özel sektöre devredilmesi anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile devletin rolünü yeniden dengeleme süreci olarak tanımlanabilir. Bu süreç özel işletmelerin çoğalmasını hatta altyapı ve sosyal hizmet servislerinin özel yatırımlar ile gerçekleştirilmesini, kamu iktisadi teşekküllerinin özel sektöre devrini de içinde barındıran bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Özelleştirme genel olarak GSYİH içerisindeki özel sektör üretiminin payı olarak ölçülmektedir (DESA, 2007: 9).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme çalışmaları yabancı yatırımın ulusal piyasalara girişini sağlamaktadır. Ülkeler özel mülkiyet lehinde ekonomi politikaları geliştirmeye başladıkları andan itibaren bu durum her iki yabancı yatırımcının (DYY şeklinde yatırım yapan çok uluslu şirketlerin ve portföy yatırımı şeklinde yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcının) ilgisini çekmiştir. Özelleştirme ile yatırım ortamının iyileştirilmesi, ticaretin önündeki engellerin kaldırılması ve daha etkili bir kurumsal ortamın sağlanması son yıllarda DYY ve

portföy yatırımlarının artışına katkıda bulunmuştur (Boubakri, Cosset, Debab ve Valéry, 2011: 1).

Özelleştirmeler ile sağlanan yabancı kaynaklar ekonomik açıdan zor durumda olan ülkeler başta olmak üzere birçok ülkenin finansal ve ekonomik sorunlarına önemli katkılar sağlamaktadır. Öncelikle gelişmiş ülke ekonomilerinde, sonrasında gelişmekte olan ülkelerde uygulanan özelleştirme politikaları dünya genelinde önemli miktarlarda uluslararası sermaye hareketi doğurmuştur. Afrika sermaye hareketleri komisyonu (2003)' e göre 1990'larda gelişmekte olan ülke ekonomilerinde özelleştirme programlarında önemli bir artış yaşanmıştır. Afrika kamu iktisadi teşebbüslerinin yaklaşık yüzde 40'ını özelleştirmiş ve özellikle 1990-1998 döneminde uygulamış olduğu özelleştirme programları ile önemli bir dış kaynak elde etmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCU YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Özellikle 1980'ler sonrasında ülkeler tarafından ortaya konan dışa açılımcı politikalar ve gelişen teknoloji, küreselleşme olgusunu hızlandırmış, küreselleşme olgusu mal ve hizmetlerin, sermaye ile para hareketlerinin ülkeler arasında rahat bir şekilde dolaşabilmesine izin vermiş, özellikle gelişen teknoloji sermaye hareketlerinin büyüklüğünü ve hızını olumlu yönde etkilemiştir. Böylelikle sermaye ve para ülkeler arasında kolaylıkla ve çok hızlı bir şekilde sermaye ve parayı elinde bulunduran ülkelere sermayesi az ve daha fazla getiri (kar) elde etme imkânı sunan ülkelere yönelmiştir (Kaya ve Öndeş, 2013: 21). Yabancı sermaye hareketleri ulusal tasarrufların tamamlayıcısı olurken, finansal liberalizasyon da uluslararası ve zamanlararası kıt kaynakların dağılımını geliştirici bir unsur olmuştur. Bu sebeple, uluslararası serbest sermaye yüksek tasarrufa sahip ülkelere düşük tasarrufa sahip ülkelere doğru hareket etmektedir (Balkan, Biçer ve Yeldan, 2002: 2). Standart neoklasik makroekonomik teoriye göre, sermaye hareketleri, sermayenin marjinal getirisinin düşük olduğu zengin ülkelere, marjinal getirisinin daha yüksek olduğu fakir ülkelere doğru gerçekleşmektedir (Hagen ve Zhang, 2010: 2). Başka bir ifade ile sermaye göreceli olarak bol ve getirisi az olan bölgelerden yani gelişmiş ülkelere, daha kıt olduğu ve dolayısıyla da getirisinin daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir (Açıkalin, Ünal, 2009: 23-24). Gelişmekte olan ülkelere sermayenin az olması ve ülkeye giren sermaye yatırımlarına daha yüksek oranlarda getiri sunmaları ve bu ülkelerdeki düşük işçilik maliyetleri ile finansal piyasalardaki az gelişmişlik sermayenin bu şekilde gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesinde önemli rol üstlenmektedir (El-Erian, 2009: 47-48).

Dolaşımdaki sermaye mali nitelikteki ya da teknoloji temelli kaynak ülke ekonomilerine ya borç şeklinde ya da üretime katkı veya katılma şeklinde giriş yapmaktadır. Gelişmiş ülkeler tarafından mali nitelikteki kaynakların karşılığı ana para ve faiz ödemesi şeklinde gerçekleşirken; teknoloji ve bilgi kaynaklı yatırımların

karşılığı ise rant ve kar şeklinde gerçekleşmektedir (Çılbant, 2006: 10). Bu açıdan sermaye hareketlerinin en genel türleri doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarıdır. DYY'ler genel olarak ana şirket tarafından yurt dışında başka bir firmanın kurulması, yönetilmesi ve kontrolü ile yurtdışı üretim esasına dayalı olarak yapılan yatırımları kapsarken, YPY'ler ise farklı ülkelerdeki hisse senedi ve tahviller gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımları kapsamaktadır (www.princeton.edu, 2010: 1).

1980'lerin başında uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere genellikle DYY şeklinde giriş yapıyor olması, DYY'leri alan ülkelerin DYY'leri güvenli dış finansman kaynağı ve finansal sistemi stabilize eden bir faktör olarak görmelerini sağlamıştır. Bu nedenle de gelişmekte olan ülkeler ilk etapta uzun dönemli yatırımların sonrasında da kısa dönemli yatırımların önündeki kısıtlayıcı engelleri kaldırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin yerel finansal piyasalarının gelişmesi ile birlikte bu piyasalar yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiş, daha çok kısa vadeli yatırım türü olan YPY'lerin uluslararası sermaye hareketleri içindeki payını arttırmıştır. YPY'lerin sermaye hareketleri içerisindeki payının artmasında kurumsal yatırımcıların (sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları, hedge fonlar, servet fonları, özel sermaye fonları vb.) büyük etkisi olmuştur. Bu kurumlar sayesinde küresel piyasalara yüksek oranlarda likit sağlanmıştır (Humanicki, Kelm ve Olszewski, 2013: 5).

Uluslararası sermaye hareketlerinin temelini oluşturan YPY ve DYY'ler ülke ekonomilerine büyük faydalar sağlamaktadır. Bu yatırımların birlikte ülke ekonomilerine girmesi fayda katsayısını daha da arttırmaktadır. Bu açıdan bu yatırımları ülke ekonomilerine faydalı ya da faydasız şeklinde bir ayırma tabi tutmak pek yararlı olmamaktadır. Oluşturulan doğru politikalarla her iki yatırım türü de ülke ekonomilerine büyük katkılar sağlamaktadır (Evans, 2002: 1).

1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Uluslararası ekonomik entegrasyonun küresel bazda sağlanması açısından DYY'ler çok önemli yatırım türleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal

liberalizasyona odaklanan hemen hemen her ülke DYY'lerin ülke ekonomisine çekilmesi hususunda önemli politikalar geliştirmiş ve piyasalarının daha liberal bir hale gelmesini sağlamıştır (Bhattacharyya and Palaha, 1996: 2).

DYY'ler genel olarak sınır ötesinde ki bir ekonomiye diğer yatırım türlerinden farklı olarak kalıcı ilgi uyandıran yatırımlar kategorisinde yer almaktadır. Bu tür yatırımlarda yatırımcı, yapılan yatırım neticesinde işletmenin %10'u ya da daha fazlasına sahip olduğundan yönetimde oy gücüne sahip olacak ve kalıcı ilgisini sürdürmüş olacaktır. Bu açıdan DYY'ler yatırım yapıldıktan sonra da yatırımcıların ilgisinin kaybolmadığı süreklilik arz ettiği yatırımlar olarak da değerlendirilebilmektedir (OECD, 2006: 20).

Sosyal, ekonomik ve siyasal açıdan her yönü ile etkili olan küreselleşme sürecinin meydana getirdiği en önemli olaylardan biri, genel olarak tasarrufları yüksek gelişmiş ülkelere tasarrufları düşük ve finansman sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkelere doğru yapılan uzun ve orta vadeli sermaye ve teknoloji yatırımlarını kapsayan DYY'lerdir (Yapraklı, 2006: 23). DYY'ler firmalar açısından yapılan gerçek yatırımlar olarak nitelendirilebilir. İşleyen bir firmaya, üretilen ürüne, baştan kurulan bir firmaya yatırılan, yatırımcının yatırmış olduğu sermayenin büyüklüğüne göre yatırımcının hem sermayede hem de yönetimde söz sahibi olabileceği yatırımlardır. Uluslararası arenada DYY'ler üretim, kaynak ve servis sağlama amacıyla çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır (Salvatore, 2007: 418). Çok uluslu şirketlerin DYY yapmalarındaki temel amaç, firma değerliliğini ve firma kazancını maksimum kılmaktır (Keat ve Young, 2009: 507).

Doğrudan yatırımcılar bireysel kişiler olabilecekleri gibi anonim veya tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar, kamu veya özel şirketler, kendi işletmesine sahip hükümetler, tröstler ya da başka organizasyonlarda doğrudan yabancı yatırım yapabilmektedir (OECD, 2006: 20). Teoride bir firmanın uluslararası pazarlarda tutunabilmesi DYY yapabilmesi, gireceği pazarda diğer yerli firmalar ile rekabet edebilmesi için sağlam bilgi, teknoloji, yönetim, pazarlama becerilerine ve kendine özgü mülkiyet varlıklarına sahip olması gerekmektedir. Ayrıca firmanın bu tür güçlü yönlerini koruyabilmesi adına yan üretim, franchising (isim hakkı kullanma), joint venture (iş ortaklığı), yönetim sözleşmeleri, pazarlama sözleşmeleri, anahtar teslim

sözleşmeleri gibi birçok yatırım alternatifi söz konusu olmaktadır (Blomström and Kokko, 2003: 4). Bu açıdan DYY'ler yapıları gereği bir ülkede kısa vadeli değil de uzun vadeli yatırımlar olarak yapılmaktadır. Bu nedenle yatırım yapılacak ülkenin ekonomik ve politik istikrarı önem arz etmektedir (Çeştepe ve Vergil, 2004: 77).

DYY'ler ekonomik döngünün devamlılığı için ülke ekonomisine ek bir kaynak sağlar. Bunun dışında istihdamı arttırır, yerli üretimin daha verimli hale gelmesi adına teşvik edici olabilir, fazla DYY alan ülkeler uluslararası arenada ilgi odağı olarak yatırımcıların cazibesini çekebilir. Ülke ekonomilerine giriş yapan DYY'ler sayesinde uzun dönemli toplam arz artacak ve toplam talebin bir bileşeni olan yatırımlar arttığından toplam talepte artacaktır. Sakıncaları ise, enflasyonu arttırıcı bir unsur olarak görülebilir, yurtiçi firmaların DYY yapan firmalara karşı rekabet edebilme noktasında başarısızlığa uğramaları ve sektörden yeterli miktarda pay alamamaları, ayrıca bazı sektörlerde DYY yapan firmalara bağımlı kalınması gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (Banerji, 2013: 1) .

DYY'lerin faydaları ve sakıncaları göz önüne alındığında ülkeler özellikle gelişmekte olan ülkeler DYY'lerin sakıncalarından çok faydalarını göz önünde tutarak; DYY'leri ülkelerine çekmek adına yatırım politikalarını daha liberal bir şekilde oluşturmakta ve yatırımların ülke ekonomilerine girişinin kolaylıkla sağlanabilmesi adına farklı politikalar geliştirmektedirler (OECD, 2002: 4).

Yaklaşık 15 yılı aşkın bir süredir ülkeler sermaye, teknoloji ve kalkınma stratejilerine DYY'ler ile büyük katkılar sağlamışlardır. Bu nedenle ülkeler daha fazla DYY girişi sağlamak adına yoğun çaba ve rekabet içine girmişlerdir. Uygulanan yatırım politikaları liberal ve bölgesel bir hale gelmesine rağmen henüz DYY'ler için kapsamlı düzeyde çok taraflı ticari anlaşmalar yapılmamıştır (Velde, 2006: 25).

Geçmiş yıllarda ülkeler DYY'ler konusunda temkinli iken şu an DYY'ler ülkeler tarafından daha olumlu karşılanmaktadır. Hükümetler 1970'lerdeki gibi (baskın algı DYY'lerin negatif etkilerinin olduğu) yada 1990'lardaki gibi (baskın algı DYY'lerin pozitif etkilerinin olduğu) baskın algılar üzerinde durmayıp yatırım, ticaret, yenilik ve insan kaynaklarını kapsayan spesifik politikalar ile DYY'lerin etkilerini olumlu yöne çevirebileceklerinin farkına varmışlardır (Velde, 2006: 25).

Stepanok (2013) çalışmasında simetrik ekonomileri yurtiçi ve yabancı ekonomiler olarak tanımlamıştır. Bir firma kurulurken üretimin nasıl verimli ve karlı bir şekilde yapılacağına dair marjinal maliyet unsuru, bir takım dışsal seçenekler bulunmaktadır. Bu seçenekler; a) herhangi bir pazara girmemek, b) sadece yerel pazarlara girmek, c) yerel pazara girmek aynı zamanda ihracat yapmak, d) yerel pazara girmek ve yabancı bir pazarda başka bir şirket ile birleşmek, e) yerel pazara girmek ve yabancı bir pazarda kendi ürününü üretilip yurt dışına pazarlayabilmesini sağlayacak yeni bir firma kurmak. Belirtilen bu seçeneklerin her biri firmanın nerede nasıl kurulacağına ne şekilde faaliyet göstereceğine optimal derecede bağlı olarak şirketin verimliliğine etki edecektir. Bu açıdan çözümlenen modele göre a) şıkkını seçen firma en az verimli b)şıkkını seçen firma verimli e) şıkkını seçen firma ise en verimli olarak değerlendirilmiştir. Bu açıdan Stepanok (2013)'ün çalışmasına göre DYY şeklinde yapılan özellikle de yeniden yatırım şeklide yapılan yatırımlar verimli ve yatırımcısına uzun dönemde daha fazla getiri sağlayan yatırımlar olarak değerlendirilmektedir.

1.1.DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Küresel ekonomik entegrasyon günümüzde yeni bir olgu olmakla birlikte, sınırlar ötesi iş faaliyetleri öyle değildir. Farklı ülkeler arasında ticaret 4000 yıldan daha öncelerine kadar insanlık tarihinin şafağından itibaren izlenebilmektedir. Uluslararası ticari faaliyetler, ulaşım ve sınır ötesi iletişim ile birlikte yükseliş göstererek 16. ve 17. Yüzyılda ticari kapitalizm çağının başlangıcını oluşturmuş ve İngiliz, Doğu Hindistan ve Hollandalı tanınmış firmaların kurulmasına sebebiyet vermiştir. 19. Yüzyılda gelişme gösteren ticari kapitalizm ve sınır ötesi faaliyetler tarla, maden, fabrika ve dağıtım tesislerine yapılan yabancı yatırımlar, ticaret ve bankacılık faaliyetlerinin ötesinde gelişmiştir. I.Dünya Savaş'ının başlangıcı 1914 yılında dünya genelinde yerleşik olmayan bireyler, firmalar ve ilk nesil göçmenler tarafından bir tahmine göre 14.5 Milyar \$ yatırım yapılmıştır. Bu dönemde DYY yapan ana ülkelerin başında sanayi devrimini yaşayan İngiltere, ABD, Fransa ve Almanya gelmekteydi (Paprzycki ve Fukao, 2005: 2).

II. Dünya Savaşı öncesinde DYY'leride içerisinde alan uluslararası üretim, uluslararası ekonomi içerisinde çok küçük bir paya sahipti. Uluslararası ticaretin uluslararası ekonomi içerisinde büyük bir paya sahip olması ile birlikte ekonomistler ülkeler arasındaki ticareti açıklama yoluna odaklandılar. II. Dünya Savaşı sonrasında özellikle de 1960'larda uluslararası ekonominin karakteristiği değişim göstermeye başlamıştır. Bu süreçte çok uluslu şirketler, DYY'ler ve uluslararası üretim belirginleşmeye ve giderek önem kazanmaya başlamıştır (Hosseini, 2005: 528).

Dünya ülkelerinin DYY'ler ile belirgin olarak tanışmaya başlaması II. Dünya Savaşı sonrasındaki döneme denk gelmektedir. 1958 yılında Avrupa Birliği (AB)'nin kurulması ile birlikte DYY'lerde yüksek düzeylerde artışlar meydana gelmiş ve bu dönemde Amerika Avrupa'yı istilamı ediyor düşüncesi ortaya çıkmıştır. İlgili dönemde Amerikalı yatırımcıların Avrupa'ya yönelmesinin en önemli nedeni AB'nin gümrük birliği temelli olarak kurulması ve üçüncü ülkelere uygulamış olduğu ortak gümrük tarifesidir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelere ve az gelişmiş ülkelere yapılan DYY'ler genel olarak petrol ya da doğal kaynak zengini birkaç ülkeye yapılmıştır (Şimşek ve Behdioğlu, 2006: 54).

Dünya petrol krizinin patlak vermesi ile DYY'lerin artış trendinde azalma meydana gelmiş yapılan yatırımların büyük bir çoğunluğu Amerika menşeli olmuştur. 1980'li yılların sonlarına doğru DYY'ler tekrar artmaya başlamıştır. Sovyetler Birliği'nin dağılması bu ülkelere ve Doğu Avrupa ülkelerine yapılan yabancı yatırımların artmasını sağlamıştır (Şimşek ve Behdioğlu, 2006: 54).

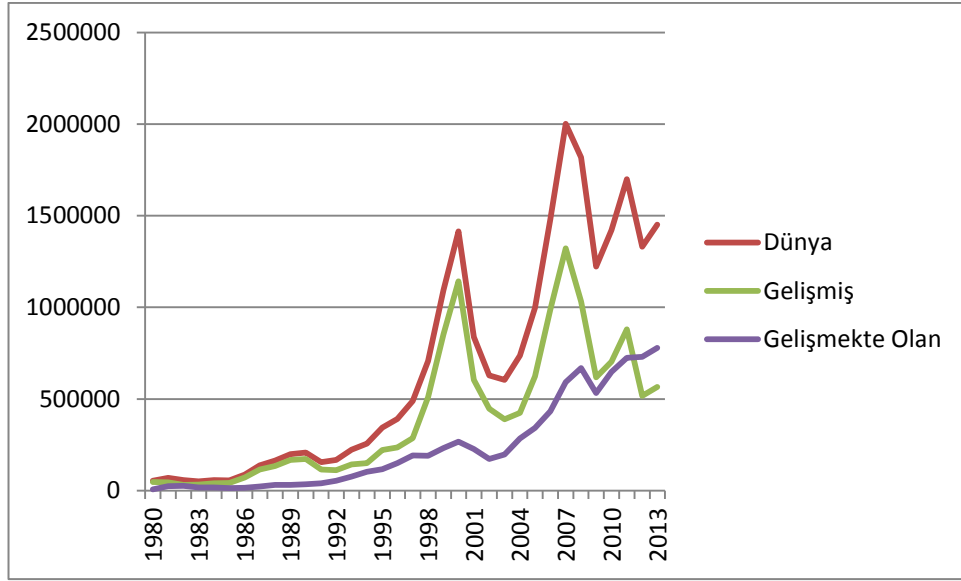
ÇUŞ'ların uluslararası piyasalara girmeleri, dünyadaki liberal ekonomik değerlerin yükselmesi uluslararası üretimi arttırmış ve bu durumda DYY'lerin önemli ve istikrarlı bir şekilde yükselmesini tetiklemiştir. 1980'lerden itibaren DYY'lerde; Çin, Orta ve Doğu Avrupa ile Uzak Doğu Asya gibi yabancı yatırımlara kapalı bölgelerin yatırımlara açılması, ÇUŞ'ların faaliyet alanlarının bankacılık, sigortacılık, reklamcılık ve turizm alanına kadar çok geniş bir yelpazeye yayılması, gelişmekte olan bazı ülke ekonomilerinin artık sermaye veren ülke konumuna gelmesi ve ÇUŞ'ların ülke sınırlarını aşan bir şekilde birleşme ve satın almalar yoluyla yapmış oldukları DYY'ler, DYY'lerin farklı bir şekilde bürünmesi sonucunu doğurmuştur (Dunning, 1988: 84'ten akt: Yavan ve Kara, 2003: 22).

DYY akımları dünya çapında ekonomik küreselleşmenin en temel öğelerinden birisi olarak değerlendirilmektedir. 1980-1999 dönemi arasında DYY'ler 55 Milyar \$'dan 865 Milyar \$'a çıkarak yaklaşık on beş katlık bir artış göstermiştir. Ayrıca 1980-85 döneminde DYY'ler toplam dünya ihracatının %3'lük kısmını oluştururken 1999'da bu oran %15'e kadar çıkmıştır (Nunnenkamp, 2001: 3). 1990'larda Avrupa Ortak Pazarı, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA), Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması (GATT), Dünya Ticaret Örgütü (WTO) gibi ulusal, uluslararası anlaşma ve örgütlerin kurulması Çin ekonomisinin global ekonomik entegrasyona uygun olarak daha dışarıya açık politikalar uygulaması gibi gelişmeler dünya çapında DYY'lerin 10 yılda 1.4 Trilyon \$'a ulaşmasını sağlamıştır (Paprzycki ve Fukao, 2005: 3).

Bu dönemi geliştirmekte olan ülkeler açısından değerlendirecek olursak; geliştirmekte olan ülkeler özellikle II. Dünya Savaş'ından 1990'lı yıllara kadar yabancı yatırımlara ve yabancı yatırımcılara şüphe ile yaklaşmışlardır. DYY'ler bu dönemde gelişmiş ülkeler arasında büyük ilgi görmelerine rağmen dış finansman ihtiyacı daha yüksek olan geliştirmekte olan ülkeler ülkenin egemenliğini risk altına sokacağı, ilerleyen dönemlerde döviz çıkışına sebep olacağı ve ulusal firmaları zor duruma düşüreceği gibi gerekçelerle DYY'lerden kısıtlı ölçüde faydalanmışlardır. Ayrıca DYY'lere bir sömürgecilik faaliyeti olarak baktıklarından bu yatırımların ülke ekonomilerine girmemeleri adına katı kısıtlamalar getirmişlerdir (Ryrie, 1987: 127).

Geliştirmekte olan ülkeler açısından 1990 sonrası dönem önceki dönemlerin tam tersi bir dönem olmuş, bu dönemde geliştirmekte olan ülkeler DYY'leri ülke ekonomilerine kazandırmak adına geliştirmiş oldukları politikalar neticesinde 1990 sonrası dönemde geliştirmekte olan ülkelere yapılan DYY'ler yaklaşık 18 kat artmıştır (Sun, 2002: 1). Diğer bir ifade ile 1970'li ve 1980'li yıllar arasında DYY'ler daha çok gelişmiş ülkeler arasında yapılan yatırımlar olarak değerlendirilirken, 1980'lerin sonlarına doğru DYY'ler artan bir oranda geliştirmekte olan ülke ekonomilerine de giriş yapmaya başlamış, özellikle de 1990 sonrası dönemde DYY oranı geliştirmekte olan ülkelerde yüksek oranlarda olmuştur (Afşar, 2004: 88).

Grafik 5. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD, FDI Database verileri kullanılarak düzenlenmiştir.

Grafik 5 incelendiğinde, DYY'lerin 1990 sonrası yükselme ve büyüme trendine girdiği görülmektedir. Ayrıca gelişmiş ülkelerde DYY yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla yapıldığı görülmektedir. DYY'lerin yoğun olarak gelişmiş ülke ekonomilerine yapıldığı ancak 2000 sonrasında gelişmekte olan ülkelere de DYY'lerin yoğun olarak yapıldığı, DYY pastasından en büyük payı gelişmiş ülkelerin aldığı görülmektedir. Ancak son yıllara dikkat edildiğinde gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla DYY aldıkları görülmektedir. Bu açıdan gelişmekte olan ülke piyasalarının DYY'ler açısından cazibe noktası haline geldiğini, yükselen bir ivme ile DYY aldıkları söylenebilir.

UNCTAD (2006-2014) raporlarına göre dünya genelinde DYY girişleri 2005 yılında 2004 yılına göre % 29'luk artış ile 916 Milyar \$ olarak gerçekleşirken, 2006 yılında 1.3 Trilyon \$'a yükselerek %38 oranında artış göstermiş ve 2000 yılında yakalamış olduğu 1.4 Trilyon \$'lık zirve yükseliş seviyesine yaklaşmıştır. 2007 yılında DYY girişleri tarihi rekorunu kırarak 1.97 Trilyon \$'a yükselmiştir. Ancak 2008 yılında meydana gelen mali ve ekonomik kriz neticesinde DYY girişleri %14'lük bir düşüş ile 1.69 Trilyon \$ seviyelerine gerilemiştir. Meydana gelen bu düşüş 2009 yılında hızlanan bir ivme ile devam etmiştir. DYY girişleri 2008 ve 2009

yıllarında meydana gelen sert düşüşler sonrasında 2010 yılında ise artma eğilimine girmiş ve 1.2 Trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılında DYY girişleri dünya genelinde yükselerek 1.5 Trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ise DYY girişleri % 18 oranında azalarak 1.35 Trilyon \$'a düşmüş olmasına rağmen gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere göre daha fazla DYY girişi elde etmiştir. 2012 yılında gelişmekte olan ülkeler toplam DYY girişlerinin %52'sini ülke ekonomilerine çekerken gelişmiş ülkeler toplam DYY girişlerinin %42'lik kısmını ülke ekonomilerine çekebilmişlerdir. 2012 sonrası DYY'lerde meydana gelen düşüş yerini temkinli iyimserlik tarafına çevirmiş ve 2013 yılında DYY girişleri 1.45 Trilyon \$ olarak %9'luk bir büyüme oranı göstermiştir. 2013 yılında DYY girişleri bakımından gelişmekte olan ülkeler liderliğini sürdürmüş, gelişmekte olan ülkelere toplamda 778 Milyar \$ DYY girişi olurken gelişmiş ülke ekonomilerine 566 Milyar \$ DYY girişi olmuştur.

DYY'lerin hangi alanlarda yapıldığına değinecek olursak; DYY'lerin 1800'lü yıllardan günümüze kadar nükleer maddelerden, bilgi işleme ve hizmet sektörüne kadar pek çok alanda yapıldıkları görülmektedir. 1800-90 yılları arasında genellikle yün, petrol, mineral, kauçuk, meyve gibi doğal tarım alanlarında boy gösteren DYY'ler, 1891-40 yıllarında kimyasal maddeler, ilaç, yiyecek ve motorlu taşıtlar üzerinde, 1941-45 yıllarında finansal hizmetler, haberleşme, makine otelcilik ve mühendislik alanlarında boy göstermiştir. 1960-70'li dönemde ise elektronik eşya, araştırma, turizm, eğitim, gıda, sağlık ve temizlik alanları DYY'lerin ilgi alanına girerken 1985 sonrasında ise turizm, bilgi işlem, otomotiv, telekomünikasyon ve nükleer maddeler DYY'lerin ilgisini çeken yatırım alanları olmuştur (Bayraktar, 2003:7).

Tablo 5. 2011 Yılı DYY'lerin Ekonomiler Arasındaki Dağılımı

	DYY Girişi	DYY Yapma
100 Milyar \$ ve üzeri	ABD	ABD, Japonya, İngiltere
50-99 Milyar \$	Belçika, İngiltere	Fransa, Belçika, İsviçre, Almanya, Kanada
10-49 Milyar \$	Avustralya, Fransa, Kanada, İspanya, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Polonya, Avusturya, İrlanda, İsveç, İsrail, Portekiz	İtalya, İspanya, Hollanda, İsveç, Danimarka, Norveç, Avustralya, Portekiz, Lüksemburg
1-9 Milyar \$	Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Norveç, Yeni Zelanda, Romanya, Slovakya, Bulgaristan, Yunanistan, Letonya, Litvanya, İzlanda, Slovenya	Polonya, Finlandiya, Macaristan, İsrail, Yeni Zelanda, Kıbrıs, Yunanistan, Çek Cumhuriyeti
1 Milyar \$ Altı	Malta, Bermuda, Estonya, Finlandiya, Japonya	Slovakya, Bulgaristan, Litvanya, Slovenya, Letonya, Romanya, Malta, İzlanda, Bermuda, Estonya, İrlanda

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report (2012).

2011 yılı DYY'lerin ülke ekonomileri arasındaki dağılımının belirli yatırım düzeylerine göre verildiği Tablo 5 incelendiğinde, 100 Milyar \$ ve üzeri yatırım alan ülkenin yani 2011 yılı en fazla DYY girişinin olduğu ülkenin ABD olduğu görülmektedir. Ayrıca 2011 yılı en fazla DYY yapan ülkelerin ABD, Japonya ve İngiltere olduğu görülmektedir. Bu açıdan 2011 yılında hem DYY girişlerinin en fazla olduğu hem de DYY yapma noktasında ilk sırada ABD'nin geldiğini söyleyebiliriz. 50-99 Milyar \$ aralığında yatırım yapan ve yatırım alan ülkelere bakıldığında, bu kategoride de en fazla DYY girişinin Belçika ve İngiltere'ye

olduğu, yatırım yapma açısından da Fransa, Belçika, İsviçre, Almanya, Kanada gibi ülkelerin bu kategoride ilk sıralarda yer aldıkları görölmektedir.

1.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN ÇEŞİTLERİ

DYY'lerin gerçekleştirilme şekli, sermayenin yöneleceği zamana, teknolojiye meydana gelen değişikliklere, yatırım araçlarına, ülkelerdeki siyasal ve ekonomik değişimlere, uluslararası arenada oluşturulan ticari ve ekonomik bütünleşme hareketlerine ve tüketici tercihlerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir (Bayraktar, 2003: 39).

Son zamanlarda daha da küreselleşen dünyada uluslararası pazarlara daha iyi hizmet sunabilmek firmaların en önemli sorunlarından biri haline gelmiştir. Firma yurt dışına ürünlerini satmak istiyorsa; karşısına iki alternatif çıkmaktadır. Bunlardan ilki firmanın üretilen ürünü ihraç etmesi, ikincisi ise yerel üretim (DYY) yapmasıdır. Eğer firma DYY yapmaya karar verdi ise yani yerel üretim yapmak istiyorsa bu noktada da karşısına iki alternatif çıkmaktadır. Bunların ilki ya kendi firmasını orada kurarak üretim (komple yeni yatırım) yapacak ya da kurulmuş bir şirkete ortak olarak sınırlar ötesi bir birleşme yapacaktır (Nocke ve Yeaple, 2007: 337).

Bertrand (2004), DYY'lerin üç şekilde gerçekleştiğini belirtmiştir. Bunlardan ilki aynı tüzel kişiye ait olabilen (ya da olmayan) iki veya daha fazla şirketin stratejik ya da finansal amaçlar doğrultusunda birleşmesini içeren sınırlar ötesi birleşme yada satın almalar olarak adlandırılan DYY'lerdir. İkincisi ise genel olarak yeşil alan yatırımları olarak adlandırılan ve yatırımcıların en baştan bir şirket kurarak yapmış oldukları DYY'ler olarak tanımlanır. Üçüncüsü ise kapasite genişletme yatırımları olarak tanımlanan doğrudan yatırım ile kurulmuş bir işletmeye sermaye artırımı açısından yapılan yatırımlardır.

1.2.1 Yeniden Yatırım

Yeniden yatırım bir ülkedeki firmanın üretmiş olduğu malları satabilmek adına, ürünleri satacağı ülkede en baştan bir fabrika kurması ve üretimi yerel olarak

bu ülkede gerçekleştirmesi şeklinde yapılan DYY'lerdir (Raff, Ryan, Staler, 2007: 2).

Politika yapıcılar genel olarak DYY girişlerini iyi DYY'ler (yeniden yatırımlar) ve problemlili DYY'ler (sınır ötesi birleşme ve satın almalar) olarak nitelemektedirler. Amprik çalışmalar yeniden yatırımların sınır ötesi birleşme ve satın almalara göre yatırım yapılan ülke açısından avantajlarının (yeni iş sahasının açılması, ülkenin ihracat kapasitesinin artması gibi) daha yüksek olduğunu destekler niteliktedir (OECD, 2008: 86).

DYY'lerin diğeri bir türü olarak yapılan şirket birleşmeleri, şirketlerin yenilikçi aktivitelerini azaltacağı ve teknolojinin yayılması noktasında sıkıntılar çıkaracağı gerekçesi ile ülkeler bu tür yatırımlara korku ve tereddüt ile yaklaşmıştır. Bu yüzden ülkeler genel olarak DYY'lerin ülke ekonomilerine; yeni teknolojilerin ülkeye girmesini sağlayan ve bu teknolojilerin yayılma etkisini hızlandıran yeniden yatırımlar şeklinde giriş yapmasını tercih etmektedirler (Bertrand, vd., 2007: 2).

1.2.2. Sınırötesi Birleşme ve Satınalmalar

Şirket birleşmeleri genel olarak iki şirketin birleşmeden sonra şirketin değerinin daha da artacağı düşüncesi ile yapılan işlemler olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte şirketlerin ulusal olarak değil de sınırlar ötesi birleşmesinde, yurt içinde birleşmeye göre bir takım zorluk ve kolaylıklar bulunmaktadır. Örneğin kültürel ve coğrafi farklılıklar iki firmanın birleşmesindeki maliyetleri arttırabilirken, hükümetler arasındaki farklılıklar ise eğer birleşen şirket, hedef şirketteki pay sahiplerini elinde tutabilir ise yüksek hükümet standartlarının dışında kalmış olacağından bu durum şirketleri birleşme yönünde motive edebilecektir (Erel, Liao ve Weisbach, 2012: 1045).

Günümüzde DYY'lerin yabancı bir pazara girerken tercih ettikleri en kolay yollardan birisi şirketler arası birleşme ve satınalmalar olmuştur. Bu şekilde yapılan DYY'ler sayesinde şirketler daha yeni bir teknolojiye araştırma-geliştirme faaliyetleri yapmadan ulaşabilmekte ve ölçek ekonomilerinden daha rahat faydalanabilmektedirler. Diğeri taraftan kültür, milliyet, din gelenek-görenek gibi

sosyo-kültürel farklılıklardan doğan güçlükler ve siyasi olumsuzluklar bu şekilde yapılan DYY'lerin dezavantajları olabilmektedir (Seyidoğlu, 1999: 671).

Firma ve işletmelerin birleşmesinin altında yatan faktörleri beş başlık altında toplayabiliriz. Bunları ölçek ekonomisinden yararlanma, finansman kolaylığı, vergi yasalarından yararlanma, teknolojiyi birlikte kullanma ve riskleri azaltma olarak sıralamak mümkündür (Büker, Aşikoğlu, Sevil, 1997: 551).

Birleşmeler genel olarak üç şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar yatay, dikey ve karma birleşmeler olarak adlandırılmaktadır. Birbirlerine rakip aynı faaliyet kolunda çalışan iki ayrı firmanın birleşmesi yatay birleşme olarak adlandırılırken, yatay birleşme sayesinde birleşen firmalar piyasa güçlerini arttırabilirler. Yatay birleşmeler piyasa genelinde tekelliliğe sebep olduğundan hükümetler bu tarz birleşmelere karşı çıkabilmektedir (Bertrand, 2004: 8). Dikey birleşme ise aynı faaliyet kolunda olmayan şirketlerin faaliyetlerini tamamlamak adına alıcı satıcı ilişkisi içerisinde iki şirketin birleşmesi demektir. Bir ilaç firması ile eczacılık ürünleri dağıtım konusunda uzmanlaşmış bir şirketin birleşmesi bu tür birleşmeye örnek olarak verilebilir (OECD, 2008: 198).

Dikey birleşme şirketin yapmış olduğu yatırımların kendi faaliyetleri doğrultusunda, üretimden hammaddeye doğru veya üretimden pazarlamaya doğru gerçekleşebileceği gibi üretim-pazarlama sürecinin herhangi bir aşamasında yer alan şirketlerin birleşmesi ile de gerçekleşebilmektedir (Büker, vd., 2007: 548).

Karma birleşmeler ise hem yatay hem de dikey birleşmeyi içerisinde barındıran birleşmelerdir (Moosa, 2002: 5). Karma birleşmeler yaygın olarak üç grupta incelenmektedir. Bunlardan ilki birleşen firmaların yapacakları üretim ve bu ürünlerin dağıtımını yapacakları kanallar benzer olmakla birlikte üretilen ürünler noktasında bir rekabetin olmadığı, ürün genişlemesi şeklinde gerçekleşen birleşmedir. İkincisinde ise birleşen firmalar ürün noktasında aynı ürünü üretirler ancak farklı ülkelerdeki piyasalarda faaliyet göstererek pazar genişlemesi şeklinde birleşirler. Üçüncüsü ise birleşen firmalar arasında bir ilişki bulunmamakla birlikte farklı alanlarda faaliyet göstermektedirler. Bu tür birleşmelere de saf karma adı verilmektedir (Çelik ve Ay, bt, :16).

Şirket birleşme ve satın almalarının en yüksek seviyesi olan 2000 yılında sınırlar ötesi yatay birleşme ve satın almalar %32 olurken yatay yurtiçi satın alma ve birleşmeler %45 olmuştur. Yatay sınır ötesi birleşme ve satın almaların yurtiçi yatay birleşme ve satın almalarından daha az olarak gerçekleşmesinin nedenleri şirketlerin yurtdışı piyasalarda güç elde edebilmeleri zor olabilmekte ve firmanın kendi sektörü içerisindeki stratejik kararlarını uluslararası düzeyde alabilmesinin sınırlı olmasıdır. Ayrıca yatay birleşmenin yapılacağı ülkede yatay birleşme hükümetler tarafından sınırlandırılmış olabilir. Diğer yandan karma ve yatay olmayan birleşmeler uluslararası bağlamda kazanımları çeşitlendirmek adına daha cazip gelmiş olabilir. Bunların dışında DYY'lerin teorisi ile daha yakından ilgili olarak, farklı ülkelerdeki faktör donanımı ve fiyat farklılıkları firmaları uluslararası üretim ağları kurmaya ya da dikey olarak birleşme yoluna itmiş olabilir (Hijzen ve Görg, 2006: 9).

Birleşme ve satın almalar DYY'ler içinde çok önemli bir paya sahiptir. Başlangıçta ABD'de önemli hale gelen birleşme ve satın almalar zamanla Avrupa'da da yaygın bir hale gelmiştir. Birleşme ve satın almaların bu derece yaygınlaşmasının altında yatan en önemli sebep ticari engellerin ortadan kalkması ve küresel ekonomik entegrasyonun gelişim göstermesidir (Bertrand, 2004: 2).

UNCTAD (2006) raporuna göre; firmaların ülke dışına açılmalarında sınır ötesi birleşme ve devralmalar önemli bir yurt dışı genişleme stratejisi olarak görülmüştür. Gelişen teknoloji ve küreselleşme sınır ötesi birleşme ve devralmaları son yıllarda oldukça arttırmıştır. Özellikle 1990'larda yüksek seviyelere gelen bu tarz DYY'ler 2000 yılında en üst seviyelere yükselmiştir. 2001 ve 2002 yıllarında keskin bir düşüş yaşamalarına rağmen 2003 yılından sonra dünyada meydana gelen yeni gelişmeler neticesinde tekrar hız kazanmışlardır. Gelişmiş ülkeler özellikle de Avrupa'daki gelişmiş ülkeler ve ABD, satın alma ve birleşmeleri en fazla yapan ve bu tür yatırımları en fazla çeken ülkeler olmuşlardır.

Tablo 6. Yatırım Alan Ülkelere Yapılan Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almaların DYY'ler İçindeki Oranı

	1987-91	1992-94	1995-97	1998-2001
Dünya	66.29	44.75	60.18	76.23
Gelişmiş Ülkeler	77.49	64.93	85.39	88.96
Gelişmekte Olan Ülkeler	21.94	15.49	25.79	35.74

Kaynak: Navaretti ve Venables, 2004: 10.

Tablo 6'da görüldüğü gibi DYY'ler içindeki sınır ötesi birleşme ve satınalmalar yapılan yeniden yatırımlara göre daha yüksek oranlardadır. Ayrıca sınır ötesi birleşme ve satınalmaların DYY'ler içindeki oranı 1980'lerin ortalarında %66.3 civarında iken 1998-2001 döneminde bu oranın %76.2 civarına ulaştığı görülmektedir. Bunların yanısıra sınırötesi birleşme ve satınalmaların gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla yapıldığı görülmektedir. Bu durum DYY'lerin gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki yatırım projeleri finansmanındaki rolünü gösterirken, bu ülkelerdeki sınır ötesi birleşme ve satınalma hedeflerinin kısıtlılığını da göstermektedir (Navaretti ve Venables, 2004: 10).

1.2.3. Stratejik İttifaklar

Stratejik ittifaklar firmalar arasında özellikle uluslararası sistemde gelişen ve yayılan örgütler arası ilişkiler olarak değerlendirilmektedir. Kooperatif benzeri bu düzenlemeler rekabet etmek yerine işbirliği yapmayı hedeflemektedir. Stratejik ittifaklar bazı sebeplerden dolayı organizasyonlar açısından önem arz etmektedir. Bunlar (Isôraite, 2009: 39);

1. Birçok organizasyon için tek başına öngörülen büyüme hızına ulaşmak oldukça zordur. Bu açıdan stratejik ittifaklar önemlidir.
2. Piyasa hızı önem arz etmektedir ve ittifaklar bu hızı geliştirici bir unsurdur.
3. İşbirliği ve ittifaklar artan geliştirme ve araştırma maliyetlerini düşürücü bir etki yapmaktadır.
4. Yapılan ittifak ve işbirlikleri küresel pazarlara erişimi kolaylaştırmaktadır.

Stratejik ittifakın dört temel unsuru bulunmaktadır. Bunlar; bir ittifakın mantığını ve tasarımını şekillendiren iş stratejisi, her ittifakın yönetimine yol gösteren dinamik görünüm, firmanın ana ortaklarını yönetmek ve yönlendirmek için portföy yaklaşımı ve ittifak kapasitesini arttırmak ve sürdürebilmek için örgütsel altyapıdır. İttifak oluşturulurken bu dört birleşenin firmanın stratejileri ve örgüt kültürü ile tutarlı ve uyumlu bir şekilde olması gerekmektedir (Gomes-Casseres, 2004: 4).

Yapılan stratejik ittifaklar bazen de başarısızlığa uğramaktadır. Chernesky (1996), stratejik ittifakların başarısızlık nedenlerini;

- *Kötü proje yönetimi*; stratejik ittifak yapan şirketler hızla değişen piyasaları ve teknolojiye meydana gelen değişimleri yakından takip ederek yapacakları projeleri bu doğrultuda değiştirmeleri gerekmektedir. Bu açıdan proje yönetimi önem arz etmektedir.
- *Stratejilerin tıkanması*; amaçlar, iş planları ve işlemlerde meydana gelebilecek beklenmeyen çatışma ve kararsızlıklar ittifak canlılığını ve düzenini dramatik bir şekilde değiştirebilir.
- *Temel stratejinin kontrolünü kaybetmesi*; her ittifakta ortaklar elde edecekleri getiri beklentisi ile kontrol haklarından vazgeçmektedirler. Eğer bir katılımcı gereksiz bir büyüme için ittifaka alınmışsa bu durum tüm iş stratejisinin kontrolünün kaybedilmesine ve ittifakın kendi işlerine odaklanmasında başarısız duruma düşmesine neden olacaktır.
- *Sadece ortakların yararına odaklanmak*; ittifakın sadece ortakların elde edecekleri getiriye odaklanması ve bu doğrultuda hareket etmesi ittifakın başarısızlığına neden olabilir.

- *Amaç ve hedeflerin yanlış belirlenmesi*; yatırımlar üzerindeki getiriler, pazar payı, pazar genişlemesi, maliyetlerin kısılması gibi spesifik kararlarda oluşabilecek anlaşmazlık ittifaklarda beklenmedik zorluklara yol açmaktadır.
- *Yanlış ortak seçimi*; doğru ortağı seçme noktasında yapılan hata yapılabilecek en iyi ittifakı başarısızlıkla sonuçlandırabilir. Buna örnek olarak General Motors firmasının Kore firması olan Daewoo ile Pointac LeMans markası için stratejik ittifak kurması olumlu ve son derece ilgi çekici olmasına rağmen, bu iki firmanın yönetiliş tarzı ve kurumsal kültürlerindeki farklılıklar bu ittifakın sona ermesine neden olmuştur.

Pellicelli (2003) stratejik ittifakı ortak bir hedefe ulaşmak için şirketler arasında yapılan anlaşmalar olarak tanımlamaktadır. Stratejik ittifaklar şirketlerin hedeflerine ulaşabilmeleri açısından şirketlere ittifak kurma adına çok çeşitli seçenekler sunmaktadırlar. Genel olarak bu seçenekler şirketler arası işbirliğinin kurulması temeline dayanmaktadır. Bu açıdan stratejik ittifakların birçok çeşidi bulunmaktadır. Isõraite (2009) stratejik ittifakların çeşitlerini ortak girişim (joint venture), dış kaynak kullanımı (outsourcing), satış ortaklığı (Affiliate Marketing), lisans anlaşmaları, marka kiralama (franchising), dağıtım anlaşmaları olarak belirtmiştir.

Ortak girişimi iki veya daha fazla firmanın yeni bir iş kurmak, olan bir işi genişletmek ya da yeni bir ürün veya pazar geliştirmek amacıyla firmaların karşılıklı fayda sağlamak amacıyla yapmış oldukları resmi anlaşmalar olarak tanımlamak mümkündür (Terjesen, <http://www.qfinance.com/>). Dinçer (1992) ise ortak girişimi iki veya daha fazla şirketin birlikte hareket ederek belirlenmiş bir mamül/pazar alanında işbirliği yapmaları olarak tanımlamıştır. Oluşturulan bu işbirliğinin sadece ortak bir amacı gerçekleştirmek amacıyla konsorsiyum şeklinde ya da sürekli faaliyette bulunma tipinde de gerçekleşebileceğini belirtmiştir. Ortak girişimde bulunan şirketlerin kimisi mali kaynağa, kimisi yüksek teknolojiye kimisi de kaliteli ve ucuz hammaddeye sahip durumda olabilmektedir. Bu açıdan gerçekleştirilen ortak girişim, şirketlerin sinerjik güçten yararlanmalarına ve böylelikle büyümelerine hizmet edecektir.

Uluslararası ortak girişim ise uluslararası arenada iki veya daha fazla firmanın katılımı ve anlaşması sonucunda kaynakların, riskin ve elde edilen getirinin paylaşılması şekline dayanan bir yatırım türüdür. Uluslararası ortak girişimde her zaman olmasa da genel ortakların birisinin kurulu fiziksel bir yatırımı bulunmaktadır (Steward ve Maughn, 2011: 1). Ortak girişimler sayesinde özellikle de DYY şeklinde yapılan ortak girişimler sayesinde ortak girişimi yapan her iki firmada ortaklık sayesinde karşılıklı fayda sağlamaktadır. Yerli ortak hükümet bürokrasisi ve düzenlemelere aşinalık, yerel iş gücü piyasalarını bilme ve mevcut üretim tesisleri gibi özellikleri ile ortaklığa katkı sağlarken, yabancı ortak ise gelişmiş süreç ve üretim teknolojileri ile yönetim bilgisini beraberinde getirerek ihracat pazarlarına girme noktasında kolaylıklar sağlayabilir. Bunların dışında her iki şirket adına ortaya konulacak sermaye düşük olacaktır (Miller, Glen, Jaspersen, Karmokolias, 1997: 26).

Dış kaynak kullanımı; bir firmanın başka bir firma için mal veya hizmet sağlaması şeklinde gerçekleştirilen bir uygulamadır. Dış kaynak kullanımı personel tasarrufu, temel faaliyetlerin yürütülmesi için atıl personel elde edilmesi gibi faydaları ile şirket maliyetlerini düşürme üzerinde göstermiş olduğu olumlu etkilerden dolayı şirketin çeşitli faaliyetlerinin dış şirketlerden tedarik edilmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir (Tutar, İnaç, Güler, 2006: 279). Dış kaynak kullanımı tasarım, inşaa, yönetim ve finansman vb. olmak üzere birçok alanda yapılmaktadır. Dış kaynak kullanımı aynı zamanda insan kaynaklarının da içinde olduğu birçok kaynağın transferini içerisinde barındırmaktadır. Bu açıdan dış kaynak kullanımı şirket içerisindeki iç operasyonel, birimler ile müşteri ilişkilerinin sorunsuz bir şekilde sürdürülebilmesi amacıyla binaen şirketin dışarıdan her türlü kaynağı belirli anlaşmalar doğrultusunda kullanması şeklinde gerçekleşmektedir (CIPS, <http://www.cips.org/>).

Dışarıdan kaynak kullanımı sadece dışarıdan hammadde ve ara malı satın alma işlemi olarak görülmemekte, ikili bir ilişkinin kurulduğu firmanın mal veya özel ihtiyaçlarına uygun hizmetler üretmek, aynı zamanda belirli özel yatırımları kontrol altında tutmak için yapılan ortaklık olarak değerlendirilmektedir (Grossman ve Helpman, 2005: 135).

Satış ortaklığı; internet perakendecilerinin bu yöntemi etkili bir şekilde kullanmaları sonucunda satış ortaklıkları son zamanlarda büyük bir artış göstermiştir. Amazon bu tarz ortaklıkların en başta gelenidir. Bugün on binlerce site performansa dayalı olarak bu şirketin tanıtımını yapmaktadır (Isôraite, 2009:43).

Lisans anlaşmaları; genel olarak yabancı bir ülkenin ekonomisine giriş aşamasında ihracat ve DYY'ler arasında sağlanan özel bir basamak olarak değerlendirilmektedir. Genel manada bir ülkeden diğerine teknoloji ihracı olarak değerlendirilen lisans anlaşmaları uzun vadeli olarak düşünüldüğünde yapılacak olan yatırıma bir hazırlık aşaması olarak değerlendirilmektedir. Bu açıdan lisans anlaşmaları teknik bilgi yatırımı olarak da adlandırılmaktadır. Anlatılanlar doğrultusunda lisans anlaşmalarını; bir firmanın elinde bulundurduğu belirli hakların kullanımını bir karşılık alarak başka bir firmaya devretmek amacıyla yapılan hukuki sözleşmeler olarak tanımlamak mümkündür (Özkan, 2005: 22).

Franchising; üretmiş olduğu ürün ve hizmetin her türlü imtiyaz hakkına sahip olan şirketin, bu ürün veya hizmet ile ilgili elinde bulundurmuş olduğu işin yönetim ve organizasyonuna ilişkin bilgi ve destek (know-how) sağlamak amacıyla, imtiyaza konu olan ticari işlerin yürütülmesi adına ikinci tarafa verilen imtiyazdan doğan uzun dönemli ve süreklilik arz eden ilişkiler bütünü olarak tanımlanmaktadır (İTO, 1996: 7).

Franchising siteminde üç ana faktör bulunmaktadır. Bunların birincisi markadır. Franchise sisteminin oluşabilmesi için öncelikle ortada başarılı bir şirket, uygulaması yapılmış bir sistem ve tanınmış bir marka olması gerekmektedir. Bu açıdan ancak başarısı diğer işletmeler tarafından kanıtlanmış bir iş başkasına satılabilir. İkinci faktör ise disiplin/destektir. Franchise işinde disiplin önemli olmakla birlikte bu sistemde katı disiplin kuralları geçerli olmaktadır. Bu açıdan taraflar (franchise alan, veren) arasında uzun süreli bir anlaşma yapılır ve uygulanacak sistemin temelleri net olarak bu anlaşma ile belirlenir. Sonrasında aynı markayı taşıyan tüm şirketler sistemin doğrultusunda standart ürün ve hizmet sunar. Üçüncü faktör ise bedeldir. Gerçekleştirilen işlemin franchise olarak adlandırılabilmesi için franchise alanın franchise verene bir bedel ödemesi

zorunludur. Bu açıdan da franchising işlemi marka satımı olarak da adlandırılmaktadır (Uğur, 2006: 164).

1.3. TÜRKİYE'DE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN GELİŞİMİ

Türkiye açısından DYY'lerin Osmanlı İmparatorluğu'na kadar uzanan oldukça uzun bir geçmişi vardır. Osmanlı yabancı sermayeye kapılarını siyasi, askeri ve ekonomik açıdan en güçlü olduğu dönemde kapitülasyonlar ile açmış, ancak 16. Yüzyılın ortalarından itibaren imparatorluğun gücü zayıflamaya başlamış ve yabancı sermaye ülkenin bağımsızlığına gölge düşürür hale gelmiştir (Batmaz ve Tekeli, 2009: 116).

1800'lü yılların başından 1900'lü yılların başına kadar Osmanlı Devleti'nde gerçekleşen yabancı yatırımlar sömürgelerde gerçekleşen sermaye hareketleri ile aynı özelliği taşımaktaydı. 1881 yılında çıkarılan Muharrem Kararnamesi, Duyun-u Umumiye İdaresinin kurulmasını sağlamış ve böylelikle yabancılar bugünkü manada işletmeciliğe başlamışlardır. Bunun dışında kapitülasyonların yabancılara tanımış olduğu ayrıcalıklar ve o dönemdeki Osmanlı'nın yaşamış olduğu ekonomik ve politik sıkıntılar yabancıların açık pazar olarak gördükleri Osmanlı'ya ihracat yapmalarını sağlamıştır (Gönülalan, 2009: 3).

Mali anlamda kaynak bulma çabaları ve bu doğrultuda yürütülen iktisat politikaları Osmanlı'ya yabancı sermayenin girmesinde etkili olmuştur. Özellikle 1840'lı yıllarda batı devletleri refah unsurlarını biriktirme anlayışına sahipken, Osmanlı bu dönemde yapılan anlaşmalarında etkisi ile dışa açık bir politika izlemeyi tercih etmiştir. Bu kararlarında etkisi ile yabancı sermaye ülkeye ilk olarak 1840'lı yıllarda borçlanma yolu ile giriş yapmıştır (Şener ve Kılıç, 2008: 23). Osmanlı topraklarına ilk DYY'ler ticaret evleri ve deniz taşımacılığı yapan firmalar vasıtası ile gerçekleşmiştir. Yapılan yatırımların bu şekilde gerçekleşmesinin altında yatan en önemli neden o dönemde karayolu taşımacılığının pahalı ve büyük güçlüklerle yapılabiliyor olmasıydı. Bu nedenle DYY'ler Osmanlı topraklarına genel olarak altyapı yatırımları olarak giriş yapmıştır. İlerleyen dönemlerde ise DYY'lerin tarım ve maden sektörlerinde yaygınlık gösterdiği görülmektedir. DYY yapan firmaların

sayısında meydana gelen artış bu firmalara hizmet sağlayan banka ve sigorta şirketi gibi kurumlarında sayısının artmasını sağlamıştır (Geyikdağı, 2008: 91-92).

Kıray (1995) Duyunu Umumiye idaresinin kurulması ile Osmanlı İmparatorluğu'ndaki DYY'lerin artmaya başladığını, 1854-1881 yıllarında 19 yabancı anonim şirketin Osmanlı topraklarında faaliyet gösterdiğini 1854-1914 yıllarında ise bu sayının 193'e çıktığını belirterek DYY'lerdeki artışı örneklendirmiştir.

Tablo 7. 1914 Yılı Osmanlı Devletinde Yabancı Sermaye Yatırım Miktarının Dağılımı (Fransız Frangı)

Yatırımın Yeri	Fransa	Oran	İngiltere	Oran	Almanya
Kamu Borcu Olarak	2.454.417.377	60.31	577.499.821	14.36	867.583.506
Özel Yatırım Olarak	902.893.000	53.55	230.458.675	13.66	552.653.000
Toplam	3.357.310.377	60.08	807.958.496	14.46	1.420.236.506

Kaynak: Çavdar, 1970: 112'den aktaran Biber, 2009: 39

DYY'ler Osmanlı Devleti'nin dünya sistemine girişi ve kapitalizm ile bütünleşmesinin bir ayağını oluşturmuştur. Ancak bu dönemde yapılan DYY'ler işbirlikçilerin sermayelerine hizmet eder şekilde gerçekleşmiştir. Yapılan bu yatırımların büyük bir bölümü ağırlıkta Fransa olmak üzere İngiltere ve Alman şirketleri tarafından özel teşebbüs şeklinde yapılmış ve genel olarak demiryolu, madenler ve limanlara yönelik DYY'ler şeklinde gerçekleşmiştir (Biber, 2009: 39). Bu dönemde yabancı sermaye yatırımlarının büyük bir kısmı demir yollarında gerçekleşirken, demir yolları sektörünün toplam yapılan yatırımlar içerisinde ki payı %63,1'dir. 1888'li yıllarda en çok demiryolu yatırımı yapan ülke İngiltere olurken 1914 yılında ise en büyük payı Fransa ve Almanya almıştır (Yıldız, 2007: 123).

Cumhuriyetin ilk yıllarında, yerli sermayenin az olması, yabancı sermayeye olan ihtiyacı arttırmış ve bu doğrultuda yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlamak

adına yabancı sermayenin önündeki engeller kaldırılmaya çalışılmıştır. Ancak Cumhuriyet'in kurulmasının ilk yıllarından 1950'li yıllara kadar Türkiye istenilen oranda yabancı sermaye elde edememiştir 1954'te yürürlüğe konulan yeni kanunlar ve Marshall Planı'nın da etkisi ile yabancı sermaye girişlerinde önceki dönemlere nazaran bir artış gerçekleşmiştir (Şener ve Kılıç, 2008: 23). 1954 yılında çıkarılan ve günümüzde de geçerliliğini koruyan 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası" ile ülkenin milli geliri ile istihdam düzeyinin artırılması, yeni üretim teknikleri ve teknolojileri ile yönetim bilgisinin geliştirilmesi ve ülkenin dışarıyla bütünlüğünün sağlanması amaçlanmıştır (Harmancı, 2004: 106). Bu kanun ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin kar transferi ile ana sermayenin iade edilmesi hususunda hiçbir kısıtlama getirmemiş, bununla birlikte yurt dışına gönderilemeyen karların ana sermayeye ilavesini de kabul etmektedir. Ayrıca bu kanun gerçekleştirilecek yerli ortaklık durumunda, yabancı ortak için bir pay tavanı konulmakta ve yerli firmalara tanınan bütün haklardan yabancı firmalarında yararlanabileceğini belirtmektedir (Çeken, 2003: 81).

Kanunun çıkarılmasına rağmen izlenen pasif yabancı sermaye politikaları ve ülkede yaşanan politik ve ekonomik istikrarsızlık ortamı beklentinin altında yabancı sermaye girişinin olmasına neden olmuştur. Ayrıca kanunun getirmiş olduğu yatırım izni ve tasfiyesi, sermaye arttırımı gibi konuların büyük güçlükler ile uygulamaya konulması, 1954 yılında çıkarılan bu kanun ancak 1980'lerde tam anlamıyla uygulamaya konulabilmesini mümkün kılmıştır. 1980'de uygulamaya konan İstikrar Paketi ile Türkiye ekonomisi bir değişim ve dönüşüm içine girmiştir (Batmaz ve Tunca, 2005: 105).

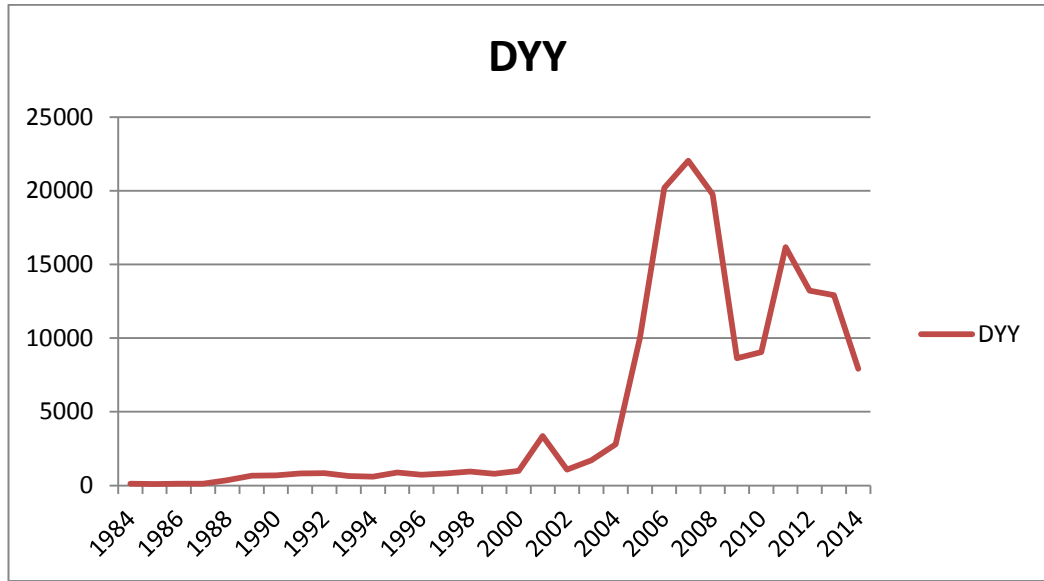
1980 sonrasında alınan ekonomik kararlar neticesinde Türkiye dış ticaret liberalizasyonuna dayanan fiyat mekanizmasına dönüşte yabancı sermaye konusunda da liberalleşme yoluna gitmiştir. Özellikle bu tarihten itibaren DYY'ler konusunda da büyük gelişmeler yaşanmıştır. (Şit ve Şit: 2013: 45-46).

1980 ve sonrasında Türkiye için DYY'ler bakımından büyük gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle bu dönemde gerçekleştirilen 24 Ocak 1980 reformu sanayide uygulanan ithal ikameci gelişme stratejisini, dışa açık büyüme ve sanayileşme modeline çevirmekle kalmadı, aynı zamanda kapsamlı bir şekilde başlatmış olduğu

liberalleşme programları ile DYY konusunda da çok önemli bir değişim gerçekleştirmiş oldu. Yeni program çerçevesinde DYY girişlerini hızlandırıcı ve arttırıcı birçok idari ve yasal düzenlemeler yapıldı. Başbakanlık bünyesine bağlı olarak faaliyetlerini yürüten Yabancı Sermaye Dairesi'nin ismi değiştirilerek "Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü" ismini almıştır. 1991'de Devlet Planlama Teşkilatına, 1994'te de Hazine Müsteşarlığı bünyesine alınmıştır. Yabancı sermaye kanununda 24 Ocak sonrası sırası ile 1986, 1992 ve 1995'de önemli düzenlemeler gerçekleştirilerek mevzuatın liberalleşme yönünde mesafe alması sağlanmıştır. Sonrasında da 17 Haziran 2003'de 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu" çıkarılarak DYY'lerin yatırım ortamının daha da genişletilmesi sağlanmıştır (Şen ve Karagöz, 2006: 1066).

Türkiye'de DYY'lerin umulan düzeye ulaşmasını engelleyen en önemli nedenler arasında enflasyon ve ekonomik istikrarsızlık vardır. Özellikle 1990'lı yıllarda düşürülemeyen enflasyon, kamu açıkları ile dış ve iç borçlardaki artış ülkeyi önemli krizlere (1994, 1999 ve 2000) sürüklemiştir. Çok yüksek seviyelerdeki reel faiz ve ülke parasının aşırı derecede değerlenmiş olması ülke içi tasarrufların yurtdışına kaçmasına neden olmuştur (Şener ve Kılıç, 2008: 42).

Grafik 6. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$)



Kaynak: www.tcmb.gov.tr 'den alınan veriler düzenlenerek hazırlanmıştır.

Grafik 6’da görüldüğü gibi ülkemize giriş yapan DYY’lerin 2000’li yıllara kadar oldukça düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu dönemde uygulanan özellikle de enflasyon ve faiz oranlarını düşürmeye yönelik politikalar ile 2000 yılında yapılan GSM (Global System for Mobile) ihalesinin katkısı ile 2001 yılında özellikle de geçmişteki yıllara oranla DYY girişlerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Ancak bu artış ilk olarak 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ile sekteye uğramıştır. Sonrasında ekonomideki istikrarsızlığın giderilebilmesi için oluşturulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile makroekonomik göstergelerde düzelmeler meydana gelmiş, bu gelişmelerin sonucunda 2005 yılında DYY’ler 10 Milyar \$, 2006 yılında 20.2 Milyar \$ ve 2007 yılında 22.2 Milyar \$’a ulaşarak yükseliş trendine geçmiştir. DYY’lerin bu şekilde yükseliş trendine geçmesinde, tek haneli rakamlara düşen enflasyon oranlarının, ekonomik büyüme oranlarının ve devlet bütçesindeki olumlu yöndeki gelişmelerin etkisi büyük olmuştur (İpek ve Biniş, 2010: 20).

Tablo 8. 1991-2012 Yılları Arası Türkiye’nin DYY Dengesi (Milyon \$)

Yıllar	İzin Verilen DYY	Yurt Dışında Sermaye			Yurt İçinde Sermaye			DYY
		Giriş	Çıkış	Top.	Giriş	Çıkış	Top.	Net
1991	1 967	3	-30	-27	907	-97	810	783
1992	1 819	1	-66	-65	911	-67	844	779
1993	2 063	51	-65	-14	746	-110	636	622
1994	1 477	1	-50	-49	636	-28	608	559
1995	2 938	1	-114	-113	934	-49	885	772
1996	3 836	23	-133	-110	914	-192	722	612
1997	1 678	21	-272	-251	852	-47	805	554
1998	1 646	29	-396	-367	953	-13	940	573
1999	1 699	10	-655	-645	813	-30	783	138

2000	3 477	159	-1029	-870	1707	-725	982	112
2001	2 725	107	-604	-497	3374	-22	3 352	2 855
2002	2 242	108	-251	-143	571	-5	566	939
2003	1 207*	6	-486	-480	696	-8	688	1222
2004	-----	35	-815	-780	1190	-98	1092	2005
2005	-----	1	-1065	-1064	8535	-401	8134	8967
2006	-----	753	-1 677	-924	17 639	-657	16 982	19 261
2007	-----	169	-2 275	-2 106	19 137	-743	18 394	19 941
2008	-----	55	-2 604	-2 549	14 733	-35	14 698	15 720
2009	-----	487	-2 040	-1 553	5 575	-82	5 693	6 107
2010	-----	359	-1 823	-1 464	6238	-35	6 203	7 572
2011	-----	193	-2 542	-2 349	16 055	-1991	14 054	13 698
2012	-----	260	-4334	-4074	10 120	-663	9487	8 445

*Tarihinden itibaren izine dayalı istatistikler yayınlanmamaktadır.

Kaynak: Bozdağlıoğlu ve Evlimoğlu, 2014: 43-44

2007 yılında yaklaşık 20 Milyar \$ seviyelerine ulaşarak en üst seviyelere ulaşan DYY'ler, 2008 Küresel Krizinin birçok dünya ekonomisini olumsuz yönde etkilemesi neticesinde DYY'ler büyük bir düşüş yaşayarak 2008 yılında yaklaşık 16 Milyar \$ seviyelerine 2009'da yaklaşık 6 Milyar \$ seviyelerine inerek büyük bir düşüş yaşamıştır. 2011 yılında toparlanarak yaklaşık 13 Milyar \$ seviyelerine ulaşan DYY'ler 2012 yılında tekrar düşüş yaşayarak 8 Milyar \$ olmuştur.

Tablo 9. Yurt Dışındaki Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki DYY'lerinin Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon \$)

Sektörler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tarım Sektörü	0	0	4	5	6	9	41	48	81	32	43	49
Sınai Sektörler	166	447	343	908	2.988	5.037	5.187	3.887	2.887	8.037	5.479	4.810
Hizmetler Sektörü	405	249	843	7.622	14.645	14.091	9.520	2.331	3.288	8.067	5.237	5.382

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>

Yurt dışındaki yerleşiklerin Türkiye'ye yapmış oldukları DYY'lerin sektörel dağılımının gösterildiği Tablo 9'a göre en fazla DYY yapılan sektörün inşaat, toptan ve perakende ticaret, ulaştırma ve depolama, konaklama ve yiyecek hizmetleri faaliyetleri, bilgi ve iletişim, finans ve sigorta, gayrimenkul faaliyetleri, mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler, kamu yönetimi ve savunma, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri, kültür sanat eğlence dinlenme ve spor gibi alt sektörlerden oluşan hizmetler sektörü olduğu görülmektedir. Madencilik ve taşocakçılığı, imalat, elektrik gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi dağıtım, su temini, kanalizasyon, atık yönetimi ve iyileştirme faaliyetleri alt kalemlerinden oluşan sınai sektörlerin ikinci sırada yer aldığı, tarım sektörünün ise en az DYY alan sektör olduğu görülmektedir.

Tablo 10. Yurtdışındaki Yerleşik Kişilerin Türkiye'deki DYY'lerinin Ülkelere Göre Dağılımı (Milyon \$)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Avrupa	468	576	1.033	6.652	14.574	12.974	11.368	5.248	4.939	12.587	7.925	6.437
Afrika	0	0	0	3	21	5	82	2	0	0	0	221
Amerika	9	58	97	122	1.002	4.717	951	331	384	1.485	491	343
Asya	70	60	60	1.756	1.927	1.405	2.345	673	928	2.055	2.337	3.237

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>

Yurtdışındaki yerleşik kişilerin Türkiye'ye yapmış oldukları DYY'lerin ülkelere göre dağılımının gösterildiği Tablo 10'a göre, Türkiye'ye en fazla DYY'nin Avrupa ülkeleri tarafından yapıldığı görülmektedir. Avrupa ülkeleri arasında da en fazla DYY yapan ülkeler Almanya, Hollanda, Belçika, Fransa, İngiltere, Avusturya gibi ülkelerdir. Avrupa ülkelerini takiben Türkiye'ye en fazla DYY yapan ülkeler sırası ile Asya, ABD ve Afrika ülkeleridir.

1.4. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK ETKİLERİ

Gelişmekte olan birçok ülke DYY'lerin ülke ekonomilerine sağladıkları avantajlardan dolayı ülkelere daha fazla DYY çekebilmek adına rejimlerinde değişikliklere gitmekte ve ekonomilerini yatırımlara açık daha liberalize olmuş ekonomilere dönüştürmektedirler. DYY'lerin ülke ekonomilerine sağlamış oldukları avantajlar; teknolojinin yatırım yapılan ekonomide yayılmasını sağlamak, nitelikli iş gücü oluşturma, rekabetçi iş ortamını geliştirme, uluslararası piyasalara entegrasyonun sağlanması ve yerel şirketlerin gelişimini sağlaması yönündedir. Bunların yanı sıra yapılan DYY'ler yatırım yapılan ülke açısından getirmiş oldukları temiz teknoloji sayesinde çevrenin ve sosyal durumun iyileştirilmesine büyük katkılar sağlayarak yüksek ekonomik büyüme sağlamakta ve böylelikle gelişmekte olan ekonomilerdeki yoksulluğu azaltmaktadır (Kastrati, 2013: 26).

Lipseý ve Sjöholm (2004), ülke ekonomilerine giriş yapan DYY'lerin bu ekonomiler üzerinde birçok etkisinin olduğunu, DYY'leri yapan firmaların getirmiş oldukları teknolojileri yerli firmalarında elde ederek daha ucuz ve kaliteli ürün ve hizmetler verebileceklerini belirtmiştir. DYY'lerin diğer etkisinin ülkenin sermaye stoğunu arttırarak, üretim seviyesini daha üst düzeylere çıkarabilme fırsatı verebileceği yönündedir. DYY yapan firmalar genel olarak yerli firmalara oranla çalışanlarına ortalamanın üzerinde ücret ödemektedirler. Yüksek düzeyde ücretlerin yerli firmalara da yayılması ücret ve verimlilik açısından yerli firmalar için negatif ya da pozitif sonuçlar doğurabilmektedir. Eğer yabancı firmalar yüksek ücretler ile piyasadaki kaliteli iş gücünü alıp, geriye kalan vasıfsız iş gücü yerli firmalara

kalyorsa ve de yerel firmaların payı yabancı şirketler tarafından alınıyorsa verimlilik ve ücret yayılımı negatif sonuçlar doğurabilmektedir.

Morua ve Forte (2010)'de aynı şekilde DYY'lerin yeni teknolojiler, know-how, verimli insan kaynağı oluşturma bilgisi, küresel piyasalara yerel firmaların entegrasyonu gibi konularda sağlamış oldukları destekler ve yardımlar neticesinde ekonomik büyümeyi olumlu etkilediklerini ve DYY'lerin ülkelerin ekonomik büyümesini arttırdığını destekler nitelikte birçok ampirik çalışmanın yapıldığını belirtmiştir.

Çeken (2003) DYY'lerin yapıldıktan belirli bir zaman sonra ülke ekonomilerinde milli gelir, ödemeler dengesi, istihdam, teknoloji, bölgesel kalkınma, yönetim bilgisi ve uluslararası ilişkilere katkısı ile sosyal ve diğer birçok etkilerinin olduğunu belirtmiştir. Aynı şekilde Batmaz ve Tekeli (2009)'da DYY girişi olan ülke ekonomilerinde DYY'lerin milli gelir üzerinde, istihdam ve ücretler üzerinde ödemeler bilançosu üzerinde ve teknoloji üzerinde önemli etkilerinin olduğu üzerinde durmuştur. Andreas (2005) ise DYY'lerin özellikle teknoloji yayılma etkisi üzerinde durarak, DYY'lerin istihdam konusunda da büyük etkileri olduğunu belirtmiş ve sağlanan DYY girişlerinin ülkeye bağlı olan kurumlar üzerinde de önemli derece de etkilerinin olduğuna değinmiştir.

1.4.1. DYY'lerin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri

DYY'lerin ekonomik gelişme üzerindeki etkilerini ölçmek için yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar bir belirsizlik unsuru taşımasına rağmen DYY teorisi DYY'lerin yatırım alan ülke ekonomisini pozitif yönde etkilediğini ve ülke ekonomisini modernize etme ve gelişimini sağlama noktasında oldukça önemli bir unsur olduğunu savunmaktadır (Katerina, John ve Athanisos, 2004: 98). Bu açıdan değerlendirildiğinde DYY'lerin ülke ekonomilerinin gelişmesinde önemli rollerinin olduğu görülmektedir. Ancak DYY'lerin sağlamış oldukları avantajlardan ülkelerin kapasitelerine göre faydalanabildikleri, DYY'lerden elde edilen fayda ülkenin bölgesel konumuna, finansal piyasalarının durumuna ya da eğitim düzeyine göre farklılıklar göstermektedir. Örneğin eğer bir ülke minimum düzeyde beşeri sermaye

stokuna sahip ise ancak o zaman DYY'lerin getirmiş olduğu teknolojiden faydalanma ve bunu avantaja dönüştürebilme fırsatı elde edebilecektir (Alfaro, Chanda, Kalemlı-Ozcan, Sayek, 2006: 1) .

Bosworth ve Collins (1999), DYY'lerin ülkelerin ekonomik büyümelerini üç ana şekilde etkilediğini belirtmiştir. Bunlar, yapılan DYY'nin büyüklüğü etkisi, DYY sayesinde meydana gelen teknoloji ve beceri bilgisi etkisi ve DYY'lerin meydana getirmiş olduğu yapısal etkidir.

Pelinescu ve Radulescu (2009)'da özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişmelerine DYY'lerin pozitif etkide bulduklarını belirtmiş ve bu etkinin direk olarak DYY'lerin önceki girişleri ile GSYİH ve GSYİH gelişimi ile alakalı olduğunu vurgulamıştır.

Alagöz, Erdoğan ve Topallı (2008)'da DYY'ler ve ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi ortaya koyan teorik ve ampirik çalışmaların bir kısmının DYY'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilerinin olduğunu bazılarının ise bu etkinin sabit şekilde devam eden bir etki olmadığını bu şekilde meydana gelen ekonomik gelişmenin bölgesel olacağına vurgu yaptıklarına değinmiştir. Kutal ve Büyüksulu (1996)'da ülke ekonomilerine giriş yapan DYY'lerin hepsinin ekonomik büyümeyi artırıcı bir şekilde etki yapmadığını bazı DYY'lerin yatırımcının kurulu bir şirkete ortak olması veya bu şirketi satın alması şeklinde gerçekleştiğini ve bu tür DYY'lerin sonucunda ekonomiye herhangi bir sermaye stoku girişi olmadığını sadece mevcut bulunan sermaye stokunun el değiştirdiğini belirtmiştir.

OECD (2002), DYY'lerin ekonomik gelişmeyi etkileme mekanizmalarınının teknoloji ve işletme bilgisi transferi sağlama, nitelikli insan kaynağı bilgisi sunma, küresel ekonomiye yerel ekonomiyi entegre etme, yatırım yapılan ülkede rekabeti artırma, yeni firmalar geliştirme yada yeni firmalar inşa etme şeklinde olduğunu belirtmiştir.

1.4.2. DYY'lerin İstihdama ve Ücretlere Etkisi

DYY'lerin yapıldığı ülkeler, yatırımdan elde ettikleri getirinin fayda maliyet analizini yaparken üzerinde durmaları gereken faktörlerden birisi de yatırımın oluşturacağı istihdamdır. Yapılan yatırımlar istihdam üzerinde dolaylı ya da dolaysız yönden etkiler bırakabilmektedir. Ancak burada önemli olan nokta yapılan yatırımın şekli ve üretimin yapılacağı sektörün yapısal özelliğidir. Çünkü bu kriterler yatırımın oluşturacağı istihdam etkisinin geniş veya sınırlı kalmasına neden olmaktadır. Örneğin yabancı bir firmanın yerli bir firmayı satın alınması ya da birleşmesi şeklinde gerçekleştirilen DYY sonucunda ülkede herhangi bir iş alanı oluşacağı söylenemez (Çeken, 2003: 58).

Yapılan DYY'lerin istihdam üzerinde dolaylı ve dolaysız olarak etkileri söz konusudur. Dolaysız etkilerini iki şekilde açıklayabiliriz. Bunların ilki DYY'nin özelleştirme şeklinde gerçekleştirilmesi sonucunda yapılan özelleştirme sonrasında iş kayıplarının ortaya çıkması, ikincisi ise DYY'lerin yeniden yatırım şeklinde gerçekleşmesi sonucunda yeni iş imkânlarının ortaya çıkıp istihdamın artmasıdır. Dolaylı etkileri ise, bir firmanın DYY olarak satın alınmasından sonra eski yerli bağlantılar ile tüm iş hadlerinin ortadan kaldırılması (iş kayıplarının yaşanması) sonucunda istihdam kayıplarının yaşanması, DYY'leri yapan gelişmiş teknoloji ile çalışan ÇUŞ'lara karşı KOBİ'lerin rekabet edememesi ve bunun sonucunda iş kayıplarının yaşanması ve istihdamın azalması, yapılan DYY'nin yeni yurt içi bağlantılar kurması sonucu iş sahalarının oluşması ve istihdamın artmasıdır (Hunya ve Geishecker, 2005: 7-8).

DYY'lerin istihdam üzerindeki dolaylı ve dolaysız etkilerinden yola çıkarak, DYY'lerin istihdam üzerindeki etkilerinin genel olarak DYY'lerin ülke ekonomilerine giriş şekline bağlı olarak değişiklik gösterdiği söylenebilir. Bu açıdan ülke ekonomisine giriş yapan DYY'nin şekli önem arz etmektedir. Yeniden yatırım şeklinde yapılan DYY'ler istihdamı arttırıcı bir etki oluştururken, birleşme ve satın alma ya da ortaklık şeklinde gerçekleştirilen DYY'lerin istihdama katkısı farklı şekillerde olabilmektedir.

Asya Kalkınma Bankası (2004) DYY'lerin sunmuş oldukları ileri ve geri bağlantılardan en iyi şekilde yararlanarak işgücü piyasalarını esnek hale getirecek ve bölgesel kalkınmayı sağlayacak politikalara ihtiyaç olduğunu belirtmektedir. Bu tür politikalar ile yeni iş sahaları için hinterlandlar oluşturulmakta ve DYY'lerin getirmiş oldukları faydaların mekânsal dağılımı sağlanmaktadır.

DYY'lerin ücretler üzerindeki etkileri ise özellikle gelişmekte olan ülkelere yapılan DYY'lerin çalışanlara yerel firmalardakilere göre yüksek düzeylerde ücretler verdikleri yönündedir. DYY'lerin ücretler üzerindeki etkilerini ölçen çalışmaların bazılarının DYY'lerin ücretleri pozitif etkilediği, bazılarının ise DYY'lerin ücretler üzerinde negatif küçük etkileri olduğu yönündedir. Bu açıdan DYY'lerin türlerine ve yatırım yapılan ülkenin karakteristik özelliklerine göre DYY'lerin ücretler üzerindeki etkileri değişiklik göstermektedir (OECD, 2008: 13).

Brown, Deardorf ve Stern (2003)'de DYY'lerin ücretler üzerindeki rolünü dört kısımda teorik olarak açıklamıştır. Bunlardan birincisi; DYY'ler ülke ekonomilerine ek bir sermaye avantajı sağlayabilirler. Böyle bir durumda normal sermaye stoku artacağından emek gücünün marjinal üretimi de artacak ve bu artış beraberinde ücretleri de arttıracaktır. İkincisi, DYY'ler giriş yapmış oldukları ülke ekonomilerine yüksek teknolojiler kazandırabilirler. Teknolojideki bu gelişmenin ücretler üzerindeki etkisi kesin olmamakla birlikte koşullara bağlı olarak artış veya azalış şeklinde gerçekleşecektir. DYY'ler sayesinde gerçekleştirilen üretim ve üretim süreci kimi zaman ülkeler arasında dağınık bir şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Bu şekilde gerçekleştirilen dağınık üretimin faktör fiyatlarına etkisi yerel ülkedeki faktör fiyatlarının yoğunluğuna bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Dördüncüsü ÇUŞ'lar bir yerel pazarı düzenleyecek kadar yatırım yapılan ülke piyasasında söz sahibi olabilirler. Bu açıdan ücretleri yerel firmaların üzerinde ya da altında belirleyebilirler. Ancak genel olarak ÇUŞ'lar ortalama ücretlerin üzerinde ücret ödemeye daha isteklidirler.

1.4.3.DYY' lerin Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri

Birçok ülke ödemeler bilançosu açısından DYY'leri önemli politika üretme araçları olarak görmektedir. DYY'lerin ödemeler bilançosuna etkileri üç şekilde değerlendirilebilir. Bunlardan ilki ÇUŞ'lar kurulumunu gerçekleştirmiş oldukları yabancı iştirakleri ile ev sahibi ülkeye başlangıç sermayesi aktararak ev sahibi ülkenin özellikle sermaye hesabının bundan faydalanması sağlanır. Ancak oluşturulan bu sermaye şirketler açısından başlangıç sermayesi olduğundan ülke için geçici bir etki sağlar. İkincisi ise eğer yapılan DYY hizmet ve mal ithalatı yapıyor ise bu durum ev sahibi ülkenin cari hesabı ve ödemeler dengesini geliştirecektir. Üçüncü olarak ÇUŞ'lar eğer yabancı iştirak kullanarak mal ve hizmet ihracatı yaparsa, bu durumda ev sahibi ülkenin ödemeler bilançosuna büyük katkılar sağlayacaktır (Kastrati, 2013: 29).

Kindleberger (1958)'de yabancı sermaye yatırımlarının ödemeler bilançosunu iki şekilde etkilediğini belirtmiştir. İlk etki, yabancı sermaye girişi ile ülkenin döviz rezervlerinin artması, ikinci etki ise ithalatın ikame edilmesi ile yapılan ithalat ile elde edilecek kazancın ödemeler bilançosuna sağlayacağı katkıdır. Yabancı yatırımcı yatırım yapabilmek adına birçok girdiye ihtiyaç duyacaktır. İhtiyaç duyulan bu girdilerin büyük bir kısmı yatırım yapılan ülke tarafından sağlanacağı için ekonomiye giriş yapan sermaye ülke ekonomisine döviz kazandırıcı bir etkiye sahip olacaktır (Soydal, 2006: 587). Ödemeler bilançosu açısından mal ve hizmetlerin ihraç edilmesi ve ithal ikamesinin yapılması olumlu bir gelişme olurken, üretim sürecinde kullanılan ithal girdiler, kar transferleri ve diğer dış faktör ödemeleri döviz çıkışına sebep olmakta ve ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etki oluşturmaktadır (Çeken, 2003: 54).

1.4.4.DYY' lerin Teknoloji Üzerine Etkisi

Günümüzde ÇUŞ'lar dünya genelindeki araştırma ve geliştirme faaliyetlerini en üst düzeyde gerçekleştirmekte ve oluşturulan yüksek düzeydeki teknolojiyi kontrolleri altında tutmaktadırlar. Bu açıdan ÇUŞ'ların özelliklerine göre Ar-Ge

faaliyetleri belirli ülkelerde yoğunluk gösterirken, ÇUŞ'ların yapmış oldukları yatırımlar, üretimler ve sağlamış oldukları istihdam birçok gelişmekte ve gelişmiş ekonomiye yayılma göstermektedir (Blomström ve Kokko, 1996: 3).

Teknoloji transferi genel olarak bilgi ve bilişim alış verişi şeklinde tanımlanmaktadır. Teknoloji kodlanmış (meydana getirilmiş, oluşturulmuş) ya da kodlanmamış (mühendislik bilgisi) şekilde ve değişik kanallar çerçevesinde ülkeler arasında transfer olabilmektedir. Bunlardan en önemli ilk teknoloji transfer kanalı ürün ve hizmet ihracı ile gerçekleşen teknoloji transferi iken diğeri ise firmalar arasında gerçekleştirilen ortak girişimler, sınır ötesi birleşmeler ya da teknolojik lisanslama yoluyla yapılan DYY'lerdir (Glass ve Saggi, 2008: 1).

DYY'lerin ülke ekonomilerini özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerini en çok etkiledikleri alanlardan birisi teknoloji alanıdır. DYY girişinin olduğu gelişmekte olan ekonomilere teknoloji transferi sağlanarak; bu ülkelerde bilgi, beceri ve yeni teknoloji yayılımları meydana gelmektedir (Sönmez ve Pamukçu, 2011: 3). ÇUŞ'lar teknoloji transferinin yanı sıra işletmecilik bilgilerini de yatırım yaptıkları ülkelere beraberlerinde getirmektedir. Bu açıdan yabancı sermaye girişinin olduğu ülkelerde araştırma ve geliştirme faaliyetlerine ve yerli personelin işletmecilik ve teknoloji konularında eğitimlerine de katkı sağlanır (Çeken, 2003: 58).

DYY'leri dünya genelinde yapanlar ÇUŞ'lardır. ÇUŞ'larda dünya genelinin araştırma ve geliştirme faaliyetlerini üstlenen işletmelerdir. ÇUŞ'ların yapmış oldukları Ar-Ge çalışmaları ve bunun sonucunda meydana gelen yeni teknolojinin gelişmekte olan ülkelere transferi de büyük ölçüde DYY'ler ile gerçekleşmekte ve böylelikle gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferi sağlanmaktadır. Böylece yerel firmalar ve ÇUŞ'ların yerli iştirakleri ÇUŞ'ların yapmış oldukları doğrudan yatırımlar ile elde etmiş oldukları yeni teknolojiyi kullanarak etkili ve verimli bir şekilde hizmet verebilme avantajına sahip olmaktadır (Tong, 2001: 2). Diğer taraftan ÇUŞ'lar gelişmekte olan ülke ekonomilerine ellerindeki en son teknolojiyi getirmeyip, eski teknolojilerini bu ülkelere getirebilmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde teknoloji daha geri seviyelerde olduğu için bu ülkeler eski teknolojiyi kabullenmek zorunda kalmaktadır. Bu açıdan ÇUŞ'lar yeni teknolojiyi genel olarak daha üst gelir gruplarının kullanmış oldukları tüketim maddeleri

yönünde geliştirdiklerinden düşük gelirli gruplar transfer edilen teknolojinin sağlamış olduğu avantajlardan yeteri kadar yararlanamamaktadır (Çeken, 2003: 57).

2.YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Küreselleşmenin en önemli unsurlarından birisinin sermaye hareketlerinin liberalizasyonu olduğu söylenebilir. Özellikle kambiyo denetimlerinde yapılan gevşetici düzenlemelerin sonucunda sermayenin küresel ölçekte dolaşımına izin verilmesinin birçok önemli sonucu olmuştur. Bu sonuçların en önemlilerinden biri ödemeler bilançosunun cari işlemler parçası ile sermaye hareketleri arasındaki bağıın büyük ölçüde gevşemesidir. Sermaye böylelikle büyük bir dolaşım özgürlüğüne kavuşmuş ve dünya ekonomisinde mal ile sermaye hareketleri (portföy yatırımları) arasındaki bağlantı azalmıştır. Böylelikle mal hareketlerinden bağımsız olarak dolaşan sermaye hızla büyüyerek önemli boyutlara ulaşmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:10).

YPY'ler DYY'ler gibi yabancı bir ülkede fiziksel olarak personelin olmasını ya da üretimin varlığını gerektiren yatırımlar değildir. Bu tür yatırımlar genel olarak yabancı piyasalarda tahvil, hisse senedi, mevduat sertifikaları, depo sertifikaları gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Yabancı yatırımcılar YPY'ler ile yabancı banka hesaplarına ya da kredilerine yatırım yapabilirler. Yabancı yatırımcıların YPY yapmalarının en önemli nedeni yabancı piyasalar arasında yatırım portföylerini çeşitlendirerek politik risklerden kaçınmak ve yapmış oldukları yatırımdan yüksek derecede getiri elde etmek ya da döviz piyasalarında spekülasyon oluşturmaktır (Ajami, Cool, Golddard ve Khambata, 2006: 29).

Gelişmekte olan ülkelere olan sermaye hareketlerinin bileşimi son yıllarda önemli değişiklikler göstermiştir. 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerine yabancı ticari bankalar aracılığı ile dışarıdan finansman imkânı sağlanabilmesine rağmen 1980'li yılların başlarında birçok ülkenin mevcut dış borçları nedeni ile bu ülkelerin finans kaynakları kesintiye uğramıştır. Bu noktada potansiyel yatırımcılar bu ülkelerdeki sermaye talep edenlere sermaye sunma noktasında daha temkinli davranmışlardır. Sonrasında gelişmekte olan ülkelerde

meydana gelen makroekonomik ve finansal ortamın iyileşmesi ile 1990'lı yıllarda ülke ekonomilerine giriş yapan sermayenin çoğu özel fon arz eden kurumlar tarafından sunulmuştur. Böylelikle hızla artan portföy yatırımları bankaların dışındaki kanallar vasıtası ile yapılır olmuştur (Claessens ve Gooptu, 1994: 62-63).

Bununla birlikte 1970'li yıllarda daha çok uluslararası sermaye piyasalarında ticari banka kredileri işlem görürken, 1990'lı yıllara gelindiğinde tahvil ve hisse senetlerine dayalı portföy yatırımlarının ön plana çıktığı görülmektedir. Uluslararası sermaye piyasaları ürünlerinde meydana gelen bu yönlü bir değişim dünya ekonomisinin işleyişinde yaşanan finansal krizlerin dinamiklerini de değiştirmiştir. 1990'lı yıllarda yaşanan Meksika, Türkiye, Brezilya ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerin finansal nitelik taşıması sermaye akımlarının özellikle de portföy yatırımlarının meydana getirmiş olduğu etkilerin tartışılmasına yol açmıştır (Başoğlu, 2000: 89).

YPY'ler yerli sermaye piyasalarının güçlenmesine, uluslararası piyasalar ile daha entegre şekilde çalışabilmelerine ve bu piyasaların işleyişinin daha sağlıklı temeller üzerine oturtulmasına yardımcı olmaktadır. Bu açıdan sermaye piyasalarının gelişmişliği de yurtiçi ekonomiye önemli finansal kaynaklar sağlayacağından daha sağlıklı bir ekonomik yapı ortaya çıkacaktır. Ayrıca yurtiçi sermaye piyasalarının dışarıya açılması tasarruf ve kaynakların dünya geneline yayılmasını sağlayarak dünya ülkelerinin ekonomik açıdan gelişmelerine büyük katkılar sağlayacaktır. Bunların yanı sıra YPY'ler yatırımcıya, portföyünü çeşitlendirebilme fırsatı sunarak, daha yüksek tasarruf ve teşvik alabilme imkânı sağlamaktadır (Evans, 2002: 2).

Diğer taraftan YPY'ler çok kısa sürede likite çevrilebildiğinden ülke ekonomilerini kolaylıkla terk edebilen yatırımlar olduklarından yatırımcılar açısından en az risk unsuru taşıyan yatırımlardır. Ancak yatırımın yapıldığı ülke açısından ise en riskli yatırım türüdür. Çünkü bu yatırımlar olası bir istikrarsızlık durumunda ülkeden çıkarak o ülkede kriz meydana gelmesine neden olabilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 203-204). Bu açıdan Esen (1998) YPY'lerin ülkelerin iktisadi politika özerkliklerini kısıtladığı ve finansal dalgalanmalara karşı ülke ekonomilerini daha kırılgan bir hale getirdiğini belirtmiştir.

YPY'ler DYY'ler ile kıyaslandığında her iki yatırım türünün arasında önemli farklılıkların olduğu görülmektedir. Bu iki yatırım türü arasındaki en önemli farklılık gerçekleştirilen yatırımın yönetilmesi ve denetlenmesi noktasındadır. DYY'lerde firmanın yönetiminde ve denetiminde yatırımcı etkili bir unsur olurken, YPY'lerde firma üzerinde yatırımcının herhangi bir yatırım yada denetim hakkı söz konusu değildir. YPY sayesinde yerleşik firma sadece uluslararası piyasadaki kaynak temin etmiş olmaktadır. Diğer bir fark ise DYY'lerin giriş yaptıkları ülkelere teknoloji ve üretim bilgisini de beraberinde getiriyor olmalarına rağmen YPY'lerde yatırımcının ortaya koymuş olduğu sermayeden başka firmaya katkıda bulunmamasıdır (Bildirici, 2008: 7).

YPY'lerin ülke ekonomileri açısından oluşturabileceği negatif etkilerin yanı sıra bu tür yatırımların reel sektör üzerinde üç yönde yarar sağlayabileceği görüşü yaygındır. Bunlardan ilki YPY'ler borçsuz yabancı yatırım kaynağı sağlayabilirler. Sermaye kaynağı az miktarlarda olan gelişmekte olan ülkeler YPY'ler sayesinde yurtiçi tasarruflarını arttırabilir ve elde edilen döviz girdisi ile karşılaşılabilecek döviz açıklarının önüne geçilebilir. İkincisi yabancı yatırımlar ve sermaye girişlerinde meydana gelen artış ülkedeki sermaye dağılımı etkinliğini arttıracaktır. Bu duruma göre YPY'ler de DYY'ler gibi getirisi düşük sermayesi bol ülkelere sermaye girişi için para kaynağı teşvikinde bulunabilir. Sermayesi sıkıntısı çeken ülkelere yönelen sermaye akımı sayesinde bu ülkeler sermaye maliyetlerini düşürme, yatırım ve üretim oranlarını arttırma gibi avantajlar elde edeceklerdir. Diğer bir görüşe göre YPY'ler sermaye dağılımı etkinliğini etkilememektedir. Bunun nedeni ise bazı uluslararası yatırımlar reel ekonomi ile ya çok az bir bağ taşımakta ya da herhangi bir bağ taşımamaktadır. Bu nedenle yapılan YPY'ler, üretimi ve reel değişkenleri etkilememektedir. Üçüncü ve en önemli olarak, YPY'lerin yurtiçi sermaye piyasaları aracılığıyla genel ekonomiyi etkilemeleridir. YPY'ler girmiş oldukları sermaye piyasalarında hisse senedi değerlerini arttırabilirler (Pal, 2006: 3). Böylece sermaye maliyetinin düşüklüğü ve güçlenen hisse senedi piyasası şirketlerin yeni hisse senedi ihraç etmeleri noktasında özendirici olabilir. Ayrıca ülke ekonomisine giriş yapan YPY'lerdeki artış, yerel sermaye piyasalarının likiditesini arttıracığından buna bağlı olarak piyasaların etkinliği de artacaktır. Bunların yanı

sıra likiditenin artması piyasanın derinlik kazanmasını sağlayacak ve yatırım için finansal araçların çeşitliliğinin artması mümkün olabilecektir (Açıklan ve Ünal, 2009: 17).

Portföy yatırımlarının dünya genelinde artış göstermesinin önemli nedenlerinden birisi de özellikle sanayileşmiş ülkelerde büyük boyutlara ulaşan sigorta şirketi ve emekli sandığı fonlarının risklerini minimize edebilmek adına gelişmekte olan ülkelerdeki menkul kıymetlere yatırım yaparak menkul kıymetlerini çeşitlendirmek istemesidir. Bu doğrultuda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler daha fazla portföy yatırımı çekebilmek adına sermaye akımlarının serbestleşmesine yönelik düzenlemeler yapmış ve sermaye piyasalarının gelişmesi adına yasal düzenlemeleri yürürlüğe koymuşlardır (Yalçiner, 2012: 95).

2.1. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINDA KULLANILAN FİNANSAL ARAÇLAR

ACCA (2012) finansal araçları ortaklık sağlayan finansal araçlar ve alacak hakkı sağlayan finansal araçlar olarak iki grupta değerlendirmiştir. Ortaklık sağlayan finansal araçları hisse senedi ve türevleri olan finansal araçlar olarak değerlendirirken alacak hakkı sağlayan finansal araçları tahvil ve türevleri olan finansal araçlar olarak değerlendirmiştir. Bu açıdan bu çalışmada da portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlar ortaklık hakkı sağlayan finansal araçlar ve alacaklılık hakkı sağlayan finansal araçlar olarak değerlendirilecektir.

2.1.1. Yatırımcısına Ortaklık Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar

Ortaklık hakkı veren finansal araçlar çok çeşitli formlarda olabilmektedir. Bunlar yabancı yatırımcıların yerli pazardan direk olarak aldıkları hisse senetleri, ülke fonları, depozito sertifikaları ve direk yabancı piyasalarda hisse senedi ihracı şeklindedir. Ortaklık hakkı sağlayan finansal araçların yatırımcılar açısından faydası yatırımcıların elde edecekleri getiri oranının üstlenecekleri riske bağlı olarak değişim

göstermesidir. Üstlenilen risk açısından bir takım faktörler önem arz etmektedir. Bunlar yerel piyasanın verimliliği, ev sahibi ülkede uygulanan muhasebe ve denetim standartları, ülkeye yapılacak yatırımın yapılabilirliği, transfer riski, vergiler ve diğer işlem maliyetleri, kısıtlama ve düzenlemeler gibi faktörlerdir (Claessens, 1995: 3, 5).

Ülke fonları, uluslararası piyasalar da yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara bu piyasalarda yatırım yapma ve fon toplama kolaylığı sunan finansal araçlardır. Fonlar; global, bölgesel ve ülke fonları olarak farklı çeşitlere sahiptir. Global fonlar tüm gelişen piyasalara, bölgesel fonlar belirli bölgelere, ülke fonları ile de belirli ülkelere yatırım yapma imkânı sunmaktadır (Arslan, 1997: 85).

Ülke fonları daha çok az değerlendirilmiş finansal varlıkları tespit eder ve bu varlıklar gerçek değerine ulaşınca bu varlıkları satarlar. Ayrıca ülke ekonomilerindeki büyüme ve kriz dönemlerini önceden tahmin ederek fırsat ve tehditlerden yüksek karlar elde ederler (Chambers, 2008: 9). Profesyonel fon yöneticileri tarafından aktif olarak yönetilen ülke fonları sayesinde bireysel yatırımcı yatırım yaptığı pazar hakkında, firmalar hakkında bilgi sahibi olmasına ve günlük değişimleri izlemesine gerek kalmadan yatırımını yapabilmektedir. Ayrıca birçok yatırımcı ülke fonlarını farklı endüstri kollarından oluşturulmuş bir portföy yatırımı olarak düşündüğünden ülke fonlarını güvenilir bir yatırım aracı olarak görmektedir (Doğukanlı, 2012: 312). Bunların yanı sıra ülke fonları yatırımcının doğrudan yabancı ülke piyasalarından hisse senedi satın almasının önündeki riskleri ve maliyetleri azaltmakta, ayrıca yatırım yapılan şirket hakkında bilgi edineme riski, sermaye olarak verilen paranın, temettünün ve kar payının yatırımcıya ulaşması noktasında var olan risk ve oluşacak işlem masrafları ülke fonlarına yatırım yapılarak ortadan kaldırılabilmektedir (Yalçiner, 2012: 95).

Yatırımcısı açısından birçok avantajının olmasına rağmen son yıllarda ülke fonlarının sayısının artmasına rağmen ülke fonlarına olan talepte bir azalma olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise yatırımcıların birçok ülkeye direkt yatırım yapabilme olanaklarının olmasıdır. Bu duruma Brezilya hisse senedi pazarının yabancı yatırımcılara açılması sonucunda Brezilya fonu yöneticisinin bu fonu kapatmaya karar vermesi örnek olarak gösterilebilir. Diğer taraftan sermaye

piyasalarına giriş kısıtları olan ülkelere yatırımlar ülke fonları aracılığıyla sağlanmaktadır (Doğukanlı, 2012:313).

Depo sertifikaları, kendi ülkesi dışında bir borsada işlem görmek isteyen firmanın hisse senetlerini dayanak göstererek hisse senedi gibi işlem gören uluslararası finansal araçlardır (Çikot, 2011:19). Başka bir ifade ile bir depo kuruluşuna kaydettirilen belirli miktarlardaki menkul kıymeti temsilen çıkarılan ve depo edilen bir menkul kıymetin barındırdığı bütün haklara sahip olan menkul kıymettir. Bu açıdan depo sertifikaları uluslararası sermaye piyasalarından finansman imkanı sağlarken yabancı hisse senetlerine yatırım yapabilmenin avantajını yatırımcısına pratik bir şekilde sunmaktadır (Yalçiner, 2012: 96).

Eğer bir şirket depo sertifikası ihraç etmek istiyorsa öncelikle sponsor olarak tanımlanan bir banka ile anlaşmaya varması gerekmektedir. Sonrasında bu banka hisse senedi hangi ülkede ihraç edilecek ise o ülkede saklama bankasında hisse senetlerinin saklanması temin etmektedir. Daha sonraki aşamada yerel ve yabancı bankalar arasında mutabakat yapılır. Yabancı saklama bankası elinde bulundurduğu bu hisselerin karşılığında depo sertifikalarının ihracını yapar ve ilgili borsaya kotasyon için başvuruda bulunur. Borsaya kote olan depo sertifikaları ilgili ülkedeki diğer hisse senetleri gibi işlem görür. Ayrıca depo sertifikaları organize borsaların yanı sıra kote olmadan tezgah üstü piyasalarda da işlem görebilmektedir. (Çikot, 2011:19) . Uluslararası piyasalarda genel olarak işlem gören depo sertifikaları American Depository Receipt (ADR), International Depository Receipt (IDR), Continental Depository Receipt (CDR), European Depository Receipt (EDR), Global Depository Receipt (GDR)'dir (Doğukanlı, 2012:314).

Yabancı yatırımcılar tarafından yerli pazardan doğrudan hisse satın alımları, şeklindeki finansal araçlar belirli bir piyasadaki hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmesini ifade etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri yabancıların bu şekilde hisse senedi alıp satmalarına izin vermektedir. Ülke ve ülkedeki firmalar açısından dışarıdan kaynak sağlamak adına önemli bir finansal araçtır (Arslan, 1997: 86). Ancak bu şekilde hisse alım satımları özellikle bireysel yatırımcılar açısından bazı sakıncalar taşımaktadır. Yatırım yapılacak firma hakkında bilgi edinme riski ve işlem maliyetleri göz önüne

alındığında kurumsal yatırımcılar açısından değil de bireysel yatırımcılar tarafından bu unsurlar önemli engeller oluşturmaktadır (Yalçiner, 2012: 95). Bireysel ve kurumsal yatırımcıların kendi ülkeleri dışında bir ülkeden hisse senedi satın almalarının ilk sebebi yatırım yapılacak ülkede ki ekonomik şartların kendi lehlerine döneceği düşüncesidir. İkinci olarak yatırımın getirisinin yüksek olacağı beklentisidir. Üçüncü olarak da portföy çeşitlendirmesi yaparak kendi ülkelerindeki olası olumsuz bir duruma karşı daha az duyarlı olmak amacıyla (Madura, 2012: 75).

Yabancı yatırımcıların yerli piyasalardan doğrudan hisse almalarının yanı sıra, *yabancı pazarlarda firmaların hisse senedi ihraç etmesi* şeklinde gerçekleştirilen finansal araçlar söz konusudur. Bazı büyük ölçekli firmaların yerel pazarlarının dışında hisse senedi ihraç etmeye başlamasıyla bireysel ve kurumsal birçok yatırımcı kendi ülkeleri dışından hisse senedi satın almaya başlamıştır (Madura, 2012: 75). Ancak firmaların hisse senetlerini yabancı ülke piyasalarına kote ettirebilmeleri oldukça zor bir işlemdir. Özellikle de gelişmiş ülke piyasalarında hisse senedi ihracı kote şartları bakımından oldukça ağır şartlar gerektirmektedir. Bu açıdan depo sertifikaları hem firmalara hem de bireysel yatırımcılara önemli avantajlar sağlamaktadır (Doğukanlı, 2012: 311).

2.1.2. Yatırımcısına Alacak Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar

Uluslararası portföy yatırımları sadece hisse senedi yatırımları olarak gerçekleşmemektedir. Hisse senedi yatırımlarının yanı sıra tahvil ve bono gibi sabit getirili finansal varlıklarda YPY'lerin içinde bulunmaktadır. Yapılan YPY'lerde ekonomik şartlara ve yatırım yapılan ülkenin durumuna göre portföyün içindeki varlıklar çeşitlilik gösterebilmektedir. YPY'lerin içerisinde tahvil gibi sabit getirili varlıklara yatırım yapılması ile aynı risk düzeyinde hisse senetleri yatırımlarına göre daha yüksek düzeylerde getiri elde edilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 640).

Uluslararası piyasalarda yatırımcısına alacak, ihraç edene borçlanma olanağı sağlayan finansal araçlar uluslararası tahvil ihraçları, finansman bonusu ve mevduat sertifikalarıdır (Arslan, 1997: 86).

Tahviller, devlet ya da özel sektör büyük şirketlerin orta ve uzun vadeli finansman kaynağı elde etmek için çıkarttıkları borçlanma senetleridir (<http://www.spk.gov.tr/>). Şirketlerin veya devletlerin uluslararası piyasalara ihraç ettikleri tahvillerde uluslararası tahviller olarak değerlendirilmektedir. Şirket veya devletlerin yabancı piyasalarda tahvil ihraç etmeyi seçmelerinin üç önemli sebebi bulunmaktadır. Birincisi yurtdışında yapılacak tahvil ihracının daha fazla talep göreceği düşüncesidir. İkincisi firmalar belirlenmiş bir para birimi cinsinden bir projenin finansmanını karşılamayı isteyebilirler. Bu açıdan da söz konusu para biriminin en sık kullanıldığı fonları elde etmek isteyebilirler. Üçüncüsü ise faiz oranı düşük bir para birimine yatırım yapmak kur riskine karşı herhangi bir koruma sağlamasa da yatırım maliyetinin düşmesine olanak sağlamaktadır (Madura, 2012: 70).

Portföy yatırımlarının belirli bir kısmını oluşturan uluslararası tahviller *yabancı tahvil piyasası ve euro tahvil* piyasalarından ihraç edilerek işlem görmektedirler. Yabancı tahviller, ihraç edilecekleri ülkenin para birimi cinsinden ve bu ülkenin sermaye piyasalarında işlem göreceği şekilde yatırımcılara sunulan tahvillerdir. Alman bir ÇUŞ'un ABD sermaye piyasasında dolar üzerinden tahvil ihraç etmesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir (Eun ve Resnick, 2007: 294). Euro tahvil ihracı ise belirli bir para birimi cinsinden ancak birçok uluslararası sermaye piyasasında yatırımcılara sunulan tahvillerdir. Bir Alman ÇUŞ'un dolar cinsinden tahvil ihraç etmesi ve bunun İsviçreli, Hollandalı ve İngiltereli yatırımcılar tarafından alınması bu duruma örnek olarak gösterilebilir (Eun ve Resnick, 2007: 294).

Euro tahvil ile yabancı piyasalardan finansman kaynağı sağlamak genel itibari ile yasal düzenlemelerden bağımsızdır. Ulusal faiz oranlarından, faiz ödemelerinin stopaj kesintilerinden bağımsız olmaları ve menkul kıymet borsalarına kotasyon şartının olmaması bu şekilde tahvil çıkararak fon elde etmeyi cazip hale getirmektedir (Aşikoğlu, 1993: 78). Yabancı tahviller özellikle hükümetler tarafından ülke ekonomisine fon sağlamak amacıyla çıkarılmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 230). Euro tahvil piyasalarına göre yabancı tahvil piyasalarının kendilerine özel normları ve yasal düzenlemeleri bulunmaktadır. Ayrıca bir ülkenin yabancı tahvil piyasası ile

aynı ülkenin euro tahvil piyasası ayrı olduklarından iki piyasa yoğun bir rekabet içindedir (Aşıkoğlu, 1993: 78).

Uluslararası sermaye piyasaları için sunulan diğer finansal araçlarda *finansman bonosu ve mevduat sertifikasıdır*. Bu finansal araçlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansman kaynağı bulmakta zorlandıkları dönemde uluslararası piyasalardan fon sağlamak amacıyla tercih ettikleri finansal araçlardır (Doğukanlı, 2012: 309).

Mevduat sertifikaları içeriğinde vadeli mevduat hesabını barındıran senetlerdir. Yatırımcısı tarafından bankaya vadeli olarak yatırılan para karşılığında yatırımcıya hesap cüzdanı yerine mevduat sertifikası verilen finansal araçlardır. Mevduat en az otuz gün olmak üzere genelde daha uzun vadelidir. Bu vade yatırımı yapan kişi tarafından değil borç alan (banka) tarafından belirlenmektedir (Çelebican, 1979: 274). Finansman bonoları ÇUŞ'ların kendi teminatsız borç senetlerini ihraç etmeleri yoluyla oluşan finansal araçlardır. İşletmelerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için genel olarak büyük firmalar tarafından ihraç edilen kısa vadeli teminatsız borç senetleridir. Finansman bonoları üzerindeki bedel ana para ve faizini de kapsamakta olup, finansman bonosunun vadesine göre belirlenecek iskonto oranı finansman bonosunu çıkaran firma tarafından belirlenmektedir (Ceylan, 2007:29).

2.2. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Uluslararası ekonomik işlemler içerisinde hacmi en geniş yer tutan işlemler sermaye hareketleridir. Uluslararası sermaye hareketleri özellikle de portföy yatırımları giriş yaptıkları ülke ekonomilerinin sermaye piyasaları getirilerinden, faiz oranlarından, döviz kuru politikalarından ve ülkenin kredi değerliliğinden etkilenen kompleks bir yapıya sahiptirler (Yalçın, 2001: 2). YPY'ler günümüzde küresel finansal piyasaların en önemli özelliklerinden birisi haline gelmiştir. Dünya genelinde meydana gelen finansal liberalizasyon ve menkul kıymet piyasalarında meydana gelen işlem maliyetlerindeki ucuzlama ve ayrıca sermaye kontrollerinin

gevşetilmesi gibi olgular YPY'leri dünya çapında gerçekleşen küreselleşme sürecinin merkezine oturtmuştur (Pain, 1993: 83).

1980 Borç Krizi sonrası birçok gelişmekte olan ekonomiye yönelik özel sermaye hareketlerinde büyük artışlar meydana gelmiştir. Gelişmekte olan piyasalara yönelen sermaye akımları 1970'lerde yaklaşık 11 Milyar \$, 1980'lerde 22 Milyar \$ olarak gerçekleşirken, bu miktar 1991-1998 yılları arasında 150 Milyar \$'a ulaşmıştır. 1998-2002 yılları arasında gerçekleşen Asya Krizi neticesinde sermaye akımlarında bir düşüş gerçekleşmiş ve dünya genelindeki sermaye akımları 52 Milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca bu dönemlerde sermaye akımlarının yapısında da büyük değişiklikler meydana gelmiştir. 1970 ve 1980'lerde sermaye hareketleri genel olarak borç finansmanı için alınan krediler şeklinde gerçekleşirken, 1990'larda daha çok DYY ve YPY şeklinde sermaye akımları gerçekleşmeye başlamıştır (Baek, 2006: 364).

2.2.1. Dünyada Yabancı Portföy Yatırımları

Neoklasik perspektif ile 19.Yüzyıldan 1914'lere kadarki dönem birbirine benzerlik göstermektedir. Bu dönem için dört özellik önemlidir. İlk olarak meydana gelen sermaye akımları bu dönemde ağırlıklı olarak altın standart para cinsinden genellikle de sterlin olarak gerçekleşmiştir. Nominal döviz kurları sabitlendi ve böylelikle enflasyon beklentilerinin stabilize edilmesi sağlandı. İkinci olarak önemli yatırım aracı tahvil olmuş ve uzun dönem nominal faiz oranları nispi olarak sabitlenmiştir. Üçüncü olarak finansal varlıkların çeşitleri ve özellikleri sınırlıdır. Altın standardı para sözleşmeleri sayesinde uzun dönem faiz oranlarının stabilize edilmesi, finansal açıdan çeşitlendirme ve hedge işlemlerine duyulan ihtiyacı azaltmıştır. Ayrıca sermaye akımları önceki yıllara nazaran daha formel bir yapıya bürünmüştür. Dördüncü olarak bu dönemdeki sermaye hareketlerinin uzun vadeli olmaları ve genel olarak finansmanda altyapı ve diğer reel yatırımlarda kullanılmasıdır (Committee on the Global Financial System, 2009: 8). Bu dönemde özellikle İngiltere uluslararası finans merkezi konumundaydı ve İngiliz sterlini güçlü durumdaydı. Birçok ülke altın yerine İngiliz sterlini elinde tutuyordu. Bu yüzden de

İngiltere Merkez Bankası olağanüstü yükümlülüklerine karşı rezervlerini nispeten düşük seviyelerde tutuyordu. Aynı dönemde ABD, İngiltere'ye yatırım yapma noktasında uluslararası bir yatırımcı olmamasına rağmen, bu yüzyılda kısa bir süreliğine de olsa yabancı yatırımlar noktasında önemli bir yere sahipti. Özellikle 1898-1901 döneminde yüksek oranlarda ABD'den sermaye çıkışı yaşanmış ve 1905'te de net sermaye ihraççısı konumunu sürdürmüştür. Yapılan yatırımlar genel olarak hem portföy hem de doğrudan yatırımları kapsayacak şekildeydi (Werner, 1994: 21-24).

Bu açıdan bakıldığında I. Dünya Savaşına kadarki dönem birçok ekonomist tarafından dünya ekonomik entegrasyon derecesinin artışı şeklinde karakterize edilmiştir. Emtia ve faktör fiyatları birbirine yakınlaşmış, uluslararası göçler ve uluslararası ticaret genişlemiş, faiz oranlarının ülkeler arasında yakınsaması ile finansal piyasalar uluslararası piyasalara daha entegre hale gelmiş, yatırımlar ile tasarruflar arasındaki korelasyon azalmış, devlet tahvillerinin yaygınlığı azalmıştır. I. ve II. Dünya Savaşı ve 1929 Büyük Bunalım sonrasında ise piyasaların entegrasyonu büyük ölçüde azalmıştır. Ülkeler bu olaylar sonrasında daha milliyetçi politikalar uygulayarak uluslararası boyutta işbirlikçi politikaların azalmasına sebep olmuşlardır (Moore, 2005: 685). Diğer bir ifade ile Büyük Bunalım ve II. Dünya Savaşı sonrasında ülkeler uygulamış oldukları korumacılık politikaları ile mal, ticaret ve sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına sebep olmuşlardır (Aytemiz, 2007: 22).

II. Dünya Savaşı sonrasında birçok para birimi dönüştürülebilir değildi. Ayrıca birçok ülkede yabancı yatırımlar üzerinde sıkı kısıtlamalar vardı. Bu kısıtlamalar sadece yatırımı alan ülke tarafından yapılmıyor, kaynak ülkeler tarafından da yapılıyordu. Ülkeler bu dönemde döviz kuru istikrarı ve para politikası özerkliği gibi konular üzerinde duruyorlar ve bu durumda serbest sermaye dolaşımı politikası tercihini terk etmelerini gerektiriyordu. Ülkelerin bu şekilde uygulamış oldukları politikalar neticesinde sermaye hareketleri II. Dünya Savaşı sonrasında düşme eğilimine girmiştir (Das, 2003: 10).

Bu süreç sonrasında dünya genelinde Bretton Woods sistemine geçilmiştir. Bretton Woods sistemi sabit kur rejimi ile dünya genelinin en son deneyimi olmuştur. Bu sistem orijinalinde ayarlanabilir kur rejimi olarak tasarlanmasına

rağmen gelişimini sabit döviz kuru sistemi olarak sürdürmüştür (Bordo, 1993: 3). Dünya genelinde Bretton Woods sistemi ile bir istikrar ortamı sağlanmış ve sayıları artan ÇUŞ'larında varlığı ile YPY'lerin yabancı yatırımlar içindeki oranı artmıştır. Ancak bu dönemde II. Dünya Savaşı sonrasında olduğu gibi korumacılığın yaygın olarak sürdürüldüğü bir dönem olmuştur. 1970'lerde Bretton Woods sisteminin çökmesi ve 1973-1980 yılları arasında meydana gelen petrol krizleri sermaye hareketlerini tekrar yavaşlama evresine sokmuştur. 1980'li yıllardan sonra gerçekleşen finansal liberalizasyon ve bölgesel entegrasyonlar sermaye hareketlerinin artmasını beraberinde getirmiştir (Aytemiz, 2007: 22).

1980 ve ileriki dönemlerde kurumsal yatırımcılar artış göstermiş ve uluslararası sermaye hareketlerinde önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler sermaye hareketlerinin artmasına bir altyapı sağlamıştır. Bu dönemde birçok ülke sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmış, özellikle tasarrufları az ve ithalat için döviz ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler bu sürece daha erken katılmışlardır (Güven,2001:95) .

Ticaret ve kambiyo rejimleri 1980'li yıllarda reel ve mali sektörlerde gerçekleştirilen yenilikler ile serbestleştirilmiştir. Bu dönemde özellikle uluslararası boyutlarda faaliyet gösteren ancak yüksek faiz oranları ve yararlanılabilir kaynakların azlığı nedeni ile finansman ihtiyacını karşılayamayan şirketler yeni yeni gelişim gösteren ve büyük bir hızla küreselleşme sürecine entegre olan finansal piyasalardan finansman ihtiyaçlarını karşılama imkanı elde etmişlerdir (Eser, 1995:13).

1980'lerin sonu 1990'ların başında YPY'lerde meydana gelen hızlı artış küresel sermaye piyasalarının önemli derecede genişlemesine yardımcı olmuştur. Küresel sermaye piyasalarında meydana gelen bu genişleme, çok geniş bir yelpazede küresel politik çevrenin, finansal teknolojinin ve yatırımcıların yatırım tercihlerinin değişimine yansımıştır. Sovyetler Birliği'nin çökmesi ve dünya genelinde piyasa odaklı politikaların uygulanması gelişmekte olan ülkelerin kredi ve yatırım cazibesini arttırmış ve gelişmekte olan ülkeleri portföy yatırımları noktasında daha cazip hale getirmiştir. Ayrıca teknoloji alanında meydana gelen gelişmeler küresel portföy

yönetimini kolaylaştırmış ve büyük parakende endeks fonlarının portföy yatırımlarını geliştirmekte olan ülke ekonomilerine kaydırmıştır (Feldstein, 2002: 3).

Bu ülkelerde döviz kurlarının düşük, reel faizlerin yüksek tutulması, önemli derecede arbitraj kazançlarının oluşmasına neden olmuş, böylelikle YPY'lerin bu ülke ekonomilerine girişi için gerekli ortam sağlanmıştır. Ülke ekonomilerine giriş yapan sıcak para ile şirketlerin kaynak sağlaması kolaylaşmış, hükümetlerde büyüme oranlarından taviz vermeden ve daha büyük problemler yaşamadan istikrarlı bir şekilde ülke ekonomilerini yönetebilme fırsatı elde etmişlerdir (Eser, 1995:13).

2000 yılında ise dünya genelinde gerçekleşen portföy yatırımları 6.3 Trilyon \$ olarak gerçekleşirken, portföy yatırımlarının en büyük ihraççısı ABD, İngiltere ve Japonya olmuştur. Bu üç ülkenin ihraç etmiş oldukları YPY toplamı, toplam YPY'lerin %68'ini oluşturmaktaydı. Hollanda, İtalya ve Fransa'nın payı ise %4 ile %6 arasında değişmekteydi (IMF, 2001: 4).

Özellikle de 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelere yönelen YPY'lerde gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarının düşük getiri oranları YPY'lerin ülke dışına çıkmasında itici faktör olurken, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının yüksek getiri oranlarına sahip olması çekici faktör olmuştur (Yalçiner, 2001: 2). Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelen sermaye hareketlerinin özelliklerinde eskiye nazaran değişiklikler meydana gelmiştir. Bu açıdan ilk dikkat çeken değişme sermaye akımlarının resmi kanallardan özel kanallara aktarılmış olması ve sermaye hareketlerinin cari işlemler ile olan bağlantısının zayıflaması sonucu kendi iç dinamiklerine göre hareket etmeye başlamalarıdır (Güven, 2001: 80).

Tablo 11. 2012-2013 Yılı Yabancı Portföy Yatırımı Girişinin Olduğu İlk 10 Ülke (Milyon \$)

Ülkeler	2012			2013		
	Hisse Senedi	Tahvil	Toplam	Hisse Senedi	Tahvil	Toplam
ABD	2,731,964	6,274,794	9,007,214	3,314,809	6,117,761	9,432,570
İngiltere	1,687,119	2,002,373	3,689,233	1,963,071	1,898,027	3,847,064
Fransa	756,407	2,120,404	2,876,813	955,726	2,173,034	3,128,759
Almanya	742,815	2,334,977	3,061,649	900,983	2,154,002	3,054,986
Lüksemburg	1,664,445	656,963	2,321,408	1,939,960	752,177	2,621,612
Cayman Adaları	1,093,941	924,644	2,008,779	1,282,740	888,062	2,191,761
Hollanda	342,894	1,662,226	1,998,465	482,165	1,683,047	2,156,890
Japonya	791,710	653,254	1,426,147	1,100,087	535,382	1,613,537
İtalya	190,507	1,062,455	1,256,585	233,685	1,227,289	1,460,342

Kaynak: www.imf.org.

2012-2013 yıllarında dünyada en fazla YPY alan ülkelerin ve YPY çeşitlerinin gösterildiği Tablo 11 incelendiğinde 2012 yılında ilk üç sırada ABD, İngiltere ve Almanya yer alırken 2013 yılında bu sıralama Almanya, İngiltere ve Fransa şeklinde olmuştur. En fazla YPY alan ABD'nin her iki yıl içinde en yakın takipçisinin iki katından daha fazla YPY aldığı görülmektedir. YPY'lerin dünya genelindeki yatırım şekilleri incelendiğinde ise 2012 ve 2013 yılında ABD, Fransa, Almanya, Hollanda, İtalya gibi ülkelerde borçlanma kâğıdı olan tahvil yatırımları yüksek oranlarda iken, İngiltere, Lüksemburg, Cayman Adaları, Japonya gibi ülkelerde hisse senedi yatırımlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu açıdan ülkelerin kendi karakteristik özelliklerine göre, yapılan YPY'lerin farklılık gösterdiği söylenebilir.

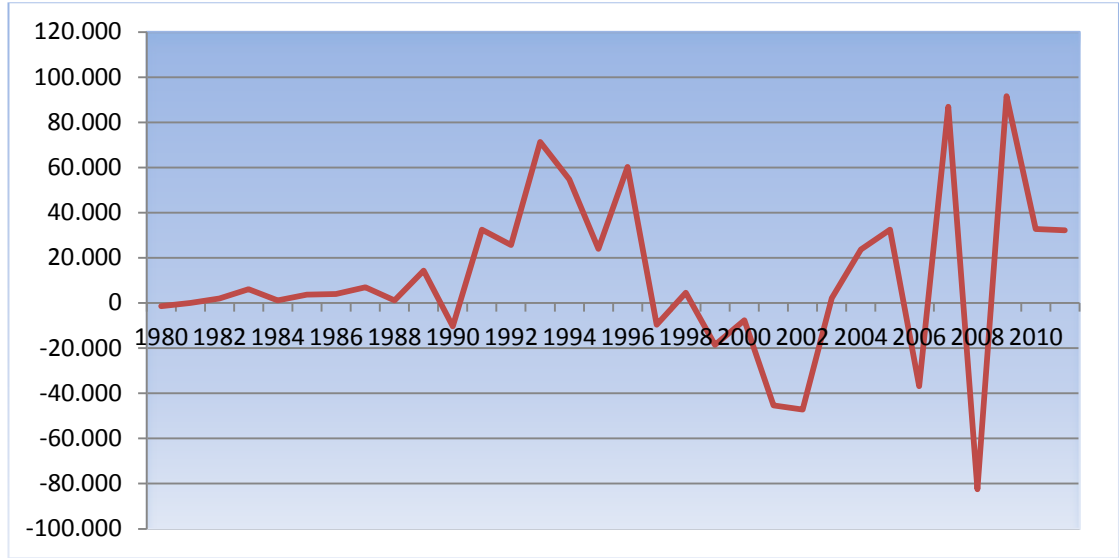
Tablo 12. 2001-2008 Yılları En Fazla Yabancı Portföy Yatırımı Alan 10 Ülke (Trilyon \$)

	ABD	İngiltere	Almanya	Fransa	Hollanda	Lüksemburg	İtalya	Cayman Adaları	İspanya	Japonya
2001	3,1	1,3	1,2	0,8	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3	0,5
2002	3,3	1,4	1,4	0,8	0,8	0,6	0,7	0,5	0,3	0,5
2003	4,2	1,8	1,8	1,3	1,1	0,9	1,0	0,7	0,5	0,7
2004	4,8	2,2	2,1	1,6	1,3	1,1	1,2	0,9	0,7	0,9
2005	5,3	2,4	2,1	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	0,8	1,3
2006	6,4	3,2	2,6	2,2	1,5	1,8	1,5	1,4	1,1	1,4
2007	7,3	3,6	3,2	2,4	1,7	2,1	1,5	1,8	1,4	1,5
2008	6,3	2,7	2,7	2,1	1,5	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1

Kaynak: (IMF, 2010:9)

2001-2008 dönemi en fazla YPY alan ülkelerin gösterildiği Tablo 12 incelendiğinde bu dönemde de ABD'nin en fazla yatırım alan ülke olduğu görülmektedir. İkinci sırada ise yıllara göre değişiklik göstermekle birlikte İngiltere yer almaktadır. Bu dönem zarfında üçüncülüğü ise Almanya almaktadır.

Grafik 7. 1980-2011 Gelişmekte Olan Ünelere Yönelen Yabancı Portföy Yatırımları Net Milyar \$



Kaynak: IMF, World Economic Outlook (2010) verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelen YPY'lerde 1980 sonrası önemli artışlar yaşanmasına rağmen asıl önemli artış 1990 sonrasında yaşanmıştır. 1980-2011 döneminde gelişmekte olan ülke ekonomilerine giriş yapan net portföy yatırımlarını gösteren Grafik 7 incelendiğinde, portföy yatırımlarının özellikle 1990 sonrasında büyük bir ivme ile yükseliş yakaladığı görülmektedir. 1990'ların sonlarına doğru YPY'ler düşüş trendine girmiş 2000'li yılların başlagıcında düşüş trendini sürdürürken 2002 sonrasında tekrar yükseliş trendine geçmiştir. Özellikle 2008 Küresel Krizi öncesinde en üst seviyelere ulaşan YPY'lerin kriz döneminde büyük bir kırılma yaşadığı görülmektedir. 2010 başlarında ise tekrar toparlanarak en üst seviyelere çıktığı görülmektedir.

Özellikle 1990'larda gelişmekte olan ülke ekonomilerine giriş yapan sermaye bu ülkelerin piyasalarının uluslararası entegrasyona büyük ölçüde hazır olduklarının bir kanıtı olarak görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin yoğunluk kazanması ve yeni bir şekil kazanması sadece 1990'lara özgü bir gelişme olarak görülmemektedir. Benzer şekilde 1970'li yıllarda da ölçek bakımından 1990'lara benzer şekilde sermaye yoğunlaşmasına rastlanmıştır. Ancak her iki

dönemdeki sermaye hareketlerini etkileyen ve sürecin gerçekleşmesini sağlayan etmenler farklılık göstermektedir. 1970'lerde oluşan sermaye hareketleri daha çok "petro dolar" ların uluslararası sermaye piyasalarına entegre edilmesi ile yüksek miktarlarda gerçekleşirken, 1990'lı yıllarda gerçekleşen sermaye hareketleri daha çok arbitraj kazancı sağlamak amacı ile yapılan yatırımlar neticesinde gerçekleşmiştir. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine girişini etkileyen etmenin farklılaşması bu ülkelere giriş yapan sermayenin niteliğinin de farklı olmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllarda ülke ekonomilerine giriş yapan yatırımlar daha çok kısa vadeli, akış gücü yüksek ve spekülatif bir nitelik taşıyan yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 16-17).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası portföy yatırımlarının son yıllardaki artışının sebebi için başlıca iki grup görüş hakimdir. Bunlardan ilki ABD ekonomisinde meydana gelen hızlı faiz düşüşleridir. Böylelikle kurumsal yatırımcılar risk oranı daha yüksek ancak getirisi daha fazla olan bu ülkeleri cazip yatırım merkezleri haline getirmiştir. İkinci görüş ise gelişmekte olan ülkelerin piyasalarının yapısal özelliklerini baz almakta ve bu doğrultuda özellikle Latin Amerika ülkelerinin yapmış oldukları ekonomik reformlara dikkat çekmektedir. Her iki görüş de birbirini tamamlar nitelikte görülmektedir (Bal, 1994: 24).

Claessens ve Gooptu (1994)'de bir ülkeye giriş yapan YPY'lerin o ülkede uzun dönemde kalıp kalmayacağını şu unsurlara bağlamıştır:

- Makroekonomik istikrarın yatırım yapılan ülkede sürdürülüp, sürdürülemeyeceği,
- YPY'ler sonucunda elde edilen fonların istikrarsız tüketim ya da istikrarlı yatırım alanlarında ne oranlarda kullanıldığına,
- YPY'lerin hızlı bir şekilde ihracat rakamlarının artışını sağlayarak ülkenin bu yatırımları geri ödeme kapasitesini iyileştirip, iyileştirmediğine,
- Uzun dönemde YPY yatırımcıları ile politik ve ekonomik açıdan istikrarlı bir sürecin sürdürülüp sürdürülmediğine.

2.2.2. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları

YPY’lerin Türkiye açısından gelişimlerine bakıldığında, YPY’lerin gelişim sürecinin Osmanlı İmparatorluğu döneminde başladığı görülmektedir. Özellikle 19. Yüzyılın ikinci yarısı ve sonlarına doğru Osmanlı, batı ülkeleri ile art arda imzalamış olduğu serbest ticaret anlaşmaları neticesinde açık bir pazar haline gelmiş ve sonuç olarak İmparatorluğun dış ticaret bilançosu büyüyerek devam eden açıklar vermeye başlamıştır. Meydana gelen açıkların kapatılması için başka finansmanı olmayan Osmanlı, istemeyerek de olsa borçlanma yoluna gitmiş ve tarihteki ilk borçlanmayı Kırım Savaşından hemen sonra yapmıştır (Şahin, 2009: 25). Özellikle 1850’li yıllardan sonra yani Kırım Savaşı sonrası Osmanlı borçlarını gittikçe arttırmış ve bu borçları ödeyebilmek adına yeni borçlanma yoluna gitmiştir (Özer, 1993: 128). Örnek olarak Osmanlı bu dönemde İngiltere’den 2.5 Milyon altın lira almış ve 3.5 Milyon altın lira borçlanmıştır. Bu dönemdeki sermaye girişlerinin yatırım şeklinde değil de borçlanma şeklinde olduğu görülmektedir (Şahin, 2009: 25).

Osmanlı’nın yıkılması ve Cumhuriyetin kurulması sonrasındaki dönemde yabancı sermayenin ülkeye girmesi noktasında İzmir İktisat Kongresinde liberal içerikli kararlar alınmıştır. Bu kararlar yeni kurulan Türk Devleti’nin faydasına ve ülke kanunlarına uygun bir şekilde gerçekleştiği sürece yabancı sermayenin ülke ekonomisine girişine izin verilebileceği yönündedir (Şener ve Kılıç, 2008: 28). Bu dönemde yabancı sermayenin ülkeye kazandırılması adına yapılan çalışmalara rağmen ülkeye istenilen ölçüde yabancı sermaye çekilememiştir. Cumhuriyetin kuruluşundan 1950’li yıllara kadar yabancı sermayenin karşısında herhangi bir politika izlenmemiştir (Karluk, 2001:104).

1929 Büyük Buhran’ın etkisi ve yaşanan bir takım sıkıntılar ile Sovyetler Birliği’nin uygulamış olduğu ve başarı elde ettiği liberal karşıtı politikalar, özellikle batı devletlerinin ve Türkiye’nin devletçilik yönlü milli eğilimlerinin artmasını sağlamıştır. Türkiye açısından devletçilik politikaları paralelinde yabancı sermayenin ülke ekonomisi içerisindeki payını azaltmaya yönelik uygulanan millileştirme politikaları, İkinci Dünya Savaşı’na kadar geçerliliğini korumuştur (Şener ve Kılıç, 2008: 29).

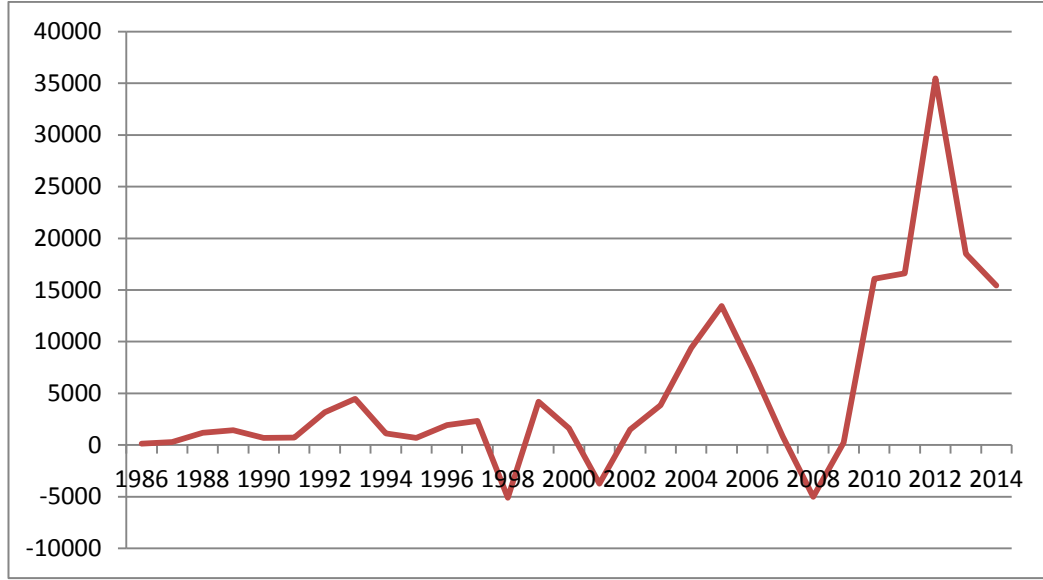
İkinci Dünya Savaş'ı sonrasında Türkiye yabancı sermaye yatırımlarından daha fazla pay alma amaçlı dışarıya açık politikalar geliştirmeye çalışmıştır. Bu amaç doğrultusundaki ilk düzenleme 1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı yasa olmuştur. 1950-1951 yıllarındaki 5821 sayılı yasa ile yabancı sermaye teşvik edilmeye çalışılmıştır. Ancak yabancı sermayeyi teşvik adına Türkiye'de ilk kapsamlı yasa 1954'de kabul edilen 6224 sayılı yasadır. Yapılan tüm bu düzenlemelere rağmen 1980'lerin sonuna kadar Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermaye sınırlı düzeyde kalmıştır. Bu dönemde (1954-1980) Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermaye yatırımları 200 Milyon \$ civarında gerçekleşmiştir (Akdiş, 1988'den akt. Aytemiz, 2007: 25).

Dünya genelinde meydana gelen gelişim ve değişim trendine paralel olarak Türkiye'de, 1980 yılında alınan 24 Ocak kararları ile ekonomik liberalizasyon sürecine girmiştir (Ekinci, 2011: 73). 24 Ocak kararları ile Türkiye, ekonomideki dış açıkları giderme ve devletin rolünü azaltma, ülke kaynaklarının piyasa koşullarına göre tahsisi ve fiyatlar genel seviyesini istikrarlı kılmayı amaçlanmıştır. Ayrıca bu kararlar ile Türkiye ithal ikameci kalkınma stratejisinden vazgeçerek dışa yönelik kalkınma stratejisine geçişin ilk ışığını yakmıştır (Aslan, 1997: 104-105). 32 sayılı kambiyo kararnamesi ile 1989 yılında kambiyo denetimleri kaldırılarak, sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına izin verilmiştir. Yapılan bu düzenlemeler Türkiye'deki finansal piyasaların ve bankacılık sektöründeki sorunların olduğu ve istikrar ortamının sağlanamadığı bir dönemde gerçekleştirilmiştir. Bu nedenle Türkiye ancak 1990'lı yıllardan sonra yoğun sermaye hareketlerine şahit olmuştur (Ekinci, 2011: 73). Ayrıca 32 Sayılı karar ile Türkiye'ye yatırım fonlarının kurulması için gerekli olanaklar sağlanmıştır. Ülke fonları ile de portföy farklılaştırmasına olanak sağlanarak daha fazla yatırımcı çekilmesi amaçlanmıştır (Aslan, 1997: 104-105).

Bu açıdan değerlendirildiğinde Türkiye'nin sermaye hesabı liberalizasyonunu 1989 yılında tamamladığı ve bu yıllardan sonra diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi yüksek miktarlarda YPY'ye ev sahipliği yaptığı görülmüştür. 1989 yılından sonra sermaye hareketleri üzerindeki birçok denetimin kaldırılmasını takiben, özellikle 2000'li yıllarda Türkiye'ye yüksek oranlarda sermaye girişi olmuştur. Diğer yandan Türkiye ekonomisinin yaşamış olduğu kriz dönemlerinde

Türkiye'ye yönelen sermaye çıkış pozisyonu almış ve sermaye girişi kesintiye uğramıştır (Karahana ve İpek, 2013: 303).

Grafik 8. 1986-2014 Türkiye'de Net Yabancı Portföy Yatırımları Milyon \$



Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> TCMB elektronik veri dağıtım sistemi verileri kullanılarak düzenlenmiştir.

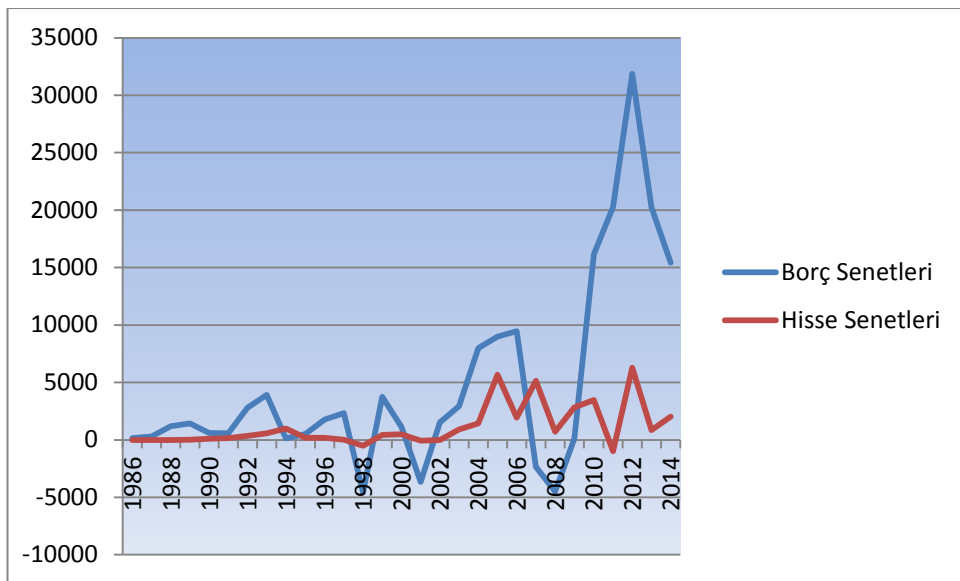
Grafik 8'de 1986'dan günümüze net YPY'ler gösterilmektedir. Genel olarak grafik 8 değerlendirildiğinde, YPY'lerin 1986'dan günümüze artış trendinde olduğu görülmektedir. Ancak bu trendin özellikle kriz dönemlerinde (1991, 1994, 1998, 2001, 2008) kesintiye uğradığı ve büyük oranlarda YPY çıkışlarının yaşandığı görülmektedir. Bu açıdan YPY'lerin herhangi bir olumsuz durumda ülke ekonomilerini rahatlıkla terk edebildiklerini söyleyebiliriz.

YPY'ler ülkemize özellikle 1990 sonrası yoğun olarak giriş yapmıştır. 1993'te en yüksek seviyelerine ulaşan YPY'ler 1994 krizi sonrasında da düşüş trendine girmiştir. 1997 yılına kadar toparlanma sürecine giren YPY'ler, 1998 krizi sonrasında büyük bir düşüş yaşamıştır. Kriz sonrasında toparlanarak hızla büyüyen YPY'ler 2001krizi ile tekrar düşüşe geçmiştir. 2001 sonrasında yüksek bir ivme ile

yükseliş trendine giren YPY'ler ikinci en yüksek seviyesine 2005 yılında gelmiş ve düşüş trendine girmiştir. 2008'deki küresel kriz ile en düşük seviyeye gelmiştir.

2008 yılının ikinci yarısından itibaren küresel finansal kriz ile birlikte yüksek düzeyde çıkış gösteren YPY'ler, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren dalgalı bir seyir izlemiş ve söz konusu eğilim 2010 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde net bazda hisse senedi ve DİBS kaynaklı girişler gözlenmiştir (TCMB, 2010: 10). 2012 yılında Euro bölgesinde devam eden finansal kriz ve küresel büyümedeki yavaşlama eğilimi ile birlikte Merkez Bankaları'nın uyguladığı parasal genişleme politikaları ve piyasada yaşanan likidite bolluğu, yılın üçüncü çeyreğinde küresel risk iştahının artmasına neden olmuştur. Bu şekilde artan risk iştahı ve bu dönemdeki Türkiye'nin makro ekonomik verilerindeki ekonomik gelişmeler yurt dışı yerleşikler tarafından portföy yatırımları bağlamında yoğun alımlar şeklinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2012: 17). 2013 yılı ilk çeyreğinde ise YPY'ler gerilemeye başlamıştır. Nisan ayı içinde ikinci not arttırımının da etkisi ile rekor düzeye ulaşan YPY'ler mayıs ayında hızla azalmıştır (TCMB, 2013: 22). 2014 yılının ikinci çeyreğinde ise YPY'ler yüksek düzeyde ve giriş yönlü gerçekleşmiştir. Özellikle bu dönemde DİBS ve bankacılık sektörünün yurt dışında ihraç ettiği tahvil kaynaklı sermaye girişlerindeki artışlar dikkat çekicidir (TCMB, 2014: 20).

Grafik 9. Türkiye'deki Yabancı Portföy Yatırımlarının Bileşenleri



Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> TCMB elektronik veri dağıtım sistemi verileri kullanılarak düzenlenmiştir.

Türkiye'ye giriş yapan YPY'lerin bileşenlerinin gösterildiği Grafik 9'a göre, Türkiye ekonomisinde YPY'lerin genel olarak borç senetleri yatırımları ve hisse senedi yatırımları şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte, borç senetlerine yapılan yatırım tutarlarının hisse senedi yatırımı tutarlarından yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca ekonomide meydana gelen olumsuz bir durum karşısında borç senetlerine yapılan yatırımların kriz dönemlerinde ülke ekonomisinden çıkış noktasında hisse senetlerine göre daha duyarlı oldukları görülmektedir.

YPY'ler Türkiye'de TCMB Ödemeler Dengesi Bilançosu Finans Hesapları başlığı altında Portföy Yatırımları kalemi altında yer almaktadır. YPY'ler bu hesap kalemi altında yükümlülükler ve varlıklar adı altında iki grupta incelenmektedir. Varlıklar kısmında yer alan değerler yurtiçindeki yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktayken, yükümlülükler kısmında ise yurtdışı yerleşiklerin yurtiçi piyasalardan yapmış oldukları menkul kıymet alım satımları ile bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı ile borçlandıkları miktarlar yer almaktadır (Yıldız, 2012: 28).

2.3.YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye kanallarından birisi olan ve son on yılda büyük bir gelişme gösteren YPY'ler uluslararası finansal piyasalardaki en önemli gelişme olarak görülmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinden gelişmekte olan ülke ekonomilerine doğru yönelen YPY'ler bütün ülkeleri de içerisine alan bir takım yenilik ve gelişmelerin meydana gelmesini mümkün kılmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelen YPY'lerin ana kaynağı, ağırlıklı olarak ABD merkezli olan yatırım fonlarının gelişmekte olan ülke hisse

senedi piyasalarına göstermiş oldukları ilgidir. Bununla birlikte finansal krizler YPY'lerin tersine hareket etmesine sebep olmakta ve bu durumda YPY'lerin ve finansal piyasa oyuncularının rolünü tartışmalı hale getirmektedir (Somuncu ve Karan, 2010: 150).

Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bu ülkelerin sermaye piyasalarını yabancı yatırımcılara açmalarının birçok potansiyel faydası bulunmaktadır. Sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması yabancı yatırımcıların ilgisini çekeceğinden yabancı sermaye bu ülkelere girecek ve finansal açıdan ülke büyüme sağlayacaktır (Kim ve Signal, 2000: 27). Honing (2008) sermaye hesaplarının liberalizasyonunun ekonomik gelişmeyi pozitif etkilediğini ve gelişmekte olan ülkeleri gelişim sürecinde olumlu etkilediğini belirtmiştir. Ayrıca ülke ekonomilerine giriş yapan sermayenin, verimli tasarruf ödeneği oluşturması, yerli projelerin finansmanı için yeni ek kaynak sunması, riskleri çeşitlendirmesi ve ülkenin finansal açıdan gelişiminin desteklenmesi adına büyük fırsatlar sunduğunu belirtmiştir.

Feldstein (2000) YPY'lerin ülkelere sağlamış olduğu faydaları şu şekilde sıralamıştır:

- YPY'ler yatırımcılarına yatırımlarını çeşitlendirebilme fırsatı sunduklarından yatırımcıların riskini azalmaktadırlar.
- Ulusal sermaye piyasalarının uluslararası piyasalara entegrasyonunu sağlamaktadırlar.
- Ülke ekonomisine giriş yapan sıcak para sayesinde hükümetlerin kötü politikalar üretmelerini sınırlandırmaktadırlar.

Levine ve Zervos (1996)'da benzer şekilde YPY'lerin ülkelerin ekonomik gelişmelerine büyük katkılar sağladığını ve yerel sermaye piyasalarına birçok yönden önemli faydalar sağladığını belirtmiştir. Ayrıca hacmi artan YPY'lerin sermaye piyasalarına büyük ölçüde likidite sağladığını ve bu durumda sermaye piyasalarına derinlik ve genişlik sağladığını belirtmiştir.

Sıcak para olarak da adlandırılan YPY'lere bir bakış açısına göre, gelişmekte olan ülkelere sağlamış oldukları faydalar tartışmalı olup, hatta oluşturabileceği zararlar daha ağır basmakta olup bu tür yatırımlara güvenle bakmak doğru değildir. Bu görüştekilere göre sıcak para hareketlerinin fazlası ile likit olup ülke

ekonomilerine girişleri ne kadar hızlı ve kolay ise meydana gelebilecek bir olumsuz durum sonucunda ülke ekonomisini terk etmesi de o kadar kolay ve hızlı olabilmektedir. Bu açıdan bu tür yatırımlar ülke ekonomileri için riskli ve güvenilirliği düşük yatırımlar olarak değerlendirilmektedir (Açıkalin ve Ünal, 2009:15).

Ülke ekonomileri açısından büyük faydalarının olmasına rağmen YPY'ler ülke ekonomilerini olumsuz yönde de etkileyebilmektedirler. Genel olarak YPY'lerin ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkisinin nedeni bu yatırım türlerinin kısa süreli ve fazla volatil olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu yatırım türlerinin mali piyasalarda sıkıntı oluşturan ve finansal krizlere yol açan en önemli özelliklerinin bu yatırım türlerinin volatil olmasıdır. Özellikle 1997-1998 Asya finansal krizinde YPY'lerin göstermiş oldukları ani ve tersine çıkış finansal piyasalarda bir panik yaşanmasına neden olmuş ve krizin oluşumunu hızlandırmıştır (Duasa ve Kassim, 2009: 110).

YPY'ler sahip oldukları yatırım araçları açısından çok fazla volatil bileşene sahip olan yatırım türleridir. Bu açıdan YPY'ler özellikle ödemeler bilançosunda önemli belirleyici role sahiptir. Özellikle Asya Krizi ve Küresel Finansal Kriz süresince birçok ülkede tersine hareket izlenmiş ve bu durum birçok ülkenin ödemeler dengesinde bozulmalar meydana getirmiştir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, YPY'lerin ekonomilerde uzun süreli kalıcı yatırımlar olmadıklarını, bu tür yatırımların asıl amacının risk çeşitlendirmesi yapmak ve gerekli karı sağlamak olduğu görülmektedir (Dua ve Garg, 2013: 3).

Calvo, vd., (1996), özellikle finansal olarak meydana gelen sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke ekonomisine olan etkilerini şu şekilde özetlemiştir: Ülke ekonomisine giriş yapan sıcak para ile ilk olarak döviz birikimi sağlanmaktadır. Elde edilen döviz birikimi sonucunda artan ithalat ve para arzına bağlı olarak yatırım ve tüketim harcamaları artmakta ve buna bağlı olarak tasarruflar azalmaktadır. Buna karşın tüketim ve yatırım harcamalarında meydana gelen artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır. Ülke ekonomisine giriş yapan finansal sermaye akımlarında meydana gelen azalma ya da sermaye akımlarının durma noktasına gelmesi ülke ekonomisini büyük bir cari işlemler açığı ile baş başa bırakmaktadır.

YPY'ler ile ülke ekonomilerine sıcak döviz girişi sağlandığından, bu durum yerli paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Teori de yerli paranın değer kazanması ihracatın azalması ve ithalatın artması anlamına gelmekte ve ithalat ile ihracat ikamesi yapan endüstrilerin de toplam talebinin azalmasına neden olmaktadır. Döviz kuru ithalatçılar açısından bir maliyet unsuru olduğundan durumun bu şekilde gerçekleşmesi ithalatı arttıracaktır. Diğer taraftan ihracatta azalacak ve milli gelirin bir unsuru da böylelikle azalmış ve bu durumda milli gelirin azalmasına neden olacaktır. Diğer taraftan YPY'ler kısa süreli yatırımlar olduklarından özellikle de tüketim kaleminde etkili olarak büyümeyi arttırmalarına rağmen tersine yani çıkış pozisyonu aldıklarında büyümeyi olumsuz yönde etkilemiş olurlar (Güven, 2001: 85).

Ödemeler dengesi bilançosuna etkisi bakımından da YPY'ler ile ülke ekonomilerine döviz girdisi sağlandığından, bu durum ödemeler dengesi bilançosunu olumlu yönde etkiler. Ancak bu etkinin süreklilik arz etmesi için YPY'lerin uzun dönemde de giriş yaptıkları ülkeye döviz kazandırma özelliklerini idame ettirmeleri gerekmektedir. Tersine bir durumda ise yapılan yatırımlar ithal girdilere bağımlı hale gelecek ve transferlerin sermayeyi aşması durumunda ise ödemeler bilançosu adına olumsuz sonuçlar ortaya çıkacaktır (Algan, 1988: 100). Bu açıdan YPY'lerin ödemeler bilançosu üzerindeki etkisini sürece göre farklılıklar gösterdiği yönünde değerlendirebiliriz. Eğer YPY'lerde artış ve süreklilik varsa bu durum ödemeler bilançosuna kısmen olumlu olarak yansımakta, eğer YPY'lerde tersine bir hareket söz konusu ise bu durum ödemeler bilançosuna olumsuz yansımaktadır.

YPY'lerin ülke ekonomilerine olan pozitif etkileri kabul edilmekle birlikte, bu etkiler ülkelerin karakteristik özelliklerine, çevre politikalarına ve sektörlerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir (Osinubu ve Amaghionyeodiwe, 2010: 190).

Bu açıdan YPY'lerin girmiş olduğu ülke ekonomilerindeki deneyimler, sağlam ekonomik ve altyapı temeline sahip olan ülkelerin YPY'lerin beraberinde getirmiş oldukları olumsuzlukları kolaylıkla giderebildikleri ya da ekonomik yapıları içinde varolan kurum ve kuruluşlar sayesinde bu olumsuzlukları oldukça azaltabildikleri yönündedir. Diğer taraftan tutarsız ve hatalı ekonomik politikalar uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ise, YPY'ler çoğu zaman beraberinde sorunları

da getirmektedir. YPY girişleri ile anlık bir ferahlama yaşayan gelişmekte olan ekonomiler tersine bir hareket olduğunda tam bir darboğaza girmekte ve finansal açıdan kriz durumu ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu yüzden ülkeler sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi noktasında öncelikle bu karara uygun gerekli altyapı ve düzenlemeleri gerçekleştirmelidirler ki YPY'lerin olumsuzluklarının ekonomiye vereceği tahribatı optimum düzeyde tutabilmeyi başarabilsinler (Yalçınar, 2012: 115-116).

3.SERMAYE HAREKETLERİ, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR İLE PORTFÖY YATIRIMLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE BU YATIRIM TÜRLERİNİN BELİRLEYİCİLERİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicilerine ve ekonomik etkilerine yönelik yapılan çalışmalar incelendiğinde, bu alanda yapılan çalışmaların sermaye hareketlerini üç kısımda incelediği görülmektedir. İlk kısımdaki çalışmalar sermaye hareketlerini genel olarak inceleyen çalışmalar olurken, ikinci ve üçüncü kısımdaki çalışmalar sermaye hareketlerini DYY ve YPY ayırımına tabi tutarak inceleyen çalışmalardır. Bu bağlamda bu çalışmada da sermaye hareketlerinin belirleyicileri ve ekonomik etkilerine yönelik yapılan çalışmalar üç kısımda incelenecektir.

3.1.SERMAYE HAREKETLERİNE ETKİ EDEN VE BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN TAHMİNİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Yapılan araştırmalar sermaye hareketlerinin ülkelere girişini etkileyen iki faktörü ön plana çıkartmaktadır. Bunlar ülkenin kendi iç dinamiklerine bağlı olarak kontrol edebileceği yerel (çekici) faktörler ve ülke dışında gerçekleşen ve kontrol altına alamayacağı global (itici) faktörlerdir. Bazı çalışmalar sermaye hareketlerinin çeşitlerine göre sermaye hareketlerinin belirleyicilerini yalnız çekici faktörler bağlamında değerlendirirken, her iki faktör grubu bağlamında sermaye hareketlerinin belirleyicilerini değerlendiren çalışmalarda bulunmaktadır.

Dasgupta ve Ratha (2000) geliřmekte olan ve dűřűk gelirli űlkelere gelen sermaye akımlarını belirleyen faktűrleri Panel Veri Analizi ile 1978-1997 dűnemi için itici ve çekici faktűrler baėlamında deėerlendirmiřtir. Portfűy yatırımlarının cari iřlemler açıėında meydana gelen artıř ile birlikte hareket ettiėini, DYY'lerin ise kiři bařına dűřen gelir ve ekonomik bűyűme ile birlikte hareket ettiėini belirtmiřtir. Ayrıca her iki űzel yatırım tűrűnűn Dűnya Bankası kredi taahhűtlerinin bir gecikmeli deėeri ile pozitif bir iliřkisinin olduėunu saptamıřtır. Sonuç olarak sermaye hareketlerinin belirleyicileri çekici faktűrler olarak tespit edilmiřtir. Benzer řekilde Hernández vd., (2001), sermaye hareketlerinin geliřmekte olan űlkelerdeki belirleyicilerini Panel Veri Analizi ile 1977-1997 dűnemi için çekici ve itici faktűrler baėlamında tahmin etmeye çalıřmıřlardır. Çalıřma sonucunda sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin daha çok űlkelerin kendi karakteristik dinamiklerine baėlı olarak hareket ettiėini, itici (dıř) faktűrlerin ise sermaye hareketlerini açıklamada űnemli olmadıėı sonucuna ulařmıřtır. Reinhart ve Montiel (2001), geliřmekte olan űlkelere yűnelen sermaye hareketlerinin dinamiklerini belirlemeye çalıřmıřlardır. İtici ve çekici faktűrlerin deėerlendirildiėi çalıřmada, űzellikle portfűy yatırımları için çekici faktűr baėlamında finansal piyasaların bűyűklűėű ve derinliėi bűyűk űnem arz ederken, itici faktűrler baėlamında faiz oranlarının portfűy yatırımlarını űnemli ۆlűde etkilediėi sonucuna ulařmıřtır. ulha (2006) ise Tűrkiye'ye gelen sermaye akımlarının belirleyicilerini itici (ABD 3 aylık hazine bonusu faiz oranı, ABD endűstriyel űretim endeksi) ve çekici faktűrler (Tűrkiye hazine bonusu reel faiz oranı, İMKB fiyat endeksi, bűte dengesi, cari iřlemler dengesi) baėlamında 1992:1-2012:12 dűnemi için Yapısal VAR modeli ile tahmin etmeye çalıřmıřtır. ekici faktűrlerin itici faktűrlere gűre daha baskın olduėu, yani çekici faktűrlerin sermaye akımlarının Tűrkiye'ye gelmesinde daha etkili olduėu sonucuna ulařmıřtır. Açıkalin ve űnal (2010)'da kűresel ve yerel faktűrlerin etkisini DYY'ler ve portfűy yatırımları baėlamında deėerlendirmiř ve her iki yatırım tűrűnűn de yerel faktűrler tarafından daha iyi açıklandıėı sonucuna ulařmıřtır.

Calvo, Leiderman, ve Reinhart (1993), Latin Amerika űlkelerine gelen yabancı sermayenin ABD'de meydana gelen durgunluk ve uluslararası faiz oranlarında dűřűř sonucunda meydana geldiėini ve ayrıca dıř faktűrlerde meydana gelebilecek farklı deėiřimlerin űlkelerin makroekonomik kırılganlıklarını arttırarak

sermaye çıkışlarına da neden olabileceğini belirtmiştir. Calvo, vd., (1996)'da sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere girişinde hem itici hem de çekici faktörlerin belirleyici rol üstlendiklerini belirtmiştir. Özellikle de 90'ların ilk yarısında itici faktörlerin çekici faktörlere göre daha dominant bir şekilde sermaye akımlarını etkilediğini belirtmiştir. Fernández-Arias (1994) ise orta gelirli ülkelere yönelen özel sermaye akımlarından olan portföy yatırımlarının bu ülkelere neye göre geldiğini Panel Veri Analizi ile araştırmaya çalışmıştır. Bazı istisnalar olmasına rağmen çoğu ülke için özellikle de Meksika için gelişmiş ülkelerdeki düşük getiri oranının portföy yatırımlarının orta gelirli ülkelere yönelmesinde ülke içi faktörlere göre daha etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca küresel faiz oranlarında meydana gelebilecek faiz artışının, bu tür sermaye akımlarının sürdürülebilirliğini negatif yönde etkileyeceği sonucuna ulaşmıştır. Kim (2000) ise gelişmekte olan ülkelere (Meksika, Şile, Malezya ve Kore) giriş yapan sermaye hareketlerinin nedenlerini Yapısal VAR analizi ile araştırmaya çalışmış ve sermaye girişlerinin genel olarak küresel faktörlerden (yabancı faiz oranlarındaki düşüş, ve gelişmiş ekonomilerdeki durgunluk) kaynaklandığını belirtmiştir. Ying ve Kim (2001)'de aynı şekilde Kore ve Meksika'daki sermaye hareketlerinin nedenlerini Yapısal VAR modeli ile araştırmış ve sermaye girişlerinin her iki ülke içinde küresel faktörler (ABD iş döngüsü ve yabancı faiz oranları) kaynaklı ülkelere giriş yaptığını belirtmiştir. Benzer şekilde Mody, Taylor ve Kim (2001), sermaye hareketlerinin 32 gelişmekte olan ülke için Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanarak itici ve çekici faktörler bağlamında belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmıştır. Sermaye hareketlerinin kısa dönem dinamiklerinin çekici faktörlerden anlamlı bir şekilde etkilendiğini, buna rağmen genel olarak sermaye hareketlerinin anlamlı ve güçlü bir şekilde itici faktörlerden etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca özellikle finansal değişkenlerin (ABD faiz oranı gibi) sermaye hareketlerini önemli bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Korap (2010)'da Türkiye ekonomisi için portföy temelli sermaye hareketlerini belirleyen faktörleri Yapısal VAR yöntemi ile 1992: 01-2009: 06 dönemi için incelemiştir. Sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin genel olarak itici faktörlerden oluştuğunu belirtmiştir. Ayrıca çekici faktörlerden birisi olan yurtiçi reel faiz oranı ile sermaye hareketleri arasında negatif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993) gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin belirleyicilerini küresel faktörler ve ülkenin kendine özgü özellikleri bağlamında tahmin etmeye çalışmıştır. Küresel faktörlerin sermaye hareketlerini açıklamada önemli olduklarını, ancak ülkelerin iç dinamiklerinin de az da olsa sermaye hareketlerini belirlemede önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca Asya ülkelerine gelen sermayenin belirleyicilerinde ülke göstergelerinin, küresel faktörlerden daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Taylor ve Sarno (1997), ABD'den Latin Amerika ve Asya ülkelerine giden portföy yatırımlarının 1988:1-1992:09 dönemi için belirleyicilerini eşbütünleşme tekniği kullanarak itici ve çekici faktörler bağlamında değerlendirmiştir. Portföy yatırımlarının uzun dönemde hem itici hem de çekici faktörler tarafından açıklandığını belirtmiştir. Taylor ve Sarno (1997)'yi destekler şekilde Gordon ve Gupta (2003)'da Hindistan'a gelen portföy yatırımlarının hem itici (Libor ve gelişmekte olan ülkelerin borsa getirileri) hem de çekici faktörler (gecikmiş borsa getirileri ile kredi derecelendirilmesindeki değişimler) tarafından etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Hoti (2004) ise gelişmekte olan ülkelere gelen DYY ve portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri, itici ve çekici faktörler bağlamında değerlendirmiştir. Oluşturulan model sonucuna göre; ABD faiz oranları gibi itici faktörlerin ve yurt içi üretim ile sermaye hesabı dengesini gibi çekici faktörlerin sermaye hareketlerini etkilediği yönündedir. Yani hem itici hem de çekici faktörlerin sermaye hareketlerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Baek (2006) ise 1989-2002 çeyreklik verileri kullanarak, beş Latin Amerika ve dört Asya lkesi için portföy yatırım hareketlerinin nedenlerini Regresyon Analizi ile belirlemeye çalışmıştır. Asya lkeleri için portföy yatırımlarının yatırımcıların risk iştiharlarını da içine alan ülke dışı faktörlerle geldiğini ve ülke içi ekonomik koşulların önemsiz olduğu, Latin Amerika lkelerinde ise güçlü ekonomik büyüme portföy yatırımlarının çekici faktörü olurken, itici faktörlerin küresel finansal faktörler olduğu sonucuna ulaşmıştır. Sonuç olarak seçilen ülkeler için sermaye hareketlerinin belirleyicileri farklı olarak tespit edilmiştir.

Sermaye hareketlerinin belirleyicileri konusunda Calvo, vd., (1993), Fernndez-Arias (1994), Kim (2000), Ying ve Kim (2001), Mody, vd., (2001), sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin itici faktörler olduğunu belirtirken, Dasgupta ve Ratha (2000), Hernndez vd., (2001), Reinhart ve Montiel (2001),

Çulha (2006) ise sermaye hareketlerinin belirleyicilerini çekici faktörler olduğunu belirtmiştir. Bunların dışında Chuhan vd., (1993), Taylor ve Sarno (1997), Hoti (2004), Baek (2006) ise sermaye hareketlerinin ülkelere girişinde hem itici faktörlerin hemde çekici faktörlerin önemli olduğunu belirtmiştir. Buradan hareketle sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin itici faktörler mi yoksa çekici faktörler mi olduğu konusunda genel literatürde kesin bir yargının söz konusu olmadığı anlaşılmaktadır.

3.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR İLE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN VE BELİRLEYEN FAKTÖRLERİN TAHMİNİNE YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Sermaye hareketlerinin belirleyicilerini inceleyen literatürdeki çalışmaların ikinci kısmında, özel sermaye yatırımlarından olan DYY'ler ve YPY'lerin belirleyicilerini tahmin eden ve bu yatırım türlerini etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik yapılan çalışmalar ayrı ayrı incelenmiştir. Buradan hareketle, çalışmamızda DYY'lerin belirleyicileri ve YPY'lerin belirleyicilerini inceleyen çalışmalar ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

3.2.1. Ulusal Yazında Yapılan Çalışmalar

Celasun, vd., (1999) Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının (portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlar ve doğrudan yabancı yatırımlar) belirleyicilerini 1990-1997 dönemi için tahmin etmeye çalışmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilirken, reel GSYİH büyüme oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Portföy yatırımları ile yurtdışı faiz oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilirken, doğrudan yabancı yatırımlar ile reel GSYİH büyüme oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Türkiye'ye gelen DYY'lerin belirleyicilerinin 1980-1998 dönemi için VAR modeli kullanılarak tahmin edildiği Erdal ve Tatoğlu (2002) ise DYY'ler ile piyasa büyüklüğü, ticari

açıklık, altyapı, piyasa etkileyciliği, iç ve dış ekonomik istikrar arasında doğrusal bir ilişki tespit etmiştir.

Kaya ve Yılmaz (2003) ise sadece DYY'lerin 1970-2000 dönemi Türkiye için belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmıştır. Bu bağlamda askeri müdahale dönemleri ve siyasal istikrar politik değişkenler, asgari ücretlerdeki değişimler, sanayi sektörünün GSMH içindeki payı, enflasyon oranı, reel döviz kurundaki değişimler, uluslararası net rezervler, grevlerle kaybolan iş günü sayısı ve kişi başına GSMH miktarı ekonomik değişkenler olarak ele alınmıştır. Çalışma sonucunda kişi başına GSMH ve asgari ücretlerdeki değişimlerin DYY'lerin en önemli iki belirleyicisi olduğu ortaya konulmuştur. Apaydın (2010) ise GSMH ile DYY arasında DYY'lerden GSMH'ya doğru tek yönlü bir nedenselliğin varlığını tespit etmiştir.

Berument ve Dinçer (2004) ise sermaye hareketlerinin Türkiye'nin makroekonomik performansı üzerindeki etkilerini 1992:1-2001:6 dönemi için VAR modeli ile test etmeye çalışmıştır. Yüksek sermaye girişleri üretim ve para arzını arttırmakta ancak kısa dönemde faiz oranları ve fiyatları azaltmaktadır. Ayrıca uygulanan döviz kuru rejiminin sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenleri etkilemedeki gücünü ortadan kaldıramadığı sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye'deki 1976-2006 dönemi için DYY'lerin ekonomik belirleyicilerinin Çoklu Eş Bütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli kullanarak tahminin yapılmaya çalışıldığı Yapraklı (2006) ise DYY'lerin GSYİH ve dışa açıklıktan pozitif, işgücü maliyeti, reel döviz kuru ve dış ticaret açığı değişkenlerinden negatif etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Bunların yanı sıra DYY'ler ile GSYİH ve reel döviz kuru arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Açıkalın, vd., (2006)'da GSMH büyümesi ile DYY'ler arasında uzun dönemli eşbütünleşik bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Demir (2007), ise her iki yatırım türü (DYY ve YPY) ile GSYİH arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Benzer şekilde Mucuk ve Demirel (2009)'de DYY'ler ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki tespit etmiştir. Mangır, Ay ve Saraç (2012), Polonya ve Türkiye için DYY'lerin belirleyicilerinin karşılaştırmalı analizini VAR modeli ve Granger Nedensellik Analizi ile 2000: 4 -2009: 12 dönemini kapsayacak şekilde yapmıştır. Çalışma sonuçları Polonya ekonomisi için piyasa büyüklüğünün

ve ticari açıklığın DYY'ler ile pozitif bir korelasyona sahip olduğunu, Türkiye için ise bu iki değişkenle DYY'ler arasında tek yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye'deki DYY'ler ile seçilmiş makroekonomik değişkenlerin arasındaki ilişkinin 1970-2005 dönemi için ortaya konmaya çalışıldığı Karagöz (2007)'de DYY'ler ile piyasa hacmi (GSYİH), ticari dışa açıklık, beşeri sermaye, altyapı, politik istikrar arasındaki uzun dönem ilişkisi Eş Bütünleşme Analizi, Hata Düzeltme Modeli ve Granger Nedensellik Analizi ile incelenmiş ve DYY miktarı ile ticari dışa açıklık ve DYY'lerin bir dönem gecikmeli değerleri ile anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Benzer şekilde Koyuncu (2010)'da seçilmiş makroekonomik değişkenlerin DYY girişleri üzerindeki etkisini 1990-2009 dönemi Türkiye ekonomisi için Yapısal VAR Analizi ile ölçmeye çalışmış ve DYY girişlerinin önceki dönem DYY miktarı, GSYİH, ticari dışa açıklık ve net uluslararası rezervlerdeki olumlu değişimlerden anlamlı olarak etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

Batmaz ve Tunca (2007) ise DYY'lerin bölgesel belirleyicilerini 1992-2003 dönemi için VAR Modeli ve Eşbütünleşme Analizi ile tahmin etmeye çalışmış ve GSYİH, altyapı yatırımları ve ekonomik açıklık değişkenleri ile DYY'ler arasında pozitif, faiz oranları, döviz kuru ve işçi ücretleri arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Aytekin (2011) ise En Küçük Kareler Yöntemini kullanarak 1998-2010 dönemi için DYY'ler ile GSYİH büyüme hızı ile net uluslararası rezervler ve tasarruf mevduatı faiz oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit ederken, dış borç stoku değişkeni ile negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir.

Şengönül, Altıok ve Gürbüz (2007), Türkiye 1990:1-2005:3 dönemi için ekonomiye giren portföy yatırımlarında ele alındığı kısa vadeli sermaye akımlarının, yatırımlara, GSYİH, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon ve dış ticaret dengesi ile olan etkileşimini VAR(Vector Auto Regressif) modeli ile araştırmaya çalışmıştır. Kısa süreli sermaye girişlerinin yatırımları etkilemek yolu ile GSYİH'da kısa süreli bir artış sağladığı, yerli paranın değer kazanmasına yol açarak dış ticarete dengesizliklere yol açtığı, uzun dönemli faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu ancak enflasyon ile ilişkisinin anlamsız olduğu sonucuna ulaşmıştır. Güriş ve Kıran (2007) ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ve faiz oranı ile olan ilişkisini Sınır Testi Yaklaşımı ile 1992-2005 dönemi için ortaya koymuştur. Reel

faiz oranı, kısa dönem ve uzun dönem için kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmaz iken reel döviz kurunun ise kısa dönem ve uzun dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Erataş ve Öztekin (2010)'de ARDL yöntemi ile 1995-2009 dönemi çeyreklik veriler kullanarak reel faiz ve nominal döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini incelemiş ve reel faiz artışının kısa vadeli sermaye hareketlerini arttırdığını döviz kuru artışının ise sermaye hareketlerini olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Kıran (2007)'de reel döviz kurunun kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri ile olan ilişkisini Vector Error Correction Model (VECM) ve VAR modelleri çerçevesinde 1992:01-2006:10 dönemi için ortaya koymaya çalışmıştır. Reel döviz kurunda meydana gelen bir birimlik şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun vadeli sermaye hareketlerine göre daha uzun süreli tepki verdiği tespit edilmiş, ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurundaki değişmelere daha duyarlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Farklı bir şekilde Uçan ve Öztürk (2010)'de döviz kurunun belirleyicisi olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemiş ve sermaye hareketlerinin döviz kurunun zayıf bir belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) ise kısa vadeli sermaye hareketlerinden net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi diğer yöntemlerden farklı olarak ARDL yöntemi ile tespit etmeye çalışmış ve reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi destekler nitelikte bulgulara rastlanmış ve reel faiz oranlarının üç gecikmeli değeri ile net portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığından söz etmiştir.

En Küçük Kareler yöntemi ile 1980-2003 dönemi için Türkiye'ye gelen DYY'lerin belirleyicilerinin tahmininin yapıldığı Kar ve Tatlısöz (2008), uluslararası net rezervler, gayri safi milli hasıla, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi ve yatırım teşvikleriyle DYY'ler arasında pozitif yönlü bir ilişki, reel döviz kuru ve işgücü maliyetleri arasında negatif bir ilişki olduğunun tespitini yapmıştır. Sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin yanı sıra, Düzgün (2008), DYY'ler ile yurt içi yatırımlar arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını tespit etmiş ve bu ilişkinin yönünün yurt içi yatırımlardan DYY'lere doğru olduğunu belirtmiştir. Örnek (2008) ise yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar ve

ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiş ve doğrudan yatırımların yurtiçi tasarrufları uzun ve kısa dönemde de pozitif etkilediği, kısa vadeli yatırımların ise uzun ve kısa dönemde yurtiçi tasarrufları negatif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca kısa vadeli yatırımlar ile doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki oluşturduğu sonucuna ulaşmıştır.

Özcan ve Arı (2010), 27 OECD ülkesi için 1994-2006 döneminde DYY'leri belirleyen faktörleri, dinamik panel yöntemi ile araştırmıştır. Sonuç olarak DYY'leri büyüme oranı, altyapı düzeyi ve enflasyonun pozitif yönde etkilediğini, açıklık ve cari denge değişkenlerinin DYY'ler ile, literatürün aksine negatif ilişkili olduğunu ortaya koymuştur. Yılmaz (2010), ise DYY'lerin zayıfta olsa ihracatı ve ithalatı takip ettiğini, ancak DYY'ler ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir nedenselliğin olmadığını ortaya koymuştur. Vergil ve Karaca (2010) ise gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Panel Veri Analizi ile 1980-2005 dönemi için ölçmeye çalışmıştır. DYY ve YPY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini olumlu yönde bulurken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu yöndeki etkisini negatif olarak bulmuştur.

Ekinci (2011), Türkiye için, 1980-2010 dönemini kapsayacak şekilde DYY ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki uzun dönemli ilişkiyi Granger Nedensellik Testi ile araştırmaya çalışmış ve DYY ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulurken, istihdam ile herhangi bir ilişki bulamamıştır. Benzer şekilde Saray (2011)'de DYY'ler ile istihdam arasındaki ilişkiyi ARDL Eşbütünleşme Testi ile incelemiş ve literatürdekini destekler nitelikte DYY'ler ve istihdam arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki tespit edememiştir.

Delice ve Birol (2011) ise Türkiye için DYY'ler ile dış ticaret bilançosu arasındaki ilişkinin araştırılmasını amaçlanmış ve çalışmanın yapılacağı dönem kısa ve uzun dönem ayrımının yapılabileceği şekilde üçe ayrılarak (1992:1-2001:4, 2002:1-2011:1,1992:1-2011:1) ARDL sınır testi yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Sonuç olarak uzun dönemde (1992:1-2011:1) ve kısa dönemlerin birinde (2002:1-2011:1) DYY'ler ihracatı pozitif yönde etkilerken ithalat ile DYY'ler arasında bir nedenselliğe rastlanmamıştır. Bozdağlıoğlu, Özpınar (2011) ise 1992:1-2009:7 dönemine ait aylık verilerle Türkiye'ye gelen DYY'lerin Türkiye'nin ihracat

performansına olan etkilerini VAR analizi ve Granger Nedensellik Analizi ile araştırmaya çalışmış ve DYY'ler de meydana gelen değişimin %74'lük kısmının geçmiş DYY'lerden, %10'nun faiz oranlarından, %8'inin döviz kurundan, %2'lik kısmının da dışa açıklık oranından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır.

Özkan ve Hepşen (2012) yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak İMKB'ye özellikle yabancı yatırımcılar tarafından 1997 Ocak-2011 Aralık dönemi için yapılan yatırımların nedenlerini VAR modeli ile tahmin etmeye çalışmıştır. Oluşturulan model, DYY'lerin, İMKB endeksinin, New York menkul kıymetler borsası endeksinin, ABD hazine bonusu faiz oranının, ABD sanayi üretimi, alım, satım ve net satış işlemlerinin yabancı sermaye hareketleri ile etkileşimini tahmin etmiştir. ABD hazine bonusu faiz oranı ve sanayi üretim endeksi İMKB endeksinin ve alım, satım işlemlerinin Granger nedeni olarak bulunurken, New York menkul kıymetler borsası endeksi sadece alım, satım işlemlerinin Granger nedeni olarak bulunmuş, doğrudan yatırımlar İMKB endeksinin Granger nedeni olarak bulunmuştur. Ayrıca satış işlemleri ABD hazine bonusu faiz oranı, ABD sanayi üretimi, New York menkul kıymetler borsası, İMKB endeksi ve doğrudan yabancı yatırımların Granger nedeni olarak bulunmuştur. Yıldız (2012) ise Türkiye, 1999-2009 dönemi için yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri Faktör Analizi ve Çoklu Regresyon Analizi kullanarak belirlemeye çalışmıştır. Analiz sonucunda enflasyon, büyüme hızı, İMKB ve Dow Jones endeksini portföy yatırımlarını etkileyen faktörler olarak bulmuştur. Benzer şekilde Kaya ve Öndeş (2013), yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini Regresyon Analizi ile tespit etmeye çalışmış ve yabancı portföy yatırımlarının alım ve satım kararları üzerinde en etkili olan değişkenler İMKB-100 endeksi, GSYİH ve yabancıların önceki dönem alım ve satış miktarları olarak belirlenmiştir.

3.2.2.Uluslararası Yazında Yapılan Çalışmalar

Dünyanın en büyük ikinci DYY'sini alan Çin'de 1986:1-1998:4 dönemi çeyreklik verileri ile VAR modeli kullanılarak DYY büyüme oranı ile seçilen makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin incelendiği Shan (2002)'ye göre DYY'lerin büyüme oranını en iyi açıklayan makroekonomik değişken GSYİH

büyüme oranı (%32) olmuştur. Bu değişkeni sırası ile DYY büyüme oranının geçmiş değerleri (%21), iş gücü maliyeti (%18), bölgesel gelişim değişimleri (%16) ve döviz kuru değişimi (%5) takip etmiştir. Sri Lanka'da makroekonomik değişkenler ile DYY girişlerindeki değişim arasındaki ilişkinin incelendiği Wijeweera ve Mounter (2008), DYY'leri etkileyen en önemli değişkenin ücretler olduğunu, GSYİH ile DYY'ler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu, dış ticaret hacminin DYY'leri pozitif etkilediğini, döviz kurunun ve faiz oranının biriken etkilerinin DYY'ler açısından negatif yönde olduğunu belirtmiştir.

Nonnemberg ve Mendonca (2004) ise gelişmekte olan ülkelere gelen DYY'lerin belirleyicilerini Panel Veri Analizi ile tahmin etmeye çalışmıştır. 1975-2000 dönemini kapsayan çalışma; eğitim ve ticari açıklığın yanı sıra ülkelerin makroekonomik performanslarını ortaya koyan enflasyon, büyüme oranı gibi değişkenlerinde DYY'ler ile yakın ilişkili olduğunu tespit etmiş, ayrıca hisse senedi piyasası performansı ile DYY'lerin ilişkili olduğu, GSYİH'nın DYY'leri etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Janicki ve Wunnava (2004), Avrupa Birliğine üye ve aday ülke ekonomiler (Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovak Cumhuriyeti ve Slovenya) için DYY'lerin belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmış ve ekonomik büyüklük, işçi maliyeti ve ticari açıklık gibi değişkenleri DYY'lerin belirleyicileri olarak saptamıştır. Ocaya, Ruranga ve Kaberuka (2013)'de Ruanda'da GSYİH ve DYY'ler arasındaki ilişkiyi VAR modeli kullanılarak ortaya koymaya çalışmış ve iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişki tespit etmiş, GSYİH'deki değişimlere DYY'lerin tepki gösterdiği, ancak DYY'lerdeki değişimlere GSYİH'nin herhangi bir tepki göstermediği sonucuna ulaşmıştır.

Hara ve Razafimahefa (2005) ise Japonya ekonomisi 1980-2001 dönemi için piyasa büyüklüğü, döviz kuru oynaklığı, fiyat hareketleri, yeni tesis kurma maliyeti ve yatırım deregülasyonu gibi değişkenlerin DYY'lerin önemli belirleyicileri olduklarını belirtmiştir. Malezya imalat sektöründe DYY'lerin belirleyicilerinin tahmin edildiği Tsen (2006), bu amaç doğrultusunda dört farklı model tahmin etmiştir. Tahmin edilen modellere göre; iyi eğitim ve alt yapının DYY'leri pozitif etkilediği, ücretlerde, faiz oranlarında, enflasyonda meydana gelen artışın DYY'leri olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Yine Malezya ekonomisi için yapılan bir

başka çalışmada Yol ve Teng (2009) DYY'lerin Malezya ekonomisi için yurtiçi belirleyicileri Hata Düzeltme Modeli ile 1975-2006 dönemi için tahmin etmeye çalışmış ve DYY'lerin reel döviz kurundan, GSYİH büyümesinden ve altyapıdan pozitif, ihracattan ise negatif etkilendiğini belirtmiştir. Ayrıca kısa dönemde DYY'lerin kendi gecikmeli değerlerinden, GSYİH büyümesinden, altyapı ve ihracattan negatif, reel döviz kuru ve ticari açıklık değişkenlerinden pozitif etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

Yousaf, Hussain, Ahmad (2008) ise Pakistan'a gelen DYY'lerin ithalat ve ihracata olan etkisini Vektör Hata Düzeltme Modeli ile ölçmeye çalışmıştır. DYY'lerin kısa ve uzun dönem için ithalat talebini pozitif etkilediğini, bunun yanı sıra DYY'lerde meydana gelen bir birimlik artışın kısa dönemde ithalatı yüzde 0.08 arttırdığını uzun dönemde ise bu oranın 0.52 olduğunu belirtmiştir. DYY'ler ile ihracat arasındaki bu ilişkiyi ise kısa dönemde negatif, uzun dönemde ise pozitif olarak bulmuştur. Ayrıca DYY'lerde meydana gelen bir birimlik artışın kısa dönemde ihracatı yüzde 0.08 düşüreceğini uzun dönemde ise 1.62 oranında arttıracığı sonucuna ulaşmıştır.

Vita ve Kyaw (2008), gelişmekte olan beş ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin (doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları) belirleyicilerini Yapısal VAR modeli kullanarak 1976:1-2001:2 dönemi için tahmin etmeye çalışmıştır. Çalışmaya göre; yurt dışında meydana gelen bir üretim şoku genel olarak yatırımları negatif etkilerken, karşılaşılan faiz oranı şoku ise yatırımları pozitif etkilemektedir. Ayrıca yurtiçi verimlilik şokları DYY akımlarının yükselmesine neden olurken portföy yatırımlarının düşmesine neden olmaktadır. Yalnızca DYY'lerin belirleyicilerinin tahmin edildiği, Yeo, Yoon, Lee ve Lee, (2008), 1993-2006 dönemi için Kore'de hizmet sektörüne gelen DYY'lerin belirleyicilerinin DYY yatırımı yapan 12 ana ülke bağlamında Panel Veri Analizi kullanılarak tahmin etmeye çalışmış ve DYY'lerin ana belirleyicilerinin işgücü maliyeti, piyasa büyüklüğü, ticari açıklık ve ekonomik işbirliklerinin olduğunu, bunların yanı sıra regülasyonların DYY'leri negatif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Azam (2009), Ermenistan, Kırgızistan ve Türkmenistan için DYY'lerin ekonomik belirleyicilerini En Küçük Kareler yöntemi ile 1991-2009 dönemi için tahmin etmeye çalışmış ve genel olarak piyasa büyüklüğünün ve kalkınma yardımlarının DYY'leri

pozitif etkilediği, enflasyonun ise negatif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ürdün ekonomisi için DYY'lerin belirleyicilerinin Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ile tahmin edildiği Khrawish ve Siam (2010) ise DYY'lerin belirleyicilerini ekonomik açıdan; GSYİH, yıllık enflasyon oranı GSYİH büyüme oranı, bütçe dengesi ve ödemeler dengesi olarak tespit ederken, finansal açıdan; dış borç ve döviz kuru olarak tespit etmiştir. Panel Veri Analizi kullanılarak BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkelerindeki DYY'lerin belirleyicilerinin tahminin yapıldığı Vijayakumar ve Sridharan (2010) ise bu belirleyicileri piyasa büyüklüğü, altyapı, döviz kuru ve sermaye oluşumu olarak tespit etmiştir. Ayrıca ekonomik istikrar (enflasyon), büyüme (sanayi üretimi) ve ticari açıklığın DYY'ler üzerinde önemsiz oldukları sonucuna ulaşmıştır.

Jafarnejad, Golnam ve Ebrahim (2009), İran ekonomisi için DYY'ler ile seçilen makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. DYY'ler ile GSYİH, kişi başına milli gelir ve ticari açıklık arasında anlamlı pozitif bir etki bulurken, diğer taraftan enflasyon, petrol üretimi değişkenleri ile negatif yönlü bir korelasyon bulmuştur. Ayrıca piyasa büyüklüğü, altyapı, eğitim, araştırma ve geliştirme gibi değişkenlerin DYY'lerin ülke ekonomisine gelmesindeki önemli değişkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. DYY'leri yakından etkileyen makroekonomik değişkenlerin incelendiği Hasen ve Gianluigi (2009) ise Mağrip bölgesinde bulunan ülkeler (Libya, Tunus, Cezair, Fas) için Panel Veri Analizini kullanarak DYY'leri yakından etkileyen değişkenleri incelemiş ve GSYİH' deki büyüme oranı, enflasyon oranı ve kamu harcamaları gibi değişkenleri DYY'leri yakından etkileyen değişkenler olarak saptamıştır. Zekiwoş (2012) ise Afrika ülkeleri için DYY'lerin belirleyicilerini ticari açıklık, GSYİH, enflasyon ve DYY'lerin bir dönem gecikmeli değerleri olarak tespit etmiştir.

De Santis ve Lührmann (2009), net portföy yatırımlarının 1970-2003 dönemi için belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmış ve nüfusun yaşlanması, finansal kurumların ve parasal büyüklüğün kalitesinin sermaye hareketlerindeki gelişmeyi açıklamada önemli rolünün olduğu sonucuna ulaşmıştır. Nijerya için portföy yatırımlarının uzun dönem belirleyicilerinin tahmin edilmeye çalışıldığı Chukwuemeka, vd., (2012)'da 1980-2010 dönemi için hisse senetlerinin toplam değerleri ile ticari açıklık arasında uzun dönemde pozitif bir ilişki tespit etmiştir.

Azam ve Lukman (2010), Hindistan, Endonezya ve Pakistan için DYY'lerin belirleyicilerini 1971-2005 dönemi için En Küçük Kareler yöntemi ile tahmin etmiştir. Piyasa büyüklüğü, dış borç, ticari açıklık, yurt içi yatırımlar ve fiziksel altyapı DYY'lerin önemli belirleyicileri olarak tahmin edilmiştir. Benzer şekilde Pakistan ekonomisi için DYY'lerin belirleyicilerini Khan ve Nawaz (2010) tahmin etmiş ve GSYİH büyüme oranı, ihracat, toptan eşya fiyatları, döviz kuru, ithalattan alınan gümrük vergilerinin DYY'leri pozitif etkilediği, bunların dışında döviz kurunun ise DYY'leri negatif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. DYY'ler ile ücretler arasındaki ilişkinin Romanya ekonomisi için incelendiği Mutascu ve Fleischer (2010) ücretlerde meydana gelen düşüşün DYY'leri arttırmadığını, DYY'lerde meydana gelen artışın ise ücretleri arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. En Küçük Kareler Yöntemi ve Genişletilmiş Doğrusal Model kullanılarak 1980-2007 dönemi için Afrika'nın DYY girişlerinin belirleyicilerinin tahmin edilmeye çalışıldığı Anyanwu (2011) ise piyasa büyüklüğü, ticari açıklık, sanayi işbirlikleri, doğal kaynakların ve tüketim harcamalarının DYY girişlerini pozitif yönde etkilediğini belirtirken, finansal gelişmenin ise DYY girişlerini negatif etkiledini belirtmiştir.

Asheghian (2011) ise yapılan çalışmalardan daha farklı olarak Kanada için DYY'lerinde içinde olduğu ekonomik büyümenin belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmıştır. Ekonomik büyümenin en önde gelen belirleyicisini toplam faktör verimliliği ve yurtiçi yatırımlardaki büyüme olarak tahmin etmiş, DYY'ler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır.

Mohammadvandnahidi, vd., (2012) ise reel döviz kuru, ticari açıklık ve altyapının DYY'ler üzerindeki etkisini İran ekonomisi 1975-2007 dönemi için Sınır Testi (ARDL) yaklaşımı ile test etmeye çalışmıştır. Ticari açıklık, reel döviz kuru ve altyapının uzun dönemde DYY'leri önemli bir şekilde açıkladığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca savaş ve devrim olaylarının DYY'leri negatif etkilediğini belirtmiştir.

Yang, Xiong ve Ze, (2013) uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicilerini altı Asya ülkesi yedi Latin Amerika ülkesi için 1981-2011 dönemini kapsayacak şekilde DYY ve YPY bağlamında Dinamik Panel Veri Analizi ile ortaya koymaya çalışmıştır. GSYİH, ticari açıklık, finansal durum ve faiz oranlarının

sermaye hareketlerini belirleyen faktörler olduğunu ayrıca DYY'lerin ekonomik beklentilerden yüksek derecede etkilendiğini, portföy yatırımlarının ise döviz kuru beklentisinden etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Haiti ekonomisi için DYY'lerin belirleyicilerinin tahmin edildiği Lo, vd., (2013), net DYY girişlerinin piyasa büyüklüğü (kişi başına GSYİH), beşeri sermaye düzeyi ve döviz kuru tarafından belirlenmekte olduğunu ve bu değişkenlerin net DYY girişlerini pozitif yönde etkilediklerini ortaya koymuştur. Al-Eitan (2013) ise Ürdün ekonomisi için DYY'ler ile GSYİH, enflasyon oranları ve menkul kıymetler borsası arasında anlamlı ve uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK BELİRLEYİCİLERİNİN TAHMİNİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Uluslararası sermaye girişleri ülke ekonomilerine yatırım ve tasarrufların finansmanı adına ek bir kaynak sunarak ekonomik gelişmeye büyük katkılar sağlamaktadır. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarını çekebilmek adına büyük çaba içine girmişlerdir. Ülke ekonomilerine bu denli önemli faydalar sağlayan sermaye girişlerinin devamlılığı açısından sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine yönelmesindeki belirleyici unsurları tahmin etmek büyük önem arz etmektedir.

Genel literatüre göre; uluslararası sermaye hareketleri ülke ekonomilerine ülkenin kendi iç dinamikleri ile alakalı olmayan, genel olarak gelişmiş ülke ekonomilerinin dinamikleri ile ilgili olan faktörlere bağlı olarak giriş yapıyorsa bu faktörlere itici faktörler adı verilmektedir. Diğer taraftan eğer sermaye ülkenin kendi karakteristik özelliklerine bağlı faktörlere göre ülke ekonomisine giriş yapıyorsa bu faktörlerde çekici faktörler olarak adlandırılmaktadır. Eğer sermaye hareketleri itici faktörler tarafından etkileniyorsa; yani sermayenin ülke ekonomisine girişi gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki bir durumdan kaynaklanıyorsa, bu durumda sermaye girişleri daha değişken tavırlı ve anlık olacağından herhangi bir sermaye girişi istikrarından söz etmekte mümkün olmayacaktır.

Eğer uluslararası sermaye ülke ekonomisine çekici faktörler sayesinde giriş yapıyorsa; sermayenin bu ülkede istikrarlı bir şekilde kalacağı inancı hâkimdir. Bu durum, ülkenin kendi ekonomik, sosyal ve politik yapısının yatırımcıyı cezbedtiğini göstermekte ve bu yapının devamlılığına bağlı olarak sermaye girişlerinin istikrarlı bir şekilde devam edeceği manasına gelmektedir. Sermaye hareketlerinin çekici faktörlere yani ülkenin kendi iç dinamiklerine göre ülke ekonomilerine girmesinde etkili olan faktörleri belirlemek ve bu faktörlerin sermaye girişlerini nasıl ve ne şekilde etkilediğini ortaya koymak istikrarlı bir sermaye girişinin yakalanması açısından önem arz etmektedir.

Bu açıdan bu çalışmada sermaye hareketlerinin temellerini oluşturan DYY ve YPY'lerin Türkiye ekonomisine girişinde hangi makroekonomik faktörlerin etkili olduğu değerlendirilerek, bu faktörlerin DYY ve YPY'leri etkilemiş yönü ve şekli de değerlendirilecektir. Bu bağlamda her iki yatırım türü içinde ayrı ayrı modeller tahmin edilerek, elde edilen sonuçlar her iki yatırım türü için ayrı ayrı analiz edilecektir. Literatürde sermaye hareketlerinin belirleyicilerine yönelik yapılan pek çok çalışma bulunmaktadır. Ancak sermaye hareketlerini DYY ve YPY bağlamında birlikte ele alıp her iki önemli yatırım türünü de içine alarak değerlendiren çalışma sayısı oldukça azdır. Bu açıdan yapılan bu çalışmanın literatüre önemli katkısının olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada kullanılacak değişkenler, bu değişkenlerin literatürdeki sermaye hareketlerinin belirleyicileri için yapılan çalışmalarda yoğun olarak kullanılan değişkenler olması, kullanılacak veri setine uygunluk ve araştırmanın yapılacağı döneme göre elde edilebilirlik kısıtları dikkate alınarak belirlenmiştir.

DYY'lerin belirleyicilerinin teorik altyapısının belirtildiği birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların büyük bir çoğunluğu Dunning (1993)'ü referans göstererek yapılmıştır. Dunning (1993), DYY'lerin ülke ekonomilerine girişlerinde üç türünün olduğunu açıklamaktadır. Bunlardan ilki pazar odaklı DYY'lerdir. Pazar odaklı DYY'ler bölgesel ve yerel pazarlara hizmet etme amacı ile yapılmaktadır. Bu tür DYY'ler için pazar büyüklüğü ve pazarın cazibesi, yerel üretim ve DYY yatırımını alan ülkenin ekonomisi önemli rol oynamaktadır. Bunların yanı sıra vergiler, ulaşım masrafları gibi unsurlarda bu yatırımları teşvik eden unsurlar arasında yer almaktadır. DYY'lerin ikinci türü ise kaynak odaklı DYY'lerdir. Bu tür DYY'ler ise yatırımı yapan ülkede bulunmayan ya da bulunsa bile yüksek maliyetlerle elde edilebilecek kaynakların temini açısından yapılan maliyetleri düşürücü etki sağlayan yatırımlardır. Doğal kaynaklar, ucuz hammadde, ucuz üretim maliyeti gibi unsurlar bu tür DYY'leri ülke ekonomilerine çeken unsurlardır. DYY'lerin üçüncü türü ise verimlilik odaklı DYY'lerdir. Bu tür DYY'lerin iki formda olduğunu bunlardan ilkinin yeteneksiz ya da az yetenekli işgücünün bulunduğu ülkelere yapılan ve üretim maliyetlerini yüksek oranda düşürücü yatırımlardan oluştuğunu, ikincisinin ise ticari birlik alanlarının olduğu ve karşılıklı yatırım avantajlarının sağlandığı bölgelere yapılan yatırımlar olarak belirtmiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Dunning (1993) ülke ekonomilerine giriş yapan DYY'lerin pazarın cazibesi, ucuz üretim maliyeti, ticari ve bölgesel anlamda dışarıya açıklık, yatırımı alan ülke ekonomisinin istikrarı gibi faktörlere göre ülke ekonomilerine giriş yaptığını belirtmektedir. Bu faktörleri ele alarak DYY'lerin belirleyicilerinin tahmin edildiği Kar ve Tatlısöz (2008), Demirhan ve Masca (2008), Erdal ve Tataloğlu (2002), Yapraklı (2006), Wijeweera ve Mounter (2008), Shan (2012), Yeo, vd., (2008), Yol ve Teng (2009), Vijayakumar vd., (2010) gibi çalışmalarda referans alınarak, DYY'lerin belirleyicilerinin tahmini için oluşturulacak modelde açıklayıcı değişken olarak, GSYİH, ticari açıklık, enflasyon ve işçi maliyetleri değişkenleri kullanılacaktır. GSYİH değişkeni pazar büyüklüğünü, işçi maliyetleri değişkeni üretim maliyetini, enflasyon oranı risk unsurunu, ticari açıklık değişkeni ticari serbestleşmeyi temsilen kullanılmıştır.

DYY'lerin belirleyicilerine yönelik yapılan çalışmalara kıyasla portföy yatırımlarının belirleyicilerine yönelik yapılan çalışmalar oldukça kısıtlıdır. Portföy yatırımlarının belirleyicilerinin tahmini ile ilgili teorik düşünce; bu tür yatırımların çok çeşitli makroekonomik değişkenler, kurumsal faktörler ve yapılacak yatırımlar ile ilgili olan risk olgusundan önemli derecede etkilendikleri yönündedir (Aron, Leape, Thomas, 2010: 13). Portföy yatırımlarının belirleyicilerini tahmin etmeye yönelik yapılan çalışmaların teorik altyapısını Fernandez-Arias and Montiel (1995), Taylor ve Sarno (1997), Mody, vd., (2001), Baek (2006) gibi çalışmalar oluşturmaktadır. Bu çalışmalara göre yabancı portföy yatırımları ülke ekonomilerine yatırımcılar tarafından algılanan spesifik yatırım riskine, getirisine yada kar elde etme fırsatları sunumuna göre giriş yapmaktadır. Bu açıdan finansal açıklığın, finansal piyasaların durumunun, ülkenin kredi notunun, ülke GSYİH çıktı büyümesinin, faiz oranlarının, dış borç oranının, enflasyon oranının, döviz kurunun yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine girişinde etkili faktörler olduklarını belirtmişlerdir. Bu bağlamda yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerinin tahmininde kullanılacak açıklayıcı değişkenler GSYİH, finansal açıklık, faiz oranı, döviz kuru ve BİST-100 endeksidir. GSYİH değişkeni pazar büyüklüğünü, BİST-100 endeksi finansal piyasa etkinliğini, faiz oranı risksiz getiri oranını, döviz kuru risk unsurunu, finansal açıklık ise finansal serbestleşmeyi temsilen modele alınmıştır.

1. EKONOMETRİK YÖNTEM

Uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen ekonomik faktörlerin belirlenmesini ve bu faktörlerin uluslararası sermaye hareketlerini ne şekilde etkilediğini ölçmeyi amaçlayan bu çalışmada, ekonomik varsayımlar altında oluşturulan farklı iki model yardımı ile uluslararası sermaye hareketlerinin temellerini oluşturan DYY ve YPY'lerin Türkiye açısından ekonomik belirleyicileri ve bu belirleyicilerin uluslararası sermaye hareketlerini etkileme şekli zaman serisi analizi ile araştırılmıştır.

Bu çalışmada ilk olarak her iki modelin tahmini açısından öncelik arz eden serilerin durağanlığı Kapetanios (2005) çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi ile incelenmiştir. Sonrasında, DYY'lerin ekonomik belirleyicilerinin tahmini için Maki (2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi yapılmış ve elde edilen uzun dönem ilişkisi sonrasında katsayıların tahmin edilebilmesi aşamasına geçilmiştir. Uzun dönem eşbütünleşme katsayılarının tahmini için Dinamik En Küçük Kareler (DEKK) modeli kullanılarak DYY'ler için yapılan analiz sonlandırılmıştır. Diğer taraftan YPY'lerin ekonomik belirleyicilerinin tahmini aşamasında ise seriler arasında durağanlık açısından seviye farklılıkları olduğu tespit edilmiştir. Ortaya konan kısıtlar açısından çalışmanın amacına uygun en iyi ekonometrik yöntemin Peseran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi ve ARDL modeli olduğuna karar verilmiştir. Bu açıdan ilk olarak sınır testi yapılmış ve seriler arasında uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiş ve sonrasında ARDL modeli kurularak kısa ve uzun dönem katsayıları tahmin edilerek YPY'ler için yapılan analizde sonlandırılmıştır.

1.1. KAPETANİOS ÇOKLU YAPISAL KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ

Zaman serilerinde durağanlık incelenirken, meydana gelen yapısal kırılmaların dikkate alınmaması Perron (1989)'un belirttiği birçok problemi beraberinde getirmektedir. Ancak Perron'un bu çalışmasında meydana gelen yapısal

kırılma araştırmacı tarafından dışsal olarak belirlenmektedir. Yapısal kırılmanın araştırmacı tarafından dışsal olarak belirlenmesi beraberinde yanlış yapısal kırılmanın belirlenmesi gibi sorunları getirmektedir. Bu nedenle Ziwot-Andrews ve Lumsdaine Papell birim kök testleri ekonometri literatürüne kazandırılmıştır. Bu testler yapısal kırılma tarihlerini içsel olarak belirlemelerine rağmen kırılma sayısının dıştan belirlenmesi bu testlerinde eksikliğini ortaya koymaktadır. İki yapısal kırılmaya sahip bir sürecin tek yapısal kırılmaya izin veren bir birim kök testi ile analiz edilmesi elde edilen bulguların hatalı olmasına neden olabilir (Murat, şener ve Yılcı, 2013: 4).

Bu nedenle Kapetanios (2005) Ziwot Andrews (1992) ve Lumsdaine-Papel (1997) testlerini geliştirerek yeni bir birim kök testi literatüre kazandırmıştır. Bu test sayesinde kırılma sayısı ve tarihi dışsal olarak değil de içsel olarak belirlenmekte ve diğer yapısal kırılmalı testlerde sorun teşkil edebilecek unsurlar ortadan kaldırılmaktadır (Yılcı, 2013: 103). Bu test ile analizi yapacak olan kişi maksimum kırılma sayısı belirleyerek, uygun kırılma sayısı içsel olarak belirlenecektir. Bu nedenle bu çalışmada diğer yapısal kırılmalı testlerden daha üstün bir test olması ve uygun kırılma sayısını içsel olarak belirleyebildiğinden Kapetanios çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi kullanılmıştır.

Bu testin yapılması aşamasında kullanılan model aşağıdaki şekildedir.

$$y_t = \mu_0 + \mu_1 t + \alpha y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \phi_i DU_{i,t} + \sum_{i=1}^m \varphi_i DT_{i,t} + e_t \quad (1)$$

$$DU_{i,t} \begin{cases} 1 & t > TB \text{ iken} \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases} \quad DT_{i,t} \begin{cases} t - TB & t > TB \text{ iken} \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases} \quad (2)$$

Bu testin temel hipotezi serinin birim kök içerdėi, alternatif hipotezin ise serinin m kırılmalı ancak durağan olduğudur.

$$H_0 : \alpha = 1$$

$$H_a : \alpha < 1$$

Bu testin işleyişi şu şekilde gerçekleşmektedir (Kapetanios, 2005: 127).

- İlk olarak tek bir kırılma tüm örnek boyunca belirli bir kırılma sayısını elde edebilmek için aranır ve H_0 hipotezine ait t-istatistikleri elde edilir.
- Kalıntı kareler toplamının (KKT) en düşük olduğu model ile ilgili yapısal kırılmanın tarihi seçilir.
- Tahmin edilen ilk kırılma tarihi modele eklenerek ikinci yapısal kırılma tarihi aranır ve $\alpha = 1$ için t-istatistikleri hesaplanır. Kırılma tarihinin belirlenmesi yine en düşük KKT bulunarak hesaplanır ve yapılan bu işlemler m kırılma sayısı elde edinceye kadar devam ettirilir. Bu işlemler sonrasında uygun kırılma sayısı en düşük t istatistiğini veren kırılma sayısı olarak belirlenir.

Modele ait kalıntı kareler toplamı şu şekilde hesaplanmaktadır (Kapetanios, 2005:127)

$$KKT = \sum_{t=k+2}^T \left(y_t - \hat{\mu}_0 - \hat{\mu}_1 t + \hat{\alpha} y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \hat{\delta}_i \Delta y_{t-i} + \hat{\phi}_1 DU_{1,t} + \hat{\phi}_1 DT_{1,t} \right)^2 \quad (3)$$

1.2. MAKİ EŞBÜTÜNLEŞME TESTİ

Ekonomik değişkenler arasındaki denge ilişkisini ortaya koymak genellikle eşbütünlük testleri ile gerçekleştirilmektedir ve bu ilişkilerde genellikle yapısal kırılmalar mevcuttur. Bu yapısal kırılmalar politik değişikliklerden, ekonomik birimlerin davranışlarından ya da ekonomik şoklar neticesinde gerçekleşebilmektedir. Yapısal kırılmalar değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisinin tespitinde kurulan modelin performansını önemli ölçüde azaltmaktadır. Engle and Granger (1987), ve Johansen (1988, 1991) gibi standart, yapısal kırılmaları göz önüne almayan eşbütünlük testlerini kullandığımızda Gregory, vd., (1996)'nın da belirttiği gibi hatalı sonuçlar elde edilebilmektedir. Ayrıca bu tür testler yapısal kırılmaları dikkate almadığından, yapısal kırılmalı bir süreçte eşbütünlük ilişkisini bulamamaktadırlar. Bu dezavantajın üstesinden gelmek için Gregory ve Hansen (1996) eşbütünlük vektöründe yapısal kırılmaya izin veren eşbütünlük testini literatüre kazandırmışlardır. Hatemi-J (2008) ise Gregory ve Hansen'in tek yapısal kırılmaya izin veren modelini daha da geliştirerek iki yapısal

kırılmaya izin veren eşbütünleşme testini literatüre kazandırmıştır (Maki, 2012: 2011).

Kapetanios (2005), Ziwo Andrews ve Lumsdaine Papell testlerine yapısal kırılma sayılarının dışsal belirlenmesine eleştiri getirerek literatüre yeni bir birim kök testi kazandırmıştır. Aynı şekilde Maki (2012)'de Gregory Hansen (1996) ve Hatemi-J (2008) testlerini benzer şekilde eleştirip, yapısal kırılma sayısının içsel olarak belirlendiği Maki eşbütünleşme testini ekonometri literatürüne kazandırmıştır. Bu açıdan Maki (2012) testi Gregory Hansen ve Hatemi-J testlerinin çok kırılmaya izin verecek şekilde genişletilmiş hali olarak düşünülebilir (Yıllancı, 2014: 187).

Maki (2012) testi diğer testlere göre beş tane yapısal kırılmaya izin vermekte ve yapısal kırılma sayısını içsel olarak belirlemektedir. Özellikle eşbütünleşmenin yapılacağı süreçte üç ve daha fazla yapısal kırılma söz konusu ise, bu yöntem Gregory ve Hansen (1996) ve Hatemi-J (2008) yöntemlerinden daha üstündür (Maki, 2012: 2011).

Bu testte temel olarak aşağıdaki dört modelden birisi ele alınmaktadır (Maki, 2012: 2012).

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i D_{i,t} + \beta' x_t + u_t \quad (4)$$

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i D_{i,t} + \beta' x_t + \sum_{i=1}^k \beta' x_t D_{i,t} + u_t \quad (5)$$

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i D_{i,t} + \gamma t + \beta' x_t + \sum_{i=1}^k \beta' x_t D_{i,t} + u_t \quad (6)$$

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \mu_i D_{i,t} + \gamma t + \sum_{i=1}^k \gamma_i t D_{i,t} + \beta' x_t + \sum_{i=1}^k \beta' x_t D_{i,t} + u_t \quad (7)$$

Modellerde yer alan y ve x 'ler $I(1)$ yani fark durağan değişkenleri göstermekte olup, k maksimum kırılma sayısını göstermektedir. D ise kukla değişken olup, Maki (2012) kukla değişkeni;

$$D_i = \begin{cases} 1 & t > T_B \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases} \quad \text{şeklinde tanımlanmış olup, } T_B \text{ kırılma zamanını}$$

göstermektedir.

Model 0 yani 4 numaralı denklem, düzey değişimli model ve sabit terimde ve eğimde kırılma olup, trendsiz model.

Model 1 yani 5 numaralı denklem, rejim değişimi modeli, sabit terim ve eğimde kırılma var, trendsiz model.

Model 2 yani 6 numaralı denklem, trendli rejim değişim modeli, sabit terimde, eğimde ve trendde kırılma var, trendli model.

Model 3 yani 7 numaralı denklem, düzey, trendde ve bağımsız değişkenlerde değişime izin veren model, sabit terimde, eğimde ve trendde kırılma var.

Testin hipotezleri;

H_0 = Yapısal kırılmalar altında eşbütünleşme yoktur.

H_1 = Yapısal kırılmalar altında eşbütünleşme vardır.

İlgili hipotezleri test etmek için gerekli kritik değerler Maki (2012)'de verilmiştir. Hesaplanan değer ilgili kritik değerlerden küçük ise H_0 hipotezi reddedilmekte ve seriler arasında uzun dönemde bir ilişkinin var olduğu, yani bir eşbütünleşme ilişkisinin var olduğuna karar verilmektedir.

1.3. DİNAMİK EN KÜÇÜK KARELER YÖNTEMİ

Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi (DEKK) değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönünü ve derecesini tespit etmek maksadı ile geliştirilmiş bir yöntemdir. Bu yöntemde değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla tek bir eşbütünleşme vektörü kullanılmaktadır (Stock ve Watson, 1993: 784).

Stock ve Watson (1993)'ün geliştirmiş olduğu bu yöntem bağımsız değişkenlerin farklarını içeren ve küçük örneklemlerde de kullanılabilen bir yöntemdir. Ayrıca bu yöntem bağımsız değişkenler arasındaki içsellik ve ardışık bağımlılık sorunu olması durumunda bile güçlü tahminler üreten bir yöntemdir. Bu yöntem kullanılan değişkenlerin durağanlık seviyelerini $I(0)$, $I(1)$ ve $I(2)$ türünde değişkenleri bir arada

kullanabilmeye imkân tanınması açısından diğer yöntemlere göre üstünlük göstermektedir (Esteve ve Martinez-Zahonero, 2006:273).

Stock ve Watson (1993)'ün geliştirmiş olduğu DEKK modeli şu şekildedir (Camacho-Gutierrez, 2010: 8)

$$Y_t = \beta_0 + \bar{\beta}X + \sum_{j=-q}^p \vec{d}_j \Delta X_{t-j} + u_t \quad (8)$$

Y_t = Bağımlı değişken

X = Açıklayıcı değişkenler matrisi

$\bar{\beta}$ = Eşbütünleşme vektörü, uzun dönemdeki kümülatif çarpanlar yada X 'de meydana gelen değişimin Y üzerinde meydana getireceği etki

p = Gecikme uzunluğu

q = İlerleme uzunluğu

Denklem 8' deki gecikme ve ilerleme terimleri, stokastik hata terimlerini stokastik açıklayıcı değişkenlerde meydana gelen geçmiş tüm değişikliklerden ayrı tutma amacına sahiptir. Modelin bu şekilde işliyor olması birim kök testlerinin tahmin edilen EKK regresyonun artıkları ile ilgili sahte regresyonu test etmek amacıyla geliştirildiğini göstermektedir.

1.4. SINIR TESTİ VE ARDL YAKLAŞIMI

Engle ve Granger (1987)'nin makalesi ile bir başlangıç bulan eşbütünleşme kavramı; ekonomide uzun dönem denge ilişkisinin varlığının saptanması için kullanılan bir kavramdır. Engle ve Granger (1987)' ye göre seriler seviyelerinde durağan olmasalar bile yani birim kök içeriyor olsalar bile, değişkenler arasındaki uzun dönem denge ilişkisi ortaya çıkabilmektedir. Ancak değişkenler arasındaki bütünleşme derecelerinin aynı olmadığı ve veri setinin de sınırlı olduğu durumlarda Engle-Granger ve Johansen eşbütünleşme testlerinin güvenli bir şekilde yapılması problemli sonuçlara yol açabilir. Ancak Peseran, vd., (2001) tarafından geliştirilen

Wald ve F istatistiklerine dayalı sınır testi yaklaşımı ile değişkenlerdeki eşbütünleşme derecelerine bakılmaksızın değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişkinin olup olmadığını test etmek mümkündür.

Sınır testi yaklaşımına göre, seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi test edebilmek adına ilk önce EKK yöntemi ile bir model tahmin edilmekte ve sonrasında $H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = 0$ şeklindeki uzun dönemli ilişkinin olmadığını ifade eden H_0 boş hipotezi test edilir. Bu hipotezin test edilebilmesi için F testi (Wald Test) kullanılmaktadır. Elde edilen F istatistiği Peseran, vd., (2001) tarafından üst ve alt sınırlar belirtilerek oluşturulan tablo değerleri ile kıyaslanır. Eğer elde edilen F istatistiği üst sınır tablo kritik değerlerinden büyük ise değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu sonucuna varılır. Bu değer tablo kritik değeri alt sınırının altında ise eşbütünleşme ilişkisi yoktur. Eğer hesaplanan F istatistiği tablo alt ve üst sınır kritik değerleri arasında kalır ise, bu durumda eşbütünleşme ilişkisine dair herhangi bir karar verilememektedir. Yani seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi kararsızlık bölgesindedir (Peseran, vd.,2001, 290).

Sınır testi yaklaşımı kısıt oluşturulmamış hata düzeltme modelinin EKK yöntemi ile tahminine dayanmaktadır. Kısıtlanmamış hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Kasman, Turgutlu, Konyalı, 91: 2005).

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_2 \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + e_t \quad (9)$$

Denklem (9)'da yer alan β_0 , sabit terimi β_1 ve β_2 ise uzun dönem çarpanlarını temsil etmektedir. ΔY_t 'nin gecikmeli değerleri ile ΔX_t 'nin kendisi ve gecikmeli değerleri kısa dönem dinamiklerinin modele yansıtılması amacı ile eklenmiştir.

Aralarında eşbütünleşme ilişkisinin olduğuna karar verilen değişkenler arasındaki uzun dönem ve kısa dönemli ilişkiler ARDL modelinin tahmin edilmesi ile elde edilir. Tahmin edilen ARDL modelinin diğer eşbütünleşme testlerine göre en önemli avantajı modele dahil edilen değişkenlerin durağanlık seviyelerini dikkate almaksızın uzun ve kısa dönem tahminlere izin vermesidir. Bu modeller bağımsız değişkenlerin içsellik sorunu ve hata terimlerindeki ardışık bağımlılık sorunlarının etkilerini azaltması yönünde diğer eşbütünleşme yöntemlerinden daha avantajlı

konuma sahiptir. ARDL modelleri içsel ve dışsal değişkenleri birbirinden ayırarak içsellik problemine de çözüm getirmektedir. Ayrıca ARDL modelinden türetilen hata düzeltme modeli (ECM) ile uzun dönemli bilgi kaybına yol açmaksızın kısa dönemli dinamikler tahmin edilebilmektedir (Banerjee, Dolado, Galbraith, Hendry, 1993: 51-52).

ARDL modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir;

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 X_{t-i} + e_t \quad (10)$$

(10) numaralı denklemdeki p ve q ilgili değişkenlere ilişkin uygun gecikme uzunluğunu göstermekte olup, söz konusu gecikme uzunluklarının belirlenmesinde Akaike (AIC) ve Schwarz (SB) gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. Burada Y_t bağımlı değişkeni X_{t-i} modele konulacak bağımsız değişkeni ve onun gecikmesini ifade etmektedir. ARDL modelinde uzun dönem katsayılarının elde edilebilmesi için $(p+1)^k$ tane denklemin tahmin edilmesi gerekmektedir. Burada p maksimum gecikme uzunluğunu temsil ederken, k ise modelde bulunan değişken sayısını temsil etmektedir (Akmal, 2007: 95).

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yanı sıra kısa dönemli ilişkinin ortaya konması için ARDL yöntemine dayalı hata düzeltme modeli 11 numaralı denklemde ifade edilmiştir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta X_{t-i} + \beta_3 ec_{t-i} + u_t \quad (11)$$

Denklem 10'daki ec_{t-i} hata düzeltme terimini göstermektedir. Hata düzeltme modelindeki kararlılığın sağlanması için hata düzeltme teriminin katsayısının negatif olması gerekmektedir. Hata düzeltme katsayısı uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değeridir. Bu katsayının negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı çıkması kısa dönemde meydana gelen bir dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini göstermektedir.

2. VERİ SETİ VE UYGULAMA SONUÇLARI

Tablo 13. Kullanılacak Değişken Kısaltmalarının Açıklamaları

LFPI=Portföy Yatırımları [♦]	LFDI= Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
LINF= Tüketici Fiyat Endeksi	LGDP= Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
LINT= Faiz Oranı	LOPENS= Ticari Açıklık [♦]
LEX=Döviz Kuru	LLABCOST= Birim işçi maliyeti
LBIST-100= Borsa İstanbul 100 Endeksi	LFOPENS=Finansal Açıklık [♦]

Kullanılacak Değişkenler 1991Q4-2014Q3 dönemini kapsayacak şekilde üç aylık serilerden oluşmaktadır. Değişkenlerin kısaltmalarının açıklamasının verildiği Tablo 13’de görüldüğü gibi çalışmada kullanılacak değişkenler FPI, FDI, INF, GDP, INT, OPENS, EX, FOPENS, LABYCOST, BIST-100’dür. YPY, DYY, INT, EX, BİST-100 değişkenleri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Veri Dağıtım Sisteminden alınmıştır. GDP, LABYCOST, OPENS, değişkenleri <http://stats.oecd.org/> internet adresinden alınırken INF değişkeni ise <http://www.imf.org/> internet adresinden alınmıştır. Kullanılan seriler doğal logaritmaları alınarak kullanılmış ve logaritmaları alınan değişkenler LFDI, LFPI, LGDP, LLABCOST, LOPENS, LINT LINF, LEX, LFOPENS olarak ifade edilmiştir.

[♦] Analizde kullanılan tüm serilerin doğal logaritması alınmıştır. Ancak FPI ve FOPENS serilerinin bazı yıllarda negatif değerlere sahip olmasından dolayı bu serilere $y = x + \sqrt{(x^2 + 1)}$ Busse ve Hefeker (2007), Dökmen ve Aysu (2010), İlğün, Dumrul ve Aysu (2015) çalışmalarında kullanılan dönüşüm uygulanmış ve serilerin doğal logaritmaları alınarak analize dahil edilmiştir. Finansal Açıklık değişkeni Aizman (2004)’in tanımına göre oluşturulan Korkmaz, Çevik ve Birkan (2010)’ında kullandığı ((Net Uluslararası Sermaye Girişleri + Net Uluslararası Sermaye Çıktıları) / GSYİH)*100 formülasyonu ile oluşturularak modele alınmıştır.

[♦] Ticari açıklık değişkeni ise, Özcan ve Arı (2010), Amaya ve Rowland (2004) gibi çalışmalarda kullanılan ((İthalat+İhracat)/GSYİH)*100 formülasyonu ile oluşturularak modele alınmıştır.

2.1. KAPETANIOS ÇOKLU YAPISAL KIRILMALI BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI

Tablo 14’de beş kırılmaya kadar izin veren Kapetanios (2005) birim kök testi sonuçları verilmektedir. Sonuçlar elde edilirken maksimum gecikme sayısının belirlenmesinde Schwert (1988) tarafından geliştirilen $k = 12 * (T / 100)^{0.25}$ formülünden yararlanılmıştır. Formüldeki k maksimum gecikme uzunluğunu, T ise gözlem uzunluğunu belirtmektedir. Birim kök testi yapılırken Kapetanios birim kök testinde uygun kırılma sayısı en küçük T-ist değerini alan kırılma olarak belirlenmektedir. Buna göre LFPI değişkeni dışındaki tüm değişkenler için tek kırılma uygun kırılma olarak belirlenmiştir. LFPI değişkeni için ise uygun kırılma sayısı 3 olarak belirlenmiştir.

Tablo 14. Kapetanios (2006) Çoklu Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları

LFDI	T- ist.	GKN	LINT	T-ist.	GKN
1 Kırılma	-4.5461*	55	1 Kırılma	-4.8513*	48
2 Kırılma	-5.7826	41,55	2 Kırılma	-5.4853	48,36
3 Kırılma	-10.6037	55,41,31	3 Kırılma	-6.6367	48,36,26
4 Kırılma	-11.5112	55,41,31,69	4 Kırılma	-8.1648	48,36,26,70
5 Kırılma	-11.9548	55,41,31,69,11	5 Kırılma	-9.3392	48,36,26,70,59
LFPI	T- ist.	GKN	LBİST100**	T-ist.	GKN
1 Kırılma	-7.6858	81	1 Kırılma	-5.3411*	51
2 Kırılma	-8.5019	81,64	2 Kırılma	-6.7272	29,55
3 Kırılma	-6.6076*	81,64,36	3 Kırılma	-7.0875	29,55,65
4 Kırılma	-6.8398	81,64,36,26	4 Kırılma	-7.4596	29,55,65,15

5 Kırılma	-7.0221	81,64,36,26,52	5 Kırılma	-7.7085	29,55,65,15,42
LGDP	T- ist.	GKN	LEX	T-ist.	GKN
1 Kırılma	-3.8031*	49	1 Kırılma	-4.5283*	37
2 Kırılma	-4.4764	49,37,	2 Kırılma	-5.7522	37,10
3 Kırılma	-5.7462	49,37,66	3 Kırılma	-6.9744	37,10,68
4 Kırılma	-6.5115	49,37,66,17	4 Kırılma	-7.4302	37,10,68,23
5 Kırılma	-6.6404	49,37,66,17,27	5 Kırılma	-7.5947	37,10,68,23,79
LLABCOST	T-ist.	GKN	LINF	T-ist.	GKN
1 Kırılma	-3.9983*	10	1 Kırılma	-5.0226*	23
2 Kırılma	-6.9491	10,38	2 Kırılma	-7.1486	23,38
3 Kırılma	-8.4135	10,38,27	3 Kırılma	-10.144	23,38,10
4 Kırılma	-9.4104	10,38,27,77	4 Kırılma	-9.6720	23,38,10,82
5 Kırılma	-9.3035	10,38,27,77,62	5 Kırılma	-8.6464	23,38,10,82,72
LFOpens**	T-ist.	GKN	LOpens	T-ist.	GKN
1 Kırılma	-5.9250*	49	1 Kırılma	-4.2313*	51
2 Kırılma	-7.1629	49,68	2 Kırılma	-5.6448	51,68,
3 Kırılma	-8.1937	49,68,82	3 Kırılma	-6.7897	51,68,38
4 Kırılma	-8.9564	49,68,82,,37	4 Kırılma	-7.8471	51,68,38,27
5 Kırılma	-9.4779	49,68,82,37,10	5 Kırılma	-7.9122	51,68,38,27,13

Not: Kapetanios(2005)'e göre tek kırılma için kritik değerler, %5 için -5,081'dir. Üç kırılma için kritik değer %5 için -7.006'dir. Buna göre *En küçük T-istatistiği değeri **Yapısal kırılmalı durağan seriler

Tablo 15. Farklı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları

Δ LFDI	T- ist.	Δ LINT	T-ist.	Δ LGDP	T- ist.	Δ LEX	T- ist.	Δ LFOPENS	T- ist.
1 Kırılma	-10.636	1 Kırılma	-7.1571	1 Kırılma	-6.1988	1 Kırılma	-8.9162	1 Kırılma	-8.0030
2 Kırılma	-11.054	2 Kırılma	-7.9415	2 Kırılma	-6.8626	2 Kırılma	-10.384	2 Kırılma	-8.5727
3 Kırılma	-11.005	3 Kırılma	-8.5172	3 Kırılma	-10.535	3 Kırılma	-10.434	3 Kırılma	-8.8149
4 Kırılma	-8.6552	4 Kırılma	-8.6314	4 Kırılma	-10.665	4 Kırılma	-10.468	4 Kırılma	-9.0808
5 Kırılma	-8.5964	5 Kırılma	-8.7330	5 Kırılma	-11.590	5 Kırılma	-10.463	5 Kırılma	-9.2376
Δ LFPI	T- ist.	Δ LBİST100		Δ LLABCOST	T- ist.	Δ LINE	T- ist.	Δ LOPENS	T- ist.
1 Kırılma	-7.2722	1 Kırılma	-6.7874	1 Kırılma	-9.6610	1 Kırılma	-9.8499	1 Kırılma	-6.2867
2 Kırılma	-7.7794	2 Kırılma	-7.2669	2 Kırılma	-9.7151	2 Kırılma	-11.752	2 Kırılma	-6.8182
3 Kırılma	-8.2151	3 Kırılma	-7.7091	3 Kırılma	-9.6913	3 Kırılma	-11.992	3 Kırılma	-7.8826
4 Kırılma	-8.5499	4 Kırılma	-8.0216	4 Kırılma	-9.9056	4 Kırılma	-12.697	4 Kırılma	-8.4964
5 Kırılma	-8.4982	5 Kırılma	-8.5317	5 Kırılma	-9.8870	5 Kırılma	-12.660	5 Kırılma	-9.1007

Not: Kapetanios (2005) testinin %5'deki kritik değerleri tek kırılma için -5.081 iki kırılma için -6.113, üç kırılma için -7.006, dört kırılma için -7.736, beş kırılma için -8.343'tür. Bu durumda farklı alınan serilerin hepsinin birinci farklarında durağan oldukları görülmektedir. Seriler içerisinde I(2) değişkene rastlanmamıştır.

Kapetanios testinin temel hipotezi yani H_0 : Seri birim köklüdür. Alternatif hipotez ise H_1 : Seri kırılmayla birlikte durağandır. Bu aşamadan sonra değişkenlerin durağanlıklarını test etmek için Kapetanios (2005)'deki kritik değerlere bakılarak serilerin durağanlıklarına karar verilmektedir. Kapetanios (2005) testinin tek kırılma

için % 5'deki kritik test istatistiği -5.081 'dir. Üç kırılma için ise -7.006'dır. Buna göre LBİST ve LFOPENS değişkenleri kırılmalar ile birlikte durağan yani I(0) iken, bu değişkenlerin dışında kalan diğer değişkenler LFDI, LFPI, LGDP, LINF, LLABCOST, LOPENS, LEX değişkenleri birim köklü yani I(1)'dir.

GKN ile belirtilen sütunda serilerin hangi gözlemlerde kırılmaya uğradıkları gösterilmektedir. Buna göre LFDI (2005Q2), LFPI (2000Q3, 2007Q3, 2011Q4), LINT (2002Q4), LGDP (2003Q4), LBİST-100 (2004Q2), LLABCOST (1994Q1), LEX (2000Q4), GDP(2004Q4), LINF(1997Q2), LOPENS(2004Q2), LFOPENS (2003Q4) tarihlerinde kırılmaya uğramıştır. Bu tarihler genel olarak değerlendirildiğinde, kırılmaların özellikle kriz dönemleri öncesi ve sonrasında gerçekleştiği görülmektedir.

Kapetanios (2005), yapısal kırılmalı birim kök testi sonuçlarına göre, DYY'lerin belirleyicilerinin tahmini için $LFDI=(LGDP, LINF, LLABCOST, LOPENS)$ modeli kurulup bu model Maki(2012) eşbütünleşme analizi ile test edilerek, sonrasında bu ilişkinin yönü DEKK ile tahmin edilmiştir. YPY'lerin belirleyicilerinin tahmini için kurulan $LFPI=(LGDP, LBİST, LINT, LEX, LFOPENS)$ modelindeki değişkenlerin I(0) ve I(1) olmaları nedeni ile bu modelin tahmininde ilk olarak sınır testi analizi yapılarak bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin varlığı tespit edilmiş ve sonrasında ARDL modeli kurularak değişkenlerin kısa ve uzun dönem ilişkileri incelenmiştir.

2.2. MAKİ EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ SONUÇLARI

$LFDI=(LGDP, LINF, LLABCOST, LOPENS)$ şeklinde kurulan model de Maki (2012) eşbütünleşme testi ile bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönem ilişki incelenmiş ve Maki (2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi sonuçlarına göre elde edilen sonuçlar Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 16. Maki (2012) Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünlüme Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	Yapısal Kırılma Tarihleri	Kritik Değerler		
			%10	%5	%1
Model 0	-6.58**	1993Q3, 2005Q1, 2006Q4, 2008Q2, 2013Q1	-6.039	-6.306	-6.856
Model 1	-8.11***	2005Q1	-5.686	-5.913	-6.361
Model 2	-11.4***	2000Q3, 2005Q2, 2009Q1	-7.481	-7.803	-8.336
Model 3	-11.7***	2001Q2, 2005Q2	-7.381	-7.638	-8.167

Not: Kritik Değerler Maki (2012), Tablo 1'den alınmıştır. **(%10,%5) önem derecesine göre bir eşbütünlüme ilişkisinin varlığına, ***(%10,%5,%1) önem derecesine göre bir eşbütünlüme ilişkisinin varlığını ifade etmektedir.

Yapılan testte maksimum 5 yapısal kırılmaya izin verilmiştir. Ancak Model 0 beş kırılma bulurken, Model 1, tek kırılma, Model 2 üç kırılma, Model 3 ise iki kırılma tespit etmiştir. Maki (2012) eşbütünlüme testinin hipotezleri, H_0 :Yapısal kırılmalar altında seriler arasında eşbütünlüme ilişkisi yoktur. H_1 : Yapısal kırılmalar altında seriler arasında eşbütünlüme ilişkisi vardır şeklindedir. Yapılan test sonuçlarına göre T-ist < kritik değer olduğundan temel hipotez red edilerek, alternatif hipotez kabul edilmektedir. Yani seriler arasında yapısal kırılmalar altında eşbütünlüme ilişkisi söz konusudur.

Yapısal kırılma tarihleri incelendiğinde Türkiye'de meydana gelen şokları yapısal kırılma tarihlerinin genel olarak yansıttığı görülmektedir. Seriler arasında eşbütünlüme ilişkisinin tespit edilmesi serilerin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini göstermektedir. Bu açıdan bir değerlendirme yapacak olursak, DYY'lerin uzun dönemde Türkiye ekonomisine girişinde GSYİH, enflasyon, birim işçi maliyeti ve ticari açıklığın etkili olduklarını ve ülke ekonomisine DYY'lerin girişinde bu değişkenlerin belirleyici rol üstlendiklerini söyleyebiliriz.

Bu değişkenlerin DYY girişlerini hangi yönde ve ne şekilde etkilediğini test etmek amaçlı, eşbütünlüme testi sonucunda elde edilen bulgular neticesinde

değişkenlerin uzun dönem eşbütünleşme katsayıları DEKK yöntemi ile hesaplanmıştır.

2.3. DİNAMİK EN KÜÇÜK KARELER YÖNTEMİ SONUÇLARI

Kurulan modelde Maki (2012) eşbütünleşme testi ile değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi tespit edilmiş ve bu ilişkinin bağımlı değişkeni hangi yönde ve ne şekilde etkilediğini test etmek amacı ile DEKK yöntemi ile eşbütünleşme katsayılarının tahmini Model 0 ve Model 2'ye göre tahmin edilmiş ve sonuçlar Tablo 17'de verilmiştir.

Tablo 17. Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayılarının Tahmini

Model 0	Katsayı	t-ist.	Olasılık D.	Model 2	Katsayı	t-ist.	Olasılık D.
LGDP	0.91723	3.31325	0.0015	LGDP	6.9955	2.490166	0.0157
LINF	-0.203966	-1.675316	0.0992	LINF	-0.29578	-2.653410	0.0103
LLABCOST	0.254713	0.28961	0.77314	LLABCOST	1.57238	2.046585	0.0452
LOPENS	1.94957	3.75436	0.00040	LOPENS	2.33453	2.11387	0.0388
1993Q3	-1.322787	-1.076898	0.285984	C	-84.5561	-2.236184	0.0292
2005Q1	-0.208779	-0.279070	0.781183	@TREND	-0.08870	-4.122605	0.0001
2006Q4	1.25163	1.69736	0.094988	2000Q3	-0.454513	-0.766030	0.4468
2008Q2	-0.44242	-0.432243	0.66716	2005Q2	-0.771157	-1.451933	0.1519
2013Q1	-0.510529	-0.692025	0.49168	2009Q1	0.126489	0.168412	0.8668
R^2	0.884016	DW	1.798842	R^2	0.900500	DW	1.887611

Uzun dönem eşbütünleşme katsayılarının Model 0 ve Model 2'ye göre tahmini yapılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 16'da gösterilmiştir. Model 0'a göre

LGDP, LINF ve LOPENS değişkenlerinin ve 2006Q4'e konan kukla değişkenin katsayılarının anlamlı oldukları görölmektedir. LLABCOST değişkenin ise LDYY'yi pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız etkilediği görölmektedir. Diğer değişkenlerde ise LDYY'yi en yüksek oranda LOPENS'in 1.94'lük bir kat sayı ile pozitif olarak etkilediği görölmektedir. Sonrasında 0.91'lik bir kat sayı ile LGDP'nin LDYY'yi pozitif yönde etkilediği görölmektedir. LINF ise LDYY'yi negatif yönde -0.20'lik bir kat sayı ile etkilediği görölmektedir. Diğer bir ifade ile, LOPENS'da meydana gelen %1'lik artış LDYY'yi %1.94 civarında arttırmaktadır, LGDP'deki %1'lik artış LDYY'yi % 0.91 arttırmaktadır, LINF'daki %1'lik artış ise LDYY'yi %0.20 civarında azaltmaktadır.

Model 0'a göre genel bir değerlendirme yapacak olursak, DYY'lerin Türkiye ekonomisine girişinde modele dahil edilen değişkenler çerçevesinde en etkili değişken ticari açıklık olurken, ikici sırada GSYİH yer almaktadır. Ayrıca enflasyonda meydana gelen artışlar DYY girişlerini negatif etkilemekte ve DYY'lerin ülke ekonomisine girişinde olumsuz bir hava oluşturmaktadır. Bu modelde birim işçi maliyeti değişkeni DYY girişlerine pozitif etki etmekte ancak bulunan değer istatistiksel olarak anlamsızdır.

Sabitli ve trendli olarak tahmin edilen Model 2'den elde edilen sonuçlar incelendiğinde; LGDP, LINF, LOPENS ve LLABCOST değişkenlerinin katsayılarının anlamlı oldukları görölmektedir. Model 2'ye göre LINF değişkeni dışındaki tüm değişkenlerin DYY girişlerini pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olarak etkiledikleri görölmektedir. Bu modelde en yüksek katsayıya 6.99 değeri ile LGDP sahip iken sonrasında en önemli değişkenler LOPENS (2.33), LLABCOST (1.57) ve LINF (-0.29) olmuştur.

Model 2 açısından genel bir değerlendirme yapacak olursak; LGDP'de meydana gelen %1'lik artış DYY girişlerinde %6.99'lük bir artış meydana getirecektir. LOPENS'da meydana gelen %1'lik artış DYY girişlerinde %2.33'lük bir artış meydana getirecektir. LLABCOST'da meydana gelen %1'lik artış DYY girişlerinde %1.57'lik bir artış meydana getirecektir. LINF'de meydana gelecek %1'lik artış ise DYY girişlerinde %0.29'lük bir azalış meydana getirecektir.

Model 0 ve Model 2 için genel bir değerlendirme yapacak olursak; her iki modelde pazar büyüklüğünü temsil eden GSYİH'nın, risk unsurunu temsil eden enflasyonun, ticari serbestleşmeyi temsil eden ticari açıklığın katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı çıktığı görülmektedir. Bu açıdan ülkemize giriş yapan DYY'lerin pazar büyüklüğü ve ticari serbestleşmeden pozitif ve kuvvetli derecede etkilendiğini risk unsuru olan enflasyondan ise negatif yönde etkilendiğini söyleyebiliriz. Model 0' a göre üretim maliyetini temsilen kullanılan birim işçi maliyetinin DYY girişlerinde pozitif bir etkisinin olduğu ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Model 2'de ise birim işçi maliyetlerinin istatistiksel olarak anlamlı olan katsayının DYY girişlerini pozitif etkilediği görülmektedir. Burada elde edilen sonuç literatürdeki tersi bir durumdur. Bu açıdan Türkiye'deki işçi maliyetleri DYY'ler tarafından çok fazla göz önünde tutulamamakta, diğer olumlu etmenlere odaklanmaktadır. Diğer taraftan işçilik maliyetlerinin Türkiye'de yükselmesine rağmen bu yükseliş trendinin muhtemelen diğer ülkelerdeki oranlara göre hala alt seviyelerde kalmasıdır (Kurtaran, 2007:379).

2.4. SINIR TESTİ YAKLAŞIMI VE ARDL MODELİ SONUÇLARI

YPY'lerin Türkiye için belirleyicilerinin tahmini aşamasında Kapetanios (2005) birim kök testi sonuçlarına göre LBİST ve LFOPENS değişkenlerinin I(0) yani serilerin birim kök içermedikleri durağan oldukları, diğer değişkenlerin ise I(1) birim köklü fark durağan değişkenler oldukları tespit edilmiştir. Bu noktada LFPI=(LGDP, LBİST, LINT, LEX, LFOPENS) modelini tahmin etmek için Peseran, vd.(2001)'in geliştirmiş olduğu serilerin bütünleşme derecelerini dikkate almadan eşbütünleşme ilişkilerinin incelenebildiği Sınır Testi yapılmıştır. Ayrıca seriler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkinin ortaya konması adına ARDL modeli kurularak bu ilişki incelenmiştir.

Sınır testinin yapılabilmesi için öncelikle gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Gerekli gecikme uzunluğunun tespit edilebilmesi için AIC ve SC bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Bu bilgi kriterlerinin en düşük olduğu değer

uygun gecikme uzunluğunu elde etmemizi sağlamaktadır. Uygun gecikme uzunluğunun elde edildiği modelde ardışık bağımlılık sorununun olmaması gerekmektedir.

Tablo 18. Sınır Testi Yaklaşımı İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi

m	Trendsiz		Trendli	
	AIC	SC	AIC	SC
1	6.212210	6.626088	6.163275	6.604745
2	6.170861	6.754150	6.153037	6.764102
3	6.240658	6.995637	6.239590	7.022532
4	6.356614	7.285615	6.357820	7.314973
5	6.429340	7.534748	6.439051	7.572802
6	6.451731	7.735983	6.449006	7.761796

Not: Bir gecikme ile tahmin edilen modelde Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi sonuçları trendsiz model için $\chi^2_{BGAB} = 0.6165$, trendli model için $\chi^2_{BGAB} = 0.7887$ olarak bulunmuştur.

Model tahmin edilirken 6 gecikmeye kadar izin verilmiştir. Tablo 18’de hem trendli hem de trendsiz modelin gecikme sayılarına göre AIC ve SC bilgi kriterlerinin değerleri yer almaktadır. Bu kriterlere göre en düşük değerin bulunduğu gecikme uygun gecikme olmaktadır. Tablo 18’e göre AIC’in en düşük olduğu bilgi kriteri 2 iken SC’nin en düşük olduğu bilgi kriteri 1’dir. Burada SC bilgi kriterine göre hareket edilmiş ve 1 gecikmeli model uygun model olarak seçilmiştir. Ayrıca seçilen modelde ardışık bağımlılık probleminin olup olmadığı Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi ile test edilmiş, hem trendli hem de trendsiz modelde %1, %5, %10 düzeylerinde ardışık bağımlılık sorununa rastlanmamıştır.

Uygun gecikme sayısının belirlenmesi ve tahmin edilen modellerde ardışık bağımlılık sorununa rastlanmaması sonucunda, sınır testi yaklaşımı ile değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin olup olmadığı test edilmiş ve değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin sonuçları Tablo 19’ da verilmiştir.

Tablo 19. Sınır Testi İçin Hesaplanan $F_{ist.}$ İstatistikleri ve Kritik Değerler

Hesaplanan $F_{ist.}$												
Gecikme	Trendli $F_{ist.}$						Trendsiz $F_{ist.}$					
1	5.8592						5.5856					
$F_{ist.}$ Kritik Değerleri												
K=5	Trendli $F_{ist.}$						Trendsiz $F_{ist.}$					
	Alt Sınır I(0)			Üst Sınır I(1)			Alt Sınır I(0)			Üst Sınır I(1)		
	0.10	0.05	0.01	0.10	0.05	0.01	0.10	0.05	0.01	0.10	0.05	0.01
	2.75	3.12	3.93	3.79	4.25	5.23	2.26	2.62	3.41	3.35	3.79	4.68

Not: Kritik değerler (Pesaran vd., 2001:300,301)’deki tablolardan elde edilmiştir.

Sınır testi sonuçlarına göre k=5, yani 5 bağımsız değişken için yapılan trendli ve trendsiz modele göre f istatistikleri sırası ile 5. 8592 ve 5. 5856 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlar Pesaran vd.(2001)’deki kritik değerler ile karşılaştırılmış ve elde edilen $F_{ist.}$ ’lerin %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerinde alt sınır ve üst sınır kritik değerlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuç bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında uzun dönemde bir eşbütünlük ilişkisinin var olduğunu göstermektedir. Yani uzun dönemde Türkiye’ye YPY girişlerinde GSYİH, faiz oranı, BİST-100 endeksi, döviz kuru ve finansal açıklık gibi ekonomik faktörlerin belirleyici rol üstlendiklerini söyleyebiliriz. Diğer bir ifade ile

ülkemize YPY girişlerinde pazar büyüklüğünün, risksiz getirinin, sermaye piyasası etkinliğinin, risk unsurunun ve finansal açıklığın belirleyici faktörler olduklarını, bu değişkenler ile YPY'lerin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini söyleyebiliriz.

Seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığının tespitinden sonra, serilerin uzun ve kısa dönem ilişkilerini belirleyebilmek adına ARDL modeli kurulmuştur.

Tablo 20'de ARDL(1, 5, 2, 0, 1, 0) modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. AIC bilgi kriterine göre 6 gecikme verilerek ARDL(1, 5, 2, 0, 1, 0) modeli tahmin edilmiş ve bu modelden Tablo 20'de yer alan uzun dönem katsayıları elde edilmiştir. Kurulan modelin tanısal testlerine bakıldığında, Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi, Ramsey-Reset model kurma uygunluğu testi, Jarque-Berra normallik testi ve Breusch –Pagan-Godfrey değişen varyanslılık testlerine göre kurulan modelde ardışık bağımlılık, regresyonda model kurma hatası, değişen varyans ve normal dağılım sorunlarına rastlanmadığı görülmektedir.

Tablo 20. Uzun Dönem İlişkisi: ARDL(1, 5, 2, 0, 1, 0) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	T_{ist}	Olasılık Değeri	Değişkenler	Katsayılar	T_{ist}	Olasılık Değeri
LFPI(-1)	0.322615	2.922545	0.0047	LEX	0.466783	1.773702	0.0804
LGDP	-0.498116	-0.59434	0.5542	LINT	1.985611	5.050895	0.0000
LGDP(-1)	1.674577	1.461956	0.1482	LINT(-1)	-1.149433	-2.60654	0.0111
LGDP(-2)	-1.640182	-1.45326	0.1506	LFOPENS	0.666709	3.465265	0.0009
LGDP(-3)	0.306286	0.276162	0.7832	C	-300.7113	-2.50828	0.0144
LGDP(-4)	2.132385	1.910022	0.0602	Tanımlayıcı Testler			
LGDP(-5)	-1.148585	-1.51092	0.1352	R^2	.6191	X^2_{RR}	1.898(.0629)
LBIST	1.222709	1.975416	0.0521	\bar{R}^2	.5387	X^2_{BGAB}	.04 (.951)

LBIST(-1)	0.175450	0.261606	0.7944	X_{BPG}^2	1.5807(.1014)	Fist.	5.77(.00)
LBIST(-2)	-1.675928	-2.67160	0.0094	X_{JBN}^2	1.6433(.4396)	DW	2.168
LBIST(-3)	-1.300406	-2.06132	0.0429				

Not: X_{BGAB}^2 , X_{RR}^2 , X_{JBN}^2 , X_{BPG}^2 sırası ile Breusch-Godfrey Ardışık bağımlılık testi, Ramsey-Reset regresyonda model kurma hatası Jarque –Berra normallik testi, Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyanslılık testi

Tablo 21'deki ARDL(1, 5, 2, 0, 1, 0) modelinden elde edilen uzun dönem katsayılarına göre, LFPI bağımlı değişkeni uzun dönemde LGDP, LI, LEX, LFOPENS değişkenleri ile pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki içerisindedir. LBİST değişkeni ile negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki içerisindedir.

Tablo 21. ARDL(1, 5, 2, 0, 1, 0) Modeli İçin Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayılar	T-İst	Olasılık Değeri
LGDP	1.219935	2.771654	0.0068
LBIST	-2.329804	-1.837125	0.0696
LEX	0.689096	1.676363	0.0973
LINT	1.234420	2.135889	0.0355
LFOPENS	0.984240	3.077566	0.0028
C	-443.9298	-2.646863	0.0097

LGDP’de meydana gelen %1’lik artış LFPI’ı %1.21 oranında arttırmakta iken, LBİST’te meydana gelen %1’lik artış ise LFPI’ı %2.32 oranında azaltmaktadır. LEX’de meydana gelen %1’lik artış LFPI’ı %0.68 oranında arttırmaktadır. LINT’de meydana gelen %1’lik artış ise LFPI’ı %1.23 oranında arttırmaktadır. LFOPENS’da meydana gelen %1’lik artış LFPI’ı %0.98 oranında arttırmaktadır. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda; uzun dönemde YPY’lerin Türkiye ekonomisine girmesinde pazar büyüklüğü, finansal serbestleşme, risk unsuru ve faiz oranı faktörleri pozitif bir etki yaparken, sermaye piyasası etkinliği uzun dönemde YPY girişlerine negatif bir etki yapmaktadır. Uzun dönem için elde edilen sonuçlardan risk unsuru olan döviz kuru ve sermaye piyasası etkinliğini temsil eden BİST-100 endeksinin etkisinin literatürdeki aksine bir durum olduğu görülmektedir.

Risk unsuru olan döviz kurunun YPY girişlerini pozitif etkilemesi risk faktörünün iki şekilde yorumlanması ile değerlendirilebilir. Risk faktörü bir noktada ülkelerin başarı ve istikrar göstergesi olarak değerlendirilirken, diğer taraftan yüksek getiri oranlarını da işaret etmektedir. Bu nedenle risk faktörünün katsayısının pozitif ya da negatif olması hangi etkinin güçlü olduğuna bağlı olarak değişikliklik gösterecektir (Özcan ve Arı, 2010: 85).

Sermaye piyasası etkinliğinin uzun dönemde YPY girişlerini negatif etkilemesi, uzun dönemde sermaye piyasasının etkinliğini yitirdiği ve yabancı yatırımcıların ilgisinin daha farklı yatırım araçlarına kaydığını göstermektedir. Ayrıca risksiz getiriyi temsil eden faiz oranlarının uzun dönem de YPY’leri pozitif ve kuvvetli bir şekilde etkilemesi bu sonucu destekler niteliktedir.

Tablo 22. Kısa Dönem Hata Düzeltme ARDL(4, 2, 0, 0, 0) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	t-istatistiği	Olasılık Değeri	Değişkenler	Katsayılar	t-istatistiği	Olasılık Değeri
DLGDP	-1.037318	-1.12933	0.2624	DLEX	0.087667	0.135427	0.8926
DLGDP(-1)	0.445039	0.607555	0.5453	DLINT	1.919585	5.916395	0.0000
DLGDP(-2)	-1.402521	-1.99497	0.0497	DLFOPENS	0.786338	4.842460	0.0000

DLGDP(-3)	-0.846584	-1.20209	0.2332	C	0.256217	0.313395	0.7549
DLGDP(-4)	1.201265	1.687624	0.0957	ECM(-1)	-0.614837	-5.995109	0.0000
DLBIST	1.305011	2.383267	0.0197	Tanısal Testler			
DLBIST(-1)	2.886331	4.870732	0.0000	R^2	.7325	X^2_{RR}	.525(.600)
DLBIST(-2)	1.215356	2.177564	0.0326	\bar{R}^2	.6892	X^2_{BGAB}	.530(.590)
				X^2_{BPG}	1.030(.4399)	DW	2.33
				X^2_{JBN}	1.445(.4855)	Fist.	16.89(.000)

Not: X^2_{BGAB} X^2_{RR} X^2_{JBN} X^2_{BPG} sırası ile Breusch-Godfrey Ardişık bağımlılık testi, Ramsey-Reset fonksiyonel uygunluk Jarque –Berra normallik testi, Breusch-Pagan-Godfrey değişen varyanslılık testi

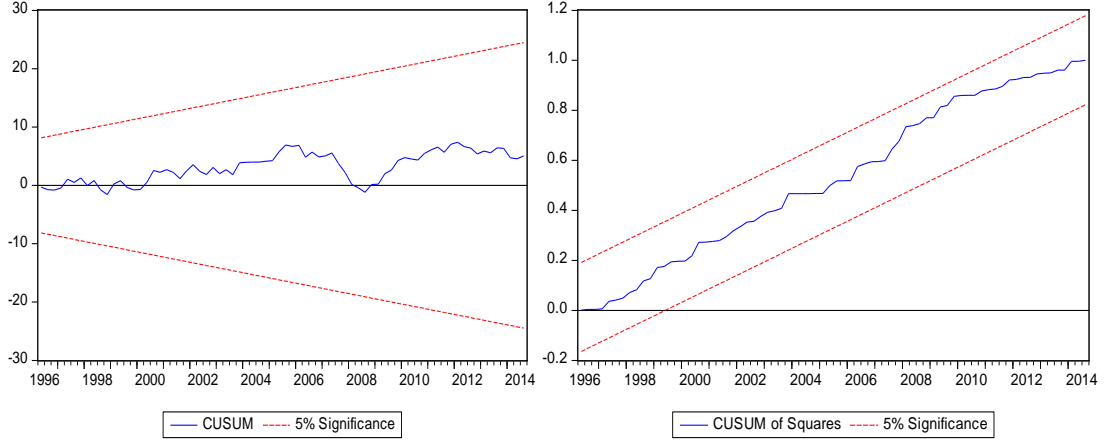
Tablo 22 ARDL(4, 2, 0, 0, 0) modelinin tahmin sonuçlarını göstermektedir. Hata düzeltme terimi ECM (-1)'in katsayısı beklentilere uygun olarak negatif ve anlamlı çıkmıştır. Hata düzeltme terimi katsayı -0.6148 çıkmıştır. Yani kısa dönemde meydana gelen bir şok veya dengesizliğin % 61'inin uzun dönemde düzeleceğini göstermektedir. Ayrıca hata düzeltme teriminin katsayısının bu şekilde negatif ve anlamlı çıkması uzun dönemli bir etkinin mevcut olduğunu göstermektedir. Bu açıdan da elde edilen sonuçlar uzun dönem ilişkisini destekler niteliktedir.

Tablo 22'deki bağımsız değişkenlerin katsayılarını inceleyecek olursak; LGDP'nin 2. ve 4. gecikmesinin, LBİST'in tüm katsayılarının, LINT'in, LFOPENS'in tüm katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı oldukları görülmektedir. Buna göre LGDP'nin 4. gecikmesinin, LBİST, LINT ve LFOPENS değişkenlerinin LYPY değişkeni üzerinde kısa dönemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. LEX değişkeninin de LFPI değişkenini pozitif olarak etkilediği görülmektedir. Ancak bu etki istatistiksel olarak anlamsızdır.

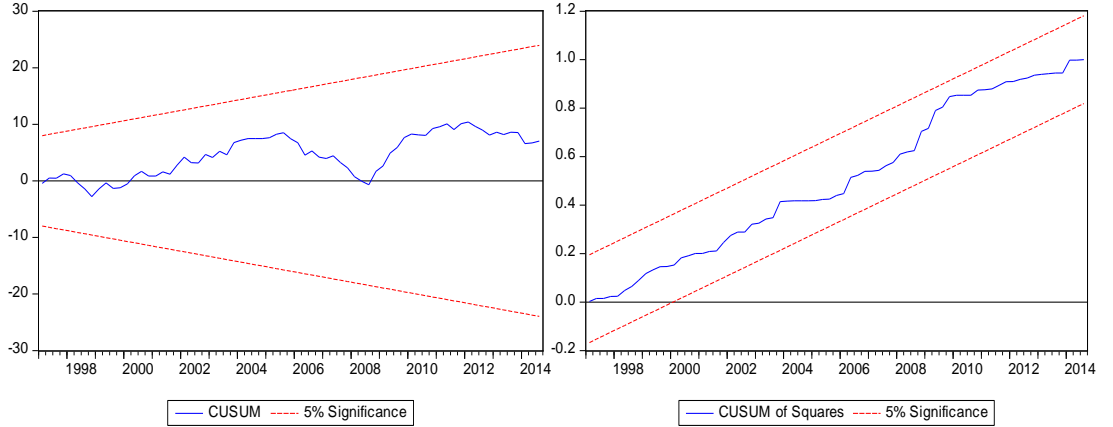
Türkiye ekonomisine giriş yapan YPY'leri etkileyen faktörlerin kısa dönemdeki ilişkileri incelenecek olursa; ülkemize giriş yapan YPY'lerin kısa dönemde pazar büyüklüğü, risksiz getiri, sermaye piyasası etkinliği ve finansal serbestleşme faktörlerinden pozitif etkilendiği görülmektedir. Risk unsuru değişkeni

olan döviz kurundan da pozitif etkilenmekte, ancak bu etki istatistiksel olarak anlamsızdır.

Grafik 10. Uzun Dönem Cusum ve Cusum of Squares Test Grafiği



Grafik 11. Kısa Dönem Cusum ve Cusum of Squares Test Grafiği



CUSUM ve CUSUMQ testlerinin grafiği, n gözlem kümesi ile alakalı olarak kümülatif hata terimlerinin % 5 güven aralığına dayanan kritik sınırları arasında çizilmektedir. CUSUM ve CUSUMQ testi istatistikleri elde edilen hata terimleri %5 düzeyinde anlamlılığı gösteren güven aralığı sınırları içerisinde ise tahmin edilen katsayılar anlamlı olarak değerlendirilmektedir. (Altıntaş ve Çetin, 2009: 56). Uzun ve kısa dönem CUSUM ve CUSUMQ grafikleri incelendiğinde, CUSUM ve CUSUMQ grafiklerinin güven aralıkları içerisinde oldukları görülmektedir. Bu durumda tahmin edilen YPY modelinin katsayıları uzun ve kısa dönemde istikrarlıdır.

SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketleri en basit ifade ile bir ülkede bulunan yerleşik kişi veya kurumların başka bir ülkeye fon göndermesi ya da o ülkede bir şirket kurması veya kurulu bir şirketi satın alması ya da ortak olması şeklinde tanımlanmaktadır. Sermaye hareketleri yatırım yapan ülke açısından sermaye çıkışı, yatırımı alan ülke açısından sermaye girişi olarak değerlendirilmektedir. Sermaye hareketlerinin doğuşu ise teknolojik gelişmenin uluslararası arenada yayılması ve küreselleşme akımıyla gerçekleşmiştir. Dünya genelinde teknolojiye meydana gelen gelişim ve değişim, küreselleşme olgusu ile birlikte, uluslararası piyasaların gelişmesini ve uluslararası ticaretin liberalleşmesini sağlamıştır. Bu noktada ülkeler arasındaki sınırlar ortadan kalkarak uluslararası boyutta mal, sermaye ve daha birçok faktörün ülkeler arasında serbestçe dolaşımı hızlanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, bu değişim sürecine özellikle 1980'li yılların başlarına kadar kendilerini entegre edememişlerdir. 1980 öncesinde daha çok kapalı ekonomi politikası uygulayan, yabancı sermayeye temkinli yaklaşan gelişmekte olan ülkeler 1980'li yıllardan sonra yabancı yatırımlara karşı sınırlarını açmış ve yabancı yatırımları ülke ekonomilerine çekebilmek adına finansal ve reel piyasalarında önemli yapısal değişiklikler gerçekleştirmişlerdir. Böylelikle sermaye dünya genelinde daha büyük bir alanda yayılma imkânı bulmuş ve uluslararası piyasaların oluşumu hızlanmıştır.

İlk olarak gelişmiş ülkelerde başlayan ve gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak şekilde genişleyerek tüm dünya ekonomilerini saran bu süreç ile birlikte, uluslararası sermaye, ülkeler arasında çok hızlı ve kolay bir şekilde dolaşabilme imkânı bulmuştur. Böylelikle sermaye, tasarruf miktarları daha yüksek olan gelişmiş olan ülkelere getiri oranları daha yüksek olan ülkelere yönelmiştir. Küreselleşme ve finansal-ticari liberalizasyon süreçleri ile ÇUŞ'ların dünya genelinde söz sahibi olmaları da uluslararası sermaye hareketlerinin en önemli tetikleyicisi olmuştur.

Dünya genelinde yaşanan bu gelişmeler sonucunda hızlanan uluslararası sermaye hareketleri, ülke ekonomilerine genel olarak DYY veya YPY şeklinde giriş yapmaktadır. DYY'ler en genel manası ile faaliyet gösterilen ülke dışında fabrika

kurmak, kurulu bir şirkete ortak olmak ya da birleşmek şeklinde yapılan yatırımlardır. Bu tür yatırımlar daha çok tevsi yatırımlardır ve yatırımı yapanın sermayedeki payına göre yönetime katılma hakkı sunmaktadırlar. YPY'ler ise daha çok yabancı piyasaların menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar olarak değerlendirilmektedir. Bu açıdan yapıları itibari ile DYY'ler YPY'lere göre daha uzun vadeli yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. YPY'ler yapıları itibari ile ülke ekonomilerini kolaylıkla terk edebilmekte bu nedenle bu tür yatırımlara sıcak para girişi de denmektedir.

Türkiye'yi DYY ve YPY girişleri açısından değerlendirecek olursak; 1980'li yıllara kadar daha çok içe kapalı bir ekonomi politikası izleyen Türkiye'de 1954 yılında çıkarılan yasa ile yabancı yatırımcı ülkemize çekilmeye çalışılmış ancak bu dönemde ülkemize giriş yapan yabancı sermaye sınırlı düzeylerde kalmıştır. Türkiye'nin ciddi manada finansal ve ekonomik liberalizasyon sürecine girmesi ise 1980 yılında alınan 24 Ocak kararlarına dayanmaktadır. Ayrıca kambiyo alanındaki denetimlerin kaldırılması ile uluslararası sermaye hareketlerinin serbestçe dolaşımına izin verilmiştir. Yapılan bu düzenlemeler ve reformlar ile birlikte, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren Türkiye'ye büyük miktarlarda DYY ve YPY girişleri yaşanmıştır.

Ülke ekonomileri açısından büyük önemi olan yabancı sermaye girişleri, yatırım ve tasarruflar için ek finansman kaynağı olmakla birlikte, ülkelerin ekonomik büyümelerine katkı sağlayan önemli girdi kalemleridir. Bu açıdan uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerini tercihinde etkili olan ekonomik faktörlerin belirlenmesi önem arz etmektedir. Ayrıca bu faktörlerin yabancı sermayeyi ne ölçüde ve nasıl etkiledikleri politika yapıcılara karar verme noktasında ışık tutmakta ve daha sağlam ekonomik temeller üzerine oturmuş bir Türkiye için gereklilik oluşturmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada ülkemize giriş yapan DYY ve YPY'lerin ekonomik belirleyicileri tahmin edilmiş ve tahmin edilen faktörlerin bu yatırım türlerini nasıl ve ne ölçüde etkiledikleri analiz edilmiştir.

DYY ve YPY girişlerinin Türkiye açısından ekonomik belirleyicilerinin tahmin edildiği çalışma sonuçlarına göre;

DYY'ler için kurulan modelde pazar büyüklüğünü temsilen GSYİH, üretim maliyetini temsilen birim işçi maliyeti, risk unsurunu temsilen enflasyon oranı, ticari

açıdan serbestliği temsilen ticari açıklık değişkeni kullanılmıştır. Seriler arasında uzun dönem ilişkisi olup olmadığını incelemek amacıyla yapılan Maki (2012) eşbütünleşme testi sonucunda seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Eşbütünleşme ilişkisinin varlığı ise analize dahil edilen değişkenler arasında bir uzun dönem ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisine giriş yapan DYY'lerin uzun dönemde pazar büyüklüğü, üretim maliyeti, ticari serbestlik ve risk unsuru ile birlikte hareket ettikleri, yani uzun dönemde bu faktörlerin ülkemize giriş yapan DYY'leri belirleyen faktörler olduklarını göstermektedir. Eşbütünleşme analizi neticesinde elde edilen bulgular ışığında, bu faktörlerin ülkemize giriş yapan DYY'leri ne şekilde etkilediklerini incelemek için DEKK yöntemi kullanılarak iki farklı model ile eşbütünleşme vektörleri tahmin edilmiştir. İlk modele göre risk unsuru olan enflasyonun dışındaki tüm değişkenlerin DYY'leri pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Ancak işçi maliyetinin katsayısı istatistiksel olarak anlamsızdır. Diğer bir ifade ile pazar büyüklüğü, ticari serbestlik DYY girişlerini pozitif etkilerken risk unsuru olarak modele konan enflasyonun DYY girişlerini negatif etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca bu modele göre DYY girişlerine en fazla etki eden ekonomik belirleyici ticari açıklık olarak bulunmuştur. Elde edilen bulgular beklentilerle uyumludur. Ancak işçi maliyetlerinin istatistiksel olarak anlamsız olması, yabancı yatırımcıların, yatırım kararı alırken, pazar büyüklüğü, dış ticaret serbestisi ve ekonomik istikrar gibi faktörlere daha fazla önem verdikleri şeklinde yorumlanabilir.

İkinci modelde ise elde edilen katsayıların tamamı istatistiksel olarak anlamlıdır. Aynı zamanda, birim işçilik maliyeti değişkeni dışında, tüm katsayıların işaretleri de beklentilerle uyumludur. Zira ikinci modele göre GSYİH, ticari açıklık ve birim işçi maliyeti değişkenleri DYY girişlerini pozitif etkilerken, risk unsurunu temsilen modele konan enflasyon oranı, DYY girişlerini negatif etkilemektedir. Ayrıca, bu modele göre pazar büyüklüğü DYY girişlerini etkileyen en önemli faktör olarak dikkat çekmektedir.

Burada elde edilen sonuçlar Erdal ve Tataloğlu(2002), Kaya ve Yılmaz (2003), Apaydın (2010), Yapraklı (2006), Shan (2002), Wijeweera ve Mounter (2008), Wunnava (2004), Tsen (2006) çalışmalarından elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermektedir. Ancak ikinci modelde birim işçilik maliyetleri ile DYY'ler

arasındaki ilişki literatürdeki aksine bir sonuçtur. Bu durum Türkiye’deki işçi maliyetlerinin DYY’ler tarafından çok fazla göz önünde tutulmadığı ve diğer olumlu etmenlere odaklanıldığı şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca Türkiye’de işçilik maliyetlerinde bir yükseliş gözlemlenmesine rağmen, bu yükseliş trendinin muhtemelen diğer ülkelerdeki işçi maliyetlerine göre hala alt seviyelerde kalıyor olması da işçi maliyetlerinin diğer değişkenlere nazaran daha az dikkate alınmasının nedeni olabilir (Kurtaran, 2007:379). Bununla birlikte, genel beklentilerle uyuşmamasına rağmen, literatürde birim işçi maliyetinin DYY üzerinde olumlu etkileri olabileceği yönünde bulguları destekleyen çalışmalar da mevcuttur. Chakkabarti (2001) yapmış olduğu literatür taramasında Cave (1974), Swedenborg (1979), Wheeler ve Mody (1992)’nin de benzer sonuçlar bulduklarını belirtmiştir. Ayrıca, Demirhan ve Masca (2008)’de işçi maliyetlerinin gelişmekte olan ülkeler de pozitif bir etkisinin olduğunu bulmuş ve DYY’lerin ülke ekonomilerine girişinde, işçilerin maliyeti ile birlikte niteliğinin de önemli olduğuna vurgu yapmıştır.

Her iki modelden elde edilen sonuçları özetleyecek olursak; DYY girişlerinde en etkili faktörlerin ticari açıklık ve pazar büyüklüğü olduğu sonucuna varılmıştır. Dolayısıyla gelir artışı ve dış ticaret koşullarında meydana gelen gelişmelerin DYY girişlerini pozitif etkilediği görülmektedir. Bu bağlamda ülke ekonomisi büyüdükçe, dış ticaret serbestisi ile birlikte sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması yönündeki gelişmeler, ülkenin uluslararası ticari ve finansal akımlara açıklığını arttırarak, DYY’lerin girişlerinin artacağını söylemek mümkündür.

Bu bağlamda 1980’li yıllardan itibaren ekonomide yapılan önemli mevzuat değişiklikleri ve ekonomi alanında yapılan yapısal reformların Türkiye’ye gelen DYY girişlerine önemli olumlu etkileri olduğunu söylemek mümkündür. Ülkemizdeki gelirin ve yatırımların artması ülkemizi yabancı yatırımcılar açısından daha büyük bir pazar haline getirmekte ve bu durumda DYY girişlerini arttırmaktadır. Diğer taraftan dış ticaret hacminin artırılması ile de yabancı yatırımcı ülkemize yatırım noktasında teşvik edilmelidir. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda ekonomik istikrarın da DYY girişlerinde önemli etkisinin olduğu göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle DYY girişlerinin devamlılığı açısından ekonomik istikrarın sürdürülebilir olması gerekmektedir.

YPY'ler için kurulan modelde pazar büyüklüğünü temsilen GSYİH değişkeni, risksiz getiriye temsilen faiz oranı, sermaye piyasası etkinliğini temsilen BİST-100 endeksi, risk faktörünü temsilen döviz kuru, finansal serbestleşmeyi temsilen finansal açıklık modele dahil edilmiştir. Değişkenlerin uzun dönemdeki ilişkilerinin tespiti için yapılan sınır testi yaklaşımına göre, değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Bu durumda YPY girişleri uzun dönemde pazar büyüklüğü, risk faktörü, sermaye piyasası etkinliği ve finansal serbestleşme ile birlikte hareket etmekte ve bu faktörler uzun dönemde YPY girişlerini belirlemektedir.

Bu değişkenlerin ilişki yönün kısa ve uzun dönemde tespiti için ise ARDL modeli tahmin edilmiştir. Tahmin edilen kısa dönem ARDL modeline göre GSYİH'in dördüncü gecikmesi, BİST100 endeksi, faiz oranları ve finansal açıklık değişkenleri YPY girişlerini pozitif etkilemektedir. Döviz kuru ise YPY girişlerini pozitif etkilemesine rağmen bu etki istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Diğer bir ifade ile pazar büyüklüğü, sermaye piyasası etkinliği, finansal serbestleşme ve risksiz getiri faktörleri YPY girişlerinde pozitif bir etki oluşturmaktadır.

Uzun dönem ARDL modeline göre açıklayıcı değişkenler istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermiş olup, GSYİH, faiz oranları ve finansal açıklık YPY girişlerini pozitif etkilerken BİST-100 değişkeni negatif etkilemiştir. Diğer bir ifade ile pazar büyüklüğü, risksiz getiri ve risk faktörü YPY girişlerini pozitif yönde etkilerken, sermaye piyasası etkinliği negatif yönde etkilemiştir. Burada elde edilen sonuçlar, Vita ve Kyaw (2008), Celesun, vd.,(1999), Demir (2007), Eretaş ve Öztekin (2010), Pazarlıoğlu ve Gülay (2007)'nin sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Ancak uzun ve kısa dönemde sermaye piyasası etkinliği ve risk faktörü ile ilgili elde edilen sonuçlar dikkat çekicidir. Sermaye piyasası etkinliği YPY girişlerini kısa dönemde güçlü ve pozitif yönde etkilerken, bu etki uzun dönemde negatife dönüşmüştür. Uzun dönemde yabancı yatırımcılar tarafından sermaye piyasasının etkinliği göz önünde tutulmamakta yada uzun dönemde sermaye piyasasının etkinliği ve cazibesi azalmaktadır.

Risk unsuru olarak modele alınan döviz kuru değişkeni ise kısa dönemde anlamsız iken uzun dönemde YPY girişlerini pozitif yönde etkilemektedir. Bu durum risk faktörünün, iki şekilde değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Risk faktörü yatırımcı tarafından, ülkenin başarısını ve istikrarını simgelerken diğer taraftan yüksek getiri oranlarını da işaret edebilmektedir. Dolayısıyla risk faktörü olarak modele alınan döviz kuru, yabancı yatırımcılar açısından yüksek getiri unsuru olarak algılanmış ve YPY girişlerini pozitif yönde etkilemiş olabilir.

YPY girişlerinin belirleyicilerinin tahmini için yapılan analizin genel bir değerlendirmesini yapacak olursak, özellikle kısa dönemde YPY girişlerini en fazla etkileyen faktörün sermaye piyasası etkinliği ve risksiz getiri olduğu görülmektedir. Diğer taraftan uzun dönemde risksiz getiri faktörü ön planda iken, pazar büyüklüğü de burada ön plana çıkmaktadır. Bu açıdan Türkiye’de faiz oranlarının sıcak para girişi olarak tanımlanan YPY girişleri üzerindeki etkisi oldukça büyüktür. Yatırımcılar faiz oranları doğrultusunda yatırım miktarlarını belirlemekte ve faiz miktarında meydana gelen artışlara göre yatırım miktarlarını arttırmaktadırlar. Diğer taraftan BİST’in etkinliği, yani yatırımcılarına yüksek düzeylerde getiri sağlayabilme özelliği de yatırımcılar açısından önemlidir. Ancak kısa dönemde yatırımcıların cazibesini kazanan BİST, uzun dönemde cazibesini yitirmektedir. Pazar büyüklüğü, yatırımcıların cazibesini çekmekte ve yabancı yatırımcının Türkiye’ye yatırım yapmasında önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunların yanı sıra finansal serbestleşme yolunda atılan adımlar ve mevzuat değişiklikleri de YPY girişlerinin artmasında önemli faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Döviz kuru ise kısa dönemde bir risk faktörü olarak algılanırken, uzun dönemde yatırımcıların cazibesini kazanan bir faktör olarak tespit edilmiştir.

Elde edilen sonuçlar doğrultusunda, ülke ekonomileri için büyük önem taşıyan yabancı sermaye girişinin sürdürülebilmesi açısından; yapısal reformlara önem verilerek bu reformların sağlam ekonomik temeller üzerine oturtulması gerekmektedir. Özellikle ülke ekonomilerini kolaylıkla terk edebilen portföy yatırımları açısından sağlam ekonomik temellerin atılması gerekmektedir. Çünkü yapılan analizler sonucunda ülkemize giriş yapan portföy yatırımlarının genel olarak yüksek faiz oranları neticesinde ülkemize giriş yaptığı görülmektedir. Bu durum uluslararası yatırımcıların risk iştahının zayıf olduğunu ve dolayısıyla risksiz

yatırımlara yöneldiklerinin bir göstergesidir. Bu noktada, Türkiye'ye yönelik risk algısının azalması için ülkenin ekonomik istikrarının politik ve konjonktürel döngülerden etkilenmesini engelleyecek ve uluslararası piyasalar açısından güven tesis edecek yapısal reformların gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Her iki yatırım türü içinde önemli bir belirleyici olan pazar büyüklüğünün yani GSYİH'in daha üst seviyelere çekilmesi ve büyümenin sürdürülebilir nitelik kazanması gerekmektedir. Yabancı yatırımcılar açısından kısa dönemde cazip olarak görülen Türkiye sermaye piyasalarının uzun dönemde de etkinliğinin artırılması ve cazip hale getirilmesi, bu doğrultuda yenilikler, yapısal reformlar ve yasal düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Yatırımcıların risk olarak algılayabilecekleri yüksek ve değişken enflasyon oranları, oynak döviz kuru gibi faktörlerin minimize edilmesi ülkemize yüksek oranlarda yabancı yatırım girişinin sürekliliğini sağlayacaktır. Ayrıca yabancı yatırımcılar açısından bir cazibe merkezi konumuna gelmek için, her iki yatırım türü içinde önemli bulunan finansal ve ticari serbestleşmenin sağlanması amacıyla, dış ticaret politikalarında yeni yaklaşımların geliştirilmesi, dış ticareti teşvik edici politikalara ağırlık verilmesi, yasal mevzuatın yenilenmesi, vergi indirimleri/vergi muafiyeti ve benzeri düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- ACCA. (2012). *What is the Financial Instrument, ACCA Qualification Papers, F7 and P2*. Retrieved October 15, 2014, from http://www.chinaacc.com/upload/html/2013/06/26/lixingcun7989928cf2_cb4d69970e269efac8b12e.pdf.
- Açıklan, S. ve Ünal, S. (2009). *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi* (2. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Açıklan, S., Gül, E. ve Yaşar, E. (2006). Ücretler ve Büyüme ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 16, 271-282.
- Afşar, M. (2004). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 4 (1-2), 89-107.
- Agosin, M., R. & Huaita, F. (2011). "Capital Flows to Emerging Economies: Minsky in the Tropics.", *Cambridge Journal of Economics*, 35 (4), 663-683.
- Ahmed, S. & Zlate, A. (2013). "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World, Board of Governors of the Federal Reserve System", *International Finance Discussion Papers*, 1081.
- Ahn, Y. S., Adji, S. S., & Willet, T. D. (1998). The Effects of Inflation and Exchange Rate Policies on Direct Investment to Developing Countries. *International Economic Journal*, 12 (1), 95-104.
- Aizenman, J. (2004). Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies. *American Economic Review*, 94 (2), 65-70.
- Ajami, R. A., Cool, K., Goddard, G. & J., Khambata, D. (2006). *International Business Theory and Practice* (2nd Ed.) United States of America: M.E. Sharpe Press.

- Akdiş, M. (1988). *Dünyada ve Türkiye’ de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*. İstanbul: YASED Yayınları.
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.
- Akmal, M. S. (2007). Stock Returns and Inflation: An ARDL Econometric Investigation Utilizing Pakistani Data. *Pakistan Economic and Social Review*, 45 (1), 89-105.
- Aksaraylı, M. ve Tuncay, Ö. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 24(1), 105-122.
- Alagöz, M., Erdoğan, S. ve Topallı, N. (2008). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Deneyimi 1992-2007. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (1), 79-89.
- Al-Eitan, G. N. (2013). “A Dynamic Model for Determining Inward Foreign Direct Investment In Jordan, 25th PhD Conference in Economics and Business”, *Discussion Paper, Universit of Western Australia*.
- Alfaro, L., Chanda, A., Ozcan, S. K. & Sayek, S. (2006). “How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Market on Linkages”, *NBER Working Paper*, 12522.
- Algan, N. (1988). *Dünyada ve Türkiye’ de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*. YASED Yayınları, 33, 186-264.
- Al-Rodhan, N. R. F. & Stoudmann, A. G. (2006). Historical Milestones of Globalization. *Program on the Geopolitical Implications of Globalization and Transnational Security*, GCSP.
- Al-Rodhan, N. R. F. & Stoudmann, A. G. (2006). Historical Milestones of Globalization. *Program on the Geopolitical Implications of Globalization and Transnational Security*, GCSP.

- Altıntaş, H. ve Çetin, R. (2009). Türkiye’ de Dış Ticaret Belgesi Belirleyicilerinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Öngörülmesi: 1989-2005. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63 (4), 29-64.
- Amaya, A. A. & Rowland, P. (2004). *Determinants of Investment Flows into Emerging Markets*, *Econpapers*. Retrieved May, 12, 2014, from <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra313.pdf>.
- Andreas, J. (2005). *Host Country Effects of Foreign Direct Investment The Case of Developing and Transition Economies*. Jönköping University, International Business School, Dissertation Series No: 031.
- Angkinand, A., Sawangngoenyuan, W. & Whilborg, C. (2010). Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis. *International Review of Finance*, 10 (2), 263-292.
- Aninat, E. (2002). Surmounting the Challenges of Globalization. *Finance and Development A Quarterly Magazine of IMF*, 39 (1).
- Anyanwu, J. C. (2011). “Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa 1980-2007”, *African Development Bank Group Working Paper Series*, 136.
- Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). *Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Arias, E. F. & Montiel, P. J.(1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Economic Review*, 10 (1), 51-77.
- Aron, J., Leape, J. & Thomas, L. (2010). *Foreign Portfolio Investment and Capital Markets in South Africa*. Retrieved June, 05, 2014, from <http://www.csae.ox.ac.uk/conferences/2010-EdiA/papers/350-Aron.pdf>.

- Asheghian, P. (2011). Economic Growth Determinants and Foreign Direct Investment Causality in Canada. *International Journal of Business and Social Science*, 2 (11), 1-9.
- Asian Development Bank (ADB). (2004). *Foreign Direct Investment in Developing Asia*, (Part 1). ADB: Asian Development Outlook.
- Aslan, N. (1995). Uluslararası Portföy Yatırımları Açısından Gelişmekte Olan Sermaye Piyasaları İle Türk Sermaye Piyasasının Karşılaştırılması. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 11- 12- 13, 87-90.
- Aşıkoğlu, R. (1993). *Globalleşme Sürecinde Uluslararası Finansal Yönelimler*. Eskişehir: T.C. Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No 2, ETAM A.Ş. Basım.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXIII (2), 75-89.
- Ayaydın, H. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilgiler Dergisi*, 26, 133-145.
- Aytekin, G., K., (2011). Türkiye’ de Uluslararası Doğrudan Yatırımların Belirleyicilerine Yönelik Bir Model Denemesi. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (2), 1-16.
- Aytemiz, H. (2007). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Azam, M. & Lukman, L. (2010). Determinants of Foreign Direct Investment in India, Indonesia and Pakistan: A Quantitative Approach. *Journal of Managerial Science*, 4 (1), 31-44.

- Azam, M. (2009). Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Armenia, Kyrgyz Republic and Turkmenistan: Theory and Evidence. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 3 (6), 27-40.
- Baek, I. M. (2006). Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?. *Journal of Asian Economics*, 17, 363-373.
- Bal, H. (1994). Uluslararası Sermaye Hareketlerindeki Eğilimler Işığında Türkiye Ekonomisinin Avrupa Topluluğu ile Gümrük Birliğine Girmesi ve Yabancı Sermaye. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 9 (105), 19-31.
- Baldwin, R. E. & Martin, P. (1999). "Two Waves of Globalisation: Superficial Similarities, Fundamental Differences", *NBER Working Paper*, 6904.
- Balkan E., Biçer, F. G. & Yeldan, A. E. (2002). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post- 1990 Turkish Economy, *METU International Conference on Economics*, VI, Ankara.
- Banerjee, A., Dolado, J. J., Galbraith, J. W. & Hendry D. (1993). *Cointegration, Error Correction and Econometric Analysis of Non-Stationart Data*. Oxford: Oxford University Press.
- Banerji, S. (2013). *Effects of Foreign Direct Investment (FDI) in the Indian Economy*. Retrieved August, 20, 2014, from http://hal.inria.fr/docs/00/84/68/25/PDF/Effects_of_Foreign_DirectInvestment_FDI_in_the_Indian_Economy.pdf.
- Başaoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (4), 88-99.
- Batmaz, N. ve Tekeli, S. (2009). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği 1996-2006*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

- Batmaz, N. ve Tunca H. (2007). Türkiye’ de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Belirleyicileri Üzerine Eş Bütünleşme Analizi (1992-2003). *Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1, 199-224.
- Batmaz, N. ve Tunca, H. (2005). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye (1923-2003)*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Bayar, F. (2008). Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, 32, 25-34.
- Bayraktar, F. (2003). *Dünyada ve Türkiye’ de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*. Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası Genel Araştırmaları, GA/03-01-01.
- Becker, C. & Noone, C. (2009). “Volatility in International Capital Movements”, *Research Discussion Paper*, International Department Reserve Bank of Australia.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1998-58.
- Bertrand, A. (2004). “*Merger ve Acquisitions, Greenfield Investments and Extension of Capacity*”, *Issue Papers*.
- Bertrand, O., Hakkala, K. ve Norback, P. H. (2007). “Cross-Border Acquisition or Greenfield Entry: Does it Matter Affiliate R&D ?”, Research Institute of Industrial Economics”, *Working Paper*, No: 693.
- Berument, H. & Dinçer, N. (2004). Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets?. *The Turkish Experience, Emerging Markets Finance and Trade*, 4 (4), 20-32.
- Bhattacharyya, B. & Palaha S. (1996). *Foreign Direct Investment in India: Facts and Issues*. New Delhi: Occasional Paper 2, Indian Institute of Foreign Trade.

- Biber, A. E. (2009). Osmanlı İmparatorluğu 'nun Dünya Sistemine Eklemlenme Süreci ve Azgelişmişliğinin Evrimi. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 6 (1), 27-44.
- Bildirici, Z. (2008). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Portföy Yatırımları ve Sıcak Para. 14 Ekim 2014, <http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf>.
- Blomström, M. & Kokko, A. (1996). "The Impact of Foreign Investment on Host Countries: A Review of the Empirical Evidence", *NBER Working Paper*.
- Blomström, M. & Kokko, A. (2003). "The Economics of Foreign Direct Investment Incentives", *Working Paper of Bundesbank-Conference*, WP No: 168.
- Blonigen, B. A. (2005). "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants", *NBER Working Paper Series*, WP No: 11299.
- Bordo, M. D. (1993). Lessons for International Monetary Reform. *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, A Retrospective on Bretton Woods System*. (Editors: Michael D.Bordo and Barry Eichengreen), (3-108). Chicago: University of Chicago Press.
- Bosworth, B. P. & Collins, S. M. (1999). "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 143-169.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., Debas, N. & Valéry, P. (2011). "Privatization and Globalization: An Empirical Analysis", *CIPRÉ Working Papers*, 11-30.
- Bozdağlıoğlu, E. Y. ve Evlimoğlu, U. (2014). Türkiye' de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Süreçte Gösterdiği Gelişim: Hukuksal ve Ekonomik Yansımaları. *Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6 (11), 32-52.

- Bozdağlıoğlu, E. Y. ve Özpınar, Ö. (2011). Türkiye' ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Türkiye'nin İhracat Performansına Etkilerinin VAR Yöntemi İle Tahmini. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(3), 39-63.
- Brana, S. ve Lahet, D. (2010). Determinants Of Capital Inflows into Asia: The Relevance Of Contagion Effects As Push Factors, *Emerging Market Review*, Vol. 11, Issue: 3, pp. 273-284.
- Broner, F. A. & Ventura, J. (2010). "Rethinking the Effect of Financial Liberalization", *NBER Working Paper*, No:16640.
- Brown, D., Deardorf, A. & Stern, R., (2003). "The Effects of Multinational Production on Wages and Working Conditions in Developing Countries", *NBER Working Paper*, No: 9669.
- Busse, M., & Hall, S. G., (2007). Political Risk, Institutions and Foreign Investment, *European Journal of Political Economy*, 23(2), 397-415.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., ve Sevil G. (1997). *Finansal Yönetim* (2. Baskı).Eskişehir.
- Byrne, J. P. & Fiess, N. (2011). "International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants, Scottish Institute for Research in Economics", *Discussion Papers*, 1.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers*, 40 (1), 108-151.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10 (2), 123-139.
- Camacho-Gutierrez, P. (2010). "Dynamic OLS Estimation of the U.S. Import Demand for Mexican Crude Oil", *MPRA Paper*, Paper No: 30608.

- Candemir, A. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 9 (2), 659-675.
- Causevic, F. (2003). “Financial Liberalisation and Globalisation Impact and Effects in South-East European, Centre Fort He Study of Global Governance”, *Discussion Paper*, 23.
- Celasun, O., Denizer, C., & He, D. (1999). “Capital Flows, Macroeconomic Management, and the financial System”, *World Bank Policy Resaarch Working Paper*, WP No: 2141.
- Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, (2. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (12.Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayım.
- Chakrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross Country Regressions. *KYKLOS*, 54 (1), 89-114.
- Chandrasekhar, C. P. (2004). Thematic Summary Report: Financial Liberalisation, The Asia-Pasific Regional Programme on Macroeconomics of Poverty Reduction, *United Nations Development Programme Report*.
- Chang R. (2006). “Electoral Uncertainty and the Volatility of International Capital Flows”, *NBER Working Papers*, WP No: 12448.
- Chernesky, R. J. (1996-2006). Strategic Alliance, Chernesky, Heyman and Kress PLL. Retrieced June, 08, 2014, from <http://www.bestlawyers.com/Downloads/Articles/26249.pdf>.
- Choong, C. K., Baharumshah, A. Z., Yusap, Z. & Habibullah, M. S. (2010). Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis. *Japan and the World Economy*, 22, 107-117.

- Chuhan, P., Claessens, S. & Mamingi, N. (1993). "Equity and Bond flows to Asia and Latin America the Role of Global and Country Factors, International Economics Department", *The World Bank Working Papers*, 1160.
- Chukwuemeka, E. P., Stella, E. C., Victor, M. & Onyema, O. M. (2012). Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria. *Journal of Economic and Sustainable Development*, 3 (8), 194-205.
- CIPS. Retrieved September, 10, 2014, http://www.cips.org/documents/PG_Outourcing.pdf.
- Claessens, S. & Gooptu, S. (1994). Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing In ?. *Finance and Development*, 31 (3), 62-78.
- Claessens, S. & Rhee, M. (1994). The Effect of Equity Barriers on Foreign Investment in Developing Countries, *Internationalization of Equity Markets*. (Editor: Jeffrey A. Frankel), (231-275). University of Chicago Press.
- Claessens, S. (1995). The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview. *World Bank Economic Review*, 9 (1), 1-17.
- Collier, P. & Dollar, D. (2002). *Globalization, Growth and Poverty Building an Inclusive World Economy*. Washington D.C: World Bank and Oxford University Press.
- Comission on Capital Flows to Africa. (2003). A Ten-Year Strategy for Increasing Capital Flows to Africa. Retrieved June, 13, 2014, from <https://www.piie.com/publications/papers/africa-report.pdf>.
- Committee on the Global Financial System. (2009). "Capital Flows and Emerging Market Economies", *CGFS Papers*, No: 33.
- Çağlar, Ü. (2011). Küreselleşmenin Sektörel Etkileri, *İstanbul Ticaret Odası Yayınları Araştırma Projesi*, Editör: Cengiz Ceylan, Yayın No: 2010-98.

- Çeken, H. (2003). *Küreselleşme, Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Çelebican, G. (1979). Mevduat Sertifikaları. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 36 (1), 271-294.
- Çelik, F. Ş. (2008). *Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler*. Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Çelik, O. ve Ay, H. (2000). *Şirket Birleşmeleri ve Tasfiye Devir Bölünme Hisse Değişimi*. Bursa: Oda Kitapevi, TÜRMOB Temel Eğitim ve Staj Merkezi Yayınları, No: 57.
- Çeştepe, H. ve Vergil, H. (2004). Yabancı Doğrudan Yatırımlar ve İstikrar: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Analizi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 19 (216), 76-85.
- Çılbant, C. (2006). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri ve Sektör Analizi (Otomotiv)*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Çinko, L. ve Ak, R. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi EconAnadolu*, 17-19 Haziran, Eskişehir.
- Çulha, A. A. (2006). A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey. *Central Bank Review*, 2, 11-35.
- Dağdelen, İ. (2004). Liberalizasyon. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, (1) 1, 1-66.
- Das, D. K. (2003). "Financial Flows and Global Integration", *CSGR Working Papers*, WP No: 132/04.

- Dasgupta, D. & Ratha, D. (2000). "What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond? The World Bank", *Policy Research Working Papers*, No: 2392.
- De Santis, R. A. & Lührmann, M. (2009). On Determinants of Net International Portfolio Flows: A Global Perspective. *Journal of International Money and Finance*, 28, 880-901.
- Delice, G. (2000). Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 55 (1), 53-77.
- Delice, G. ve Birol, Y. E. (2011). Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Ticaret Bilançosu: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*, 30 (2), 1-28.
- Demir, Y. (2007). Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 34, 152-161.
- Demirhan, E. ve Masca, M. (2008). Determinants of Foreign Direct Investment Flows to Developing Countries: A Cross-Sectional Analysis, *Pregue Economic Papers*, 4, pp. 356-369.
- Department of Economic and Social Affairs. (1999). Privatization and Regulation in Developing Countries and Economies in Transition, United States. Retrieved June 13, 2014, from <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan000152.pdf>.
- Dinçer, Ö. (1992). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, (2. Baskı). İstanbul: Timaş Basım Yayın.

- Dodd, R. (2002). "Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation, United Nations University", *Discussion Paper*, No: 2002/93, WIDER.
- Doğukanlı, H. (2012). *Uluslararası Finans*, (3.Baskı). Adana: Karahan Kitapevi.
- Dökmen, G. ve Aysu, A., (2010). Hükümet İstikrarının Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Amprik Bir Çalışma. *Journal of Yasar University*, 18(5), 3028-3037.
- DPT. (1995). Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Entegrasyonlar, *Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu*, DPT: 2375-ÖİK: 440.
- DPT. (2000). Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, *Küreselleşme Özel İhtisas Raporu*, DPT 2544, ÖİK 560.
- Dua, P. & Garg, R. (2013). "Foreign Portfolio Flows to India: Determinants and Analysis", *Centre for Development Economics Working Papers*, Working Paper No: 225.
- Duassa J. & Kassim S. H. (2009). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia. *The Pakistan Development Review*, 48 (2), 109-123.
- Duce, M. (2003). Defination of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note. Retrieved August, 20, 2014, from <http://www.bis.org/publ/cgfs22bde3.pdf>.
- Dunning, J. H. (1981). *International Production and the Multinational Enterprise*. London: George Allen and Unwin.
- Dunning, J. H. (1988). *Explaining International Production*. London: Unwin Hyman.
- Dunning, J. H. (1988). Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise: A Search for an Eclectic Approach. Retrieved March, 25, 2014,

from [http://amds.u-strasbg .fr/ depotcel/DepotCel/274/Noel%20Alain/2-Dunning%201988.pdf](http://amds.u-strasbg.fr/depotcel/DepotCel/274/Noel%20Alain/2-Dunning%201988.pdf).

Dunning, J., H. (1993). *Multinational Enterprises and The Global Economy*, Harlow, Essex: Addison Wesley Publishing Co.

Düzgün, R. (2008). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Eşbütünleşme İlişkisi: Türkiye Örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (1), 187-204.

Edwards, S. (1990). “Capital Flows, Foreign Direct Investment and Debt-Equity Swaps in Developing Countries”, *NBER Working Paper Series*, WP No: 3497.

Eğilmez, M. (2009). *Makroekonomi Türkiye’ den Örneklerle*, (1. Baskı). İstanbul: Remzi Kitapevi.

Eichengreen, B. & Mussa, M. (1998). Capital Account Liberalization and the IMF. *Finance ve Development*, 35 (4), 16-19.

Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdam Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6 (2), 71-96.

El-Erian, M. (2009). *Piyasalar Çarpışınca Küresel Ekonomik Değişim Çağı İçin Yatırım Stratejileri*, (Ş. T. Gürçağlar çev.). İstanbul: Scala Yayıncılık.

Emil, M. F. ve Vehbi, M. T. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 48 (14), 1-23.

Engle, R., F. & Granger, C. W. J. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation. *Estimation and Testing, Econometrica*, 55 (2), 251-276

Erataş F. ve Öztekin D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 57-64.

- Erdal, F. & Tatoğlu, E. (2002). Locational Determinants of Inflows of Foreign Direct Investment in Turkey: A time Series Approach. *Multinational Review*, 10 (1), 21-27.
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, LXVII (3), 1045-1082.
- Escot, L. G. & Miguel, A. (2000). International Capital Flows and Convergence in the Neoclassical Growth Model. *International Advances in Economic Research*, 6 (3), 451-460.
- Esen, O. (1998). Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan lkelere Yönelik Portföy Yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 9 (30), 59-70.
- Eser, K. (1993). Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan lkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım*, 4 (10), 83-100
- Eser, K. A. (2012). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*. Mesleki Yeterlilik Tezi. Maliye Bakanlığı, Ankara.
- Eser, U. (1995). Küreselleşme: Tehdit mi Yoksa Fırsat mı ?. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 6 (17), 5-20.
- Esteve, V. & Martinez-Zahonero, J. L. (2007). Testing the Long Run Relationship Between Health Expenditures and GDP in the Presence of Structural Change: The Case of Spain. *Applied Economic Letters*, 14, 271-276.
- Eun, C. & Resnick, B. (2007). *International Financial Management*. Forth Edition, The McGraw-Hill Companies.
- Evans, K. (2002). Foreign Portfolio and Direct Investment (Complementarity, Differences and Integration), *OECD Global Forum on International Investment*, Shanghai, 5-6 December.

- Evans, M. D. D. (2012). "International Capital Flows and Debt Dynamics", *IMF Working Paper*, WP/12/175.
- Fedderke, J. W. & Liu, W. (2002). Modelling the Determinants of Capital Flows and Capital Flight: with an Application to South African Data from 1960 to 1995. *Economic Modelling*, 19, 419-444.
- Feldstein, M. (2000). "Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future", *NBER Working Paper*, No: 7899.
- Feldstein, M. (2002). "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", *NBER Working Paper Series*, WP No: 8837.
- Fernández - Arias, E. (1994). "The New Wave of Private Capital Inflows Push or Pull ?", *The World Bank Policy Research Working Paper*, Working Paper No: 1312
- Fernandez-Arias, E. (1996). The New Wave of Private Capital Inflows: Pus hor Pull?, *Journal of Development Economics*, 48, 389-418.
- Fernando de Paula, L., Ferrari-Filho, F. & Gomes, A. M. (2013). Economic Policies, Governance and the New Economics. *Capital Flows, International Imbalances and Economic Policies in Latin America*. (Editors: Philip Arestis and Malcolm Sawyer), (209-249). Palagreve Macmillan Press.
- Forbes, K. J. & Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Forbes. (2010). The Global 2000. Retrieved May, 18, 2013, from http://www.forbes.com/lists/2010/18/global-2000-10_The-Global-2000_Rank.html.
- Foxley, A. (2010). *Regional Trade Blocs The Way the Future ?*. Washington D.C.: Carnegie Endowment Press.

- Förster, M., Jorra, M. & Tillman, P. (2012). “The Dynamics of International Capital Flows: Result from a Dynamic Hierarchical Factor Model”, *MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics*, DP No: 12.
- Fratzscher, M., (2011). “Capital Flows, Push Versus Pull Factors and The Global Financial Crisis”, *European Central Bank Working Paper Series*, WP No: 1364
- Gelos, R. G. & Jin Wei, S. (2003). “Transparency and International Portfolio Investment in Asia, Latin America and Elsewhere”, *LAEBA Working Paper*, WP No. 11, United States Washington.
- Gerlach, S. & Tillman, P. (2012). Exchange Rate Appreciation, Capital Flows and Excess Liquidity: Adjustment and Effectiveness of Policy Responses. *Capital Flows: Where Do We Stand ?*. (Editors: Victor Pontines and Reza Siregar), (3-33). Malaysia: Seacen Press.
- Geyikdağı, V. N. (2008). *Osmanlı Devleti'nde Yabancı Sermaye 1854-1914*. İstanbul: Hil Yayın, Umut Matbaacılık.
- Ghosh, J. (2005). “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: Aprimer for Developing Countries, Economic ve Social Affairs”, *Desa Working Paper*, Working Paper No: 4.
- Glass, A. J. & Saggi, K. (2008). International Handbook of Development Economics. *International Technology Transfer: The Role of Foreign Direct Investment*. (Editors: Amitava Krishna Dutt and Jaime Ross), (Vol. 1-2, Chapter 44). Edward Elgar Publishing.
- Goldberg, L. S. (2009). *Exchange Rates and Foreign Direct Investments*, *Encyclopedia of World Economy*. Princeton University Press.
- Gomes-Casseres, B. (2004). Aliance Strategy: Managing Beyond thr Alliance. *Criticaleye*, 4-8.

- Gökdere, A. (2001). Küreselleşmeye Genel Bir Bakış. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 1 (1), 71-101.
- Gönülalan, A. U. (2009). Petrol Sektöründeki Yatırımların Petrol Kanunlarının Tarihsel Süreci İçinde Değerlendirilmesi, Yatırımların Ülke Ekonomisine Katkısı, Enerjide Serbest Piyasanın Bedeli, *TMMOB VII. Enerji Sempozyumu*, 17-18-19 Aralık, Ankara.
- Grauwe, P. D. & Camerman, F. (2002). How Big Are the Big Multinational Companies. *Tijdschrift Voor Economie en Management*, XLVII (3), 311-326.
- Grossman, G. & Helpman, E. (2005). Outsourcing in a Global Economy. *Review of Economic Studies*, 72, 135-159.
- Gumus, G. K., Duru, A. & Gungor, B. (2013). The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*, 9 (34), 209-226.
- Günaydın, İ. (1999). 500 Büyük Firma İçinde Uluslararası Doğrudan Yatırımlar. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 14 (157), 52-64.
- Gündem, F. ve Tunç, R. (2012). Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Küresel Finansal Krizin Türkiye Üzerine Etkileri: S&P 500 ve İMKB Üzerinden Bir Analiz, *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II*, 19-20 Nisan, 1325-1355.
- Güneş, S. (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 1, 11-32.
- Güriş, B. ve Kıran, B. (2007). Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 22 (255), 85-94.
- Güven, S. (2001). Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 16 (185), 79-99.

- Hagen, J. V. & Zhang, H. (2010). "International Capital Flows and World Output Gains", *SMU Economics ve Statistic Working Paper Series*, Paper No: 01-2010.
- Hara, M. & Razafimahefa, I. F. (2005). The Determinants of Foreign Direct Investments into Japan. *Kobe University Economic Review*, 51, 21-34.
- Harmancı, M. (2004). Çok Uluslu Şirketler ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Raporları*, GA-04-1-2, Ankara.
- Hasen, B. T. & Gianluigi, G. (2009). "The Determinants of Foreign Direct Investment: A Panel Data Study on AMU Countries, Centre for International Banking Economics and Finance", *Working Paper*, November.
- Hattari, R. & Rajan, R. S. (2011). How Different are FDI and FPI Flows?: Distance and Capital Market Integration. *Journal of Economic Integration*, 26 (3), 499-525.
- Hausler, G. (2002). The Globalization of Finance. *Finance and Development A Quarterly Magazine of IMF*, 39 (1).
- Held, D., McGrew, A., Goldblatt, D. & Perraton, J. (1999). *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*. California: Stanford University Press.
- Hernández, L., Mellado, P. & Valdés, R. (2001). "Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion?", *IMF Working Paper*, WP/01/64.
- Hijzen, A. & Görg, H. (2006). "Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Role of Trade Costs", *The European Commission Economic Papers*, No: 242.
- Honig, A. (2008). Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth. *Journal of Macroeconomics*, 30, 1602-1616.
- Hosseini, H. (2005). An Economic Theory of FDI: A Behavioral Economics and Historical Approach. *The Journal of Socio-Economics*, 34, 528-541.

<http://cpis.imf.org/> (16.12.2014)

http://vedyadhara.ignou.ac.in/wiki/images/0/02/MITI-025_B4U16.pdf (21.07.2013)

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/download.aspx>
(17.10.2014)

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfilevepageid=76vefn=76.pdf>
(05.01.2014)

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/Veri+Tablolar> (18.08.2014)

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/Veri+Tablolar> (18.08.2014)

Humanicki, M., Kelm, R. & Olszewski, K. (2013). "Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in Contemporary Globalized World: Sould They be Still Treated Separately ?", *NBP Working Paper*, WP No: 167.

Hunya, G. & Geishecker, I. (2005). Employment Effects of Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe. *Wiew Research Report*, No: 321.

Husted, S. & Melvin, M. (1990). *International Economics*, Harper and Row Publishers. New York.

IMF. (2001). Global Portfolio Investment Surve, *Washington D.C.*, USA.

IMF. (2002). International Investment Position: A Guide to Data Sources, *International Monetary Fund. Statistics Department*, Washington, D.C.

IMF. (2010). Coordinated Portfolio Investment Survey, Twenty Third Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington, D. C., October 25-27.

- IMF. (2011). International Capital Flows: Reliable or Fickle ?, *IMF World Economic Outlook, Chapter 4*, April.
- Intriligator, M. D. (2004). Globalization of the World Economy: Potential Benefits and Costs and A Net Assessment. *Journal of Policy Modelling*, 26, 485-498.
- Ionescu, R. & Oprea, R. (2003). Multinational Corporations and the Global Economy, Dunerea de Jos University, Romania. Retrieved May 13, 2013, from <http://idec.gr/iier/new/3rd%20Panhellenic%20Conference/IONESCU-OPREA-%20%20MULTINATIONAL%20CORPORATIONS%20AND%20THE%20GLOBAL%20ECONOMY.pdf>.
- Isòraitè, M. (2009). Importance of Strategic Alliances in Company's Activity. *Intellectual Economics*, 1 (5), 39-46.
- İlgün, M. F. Dumrul, C. ve Aysu, A., (2015). Bütçe Açıklarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim ve İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 11, Sayı 23, 13-30.
- İpek, E. ve Biniş, M. (2010). Küresel Krizin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *Akademik Fener Dergisi*, 14, 15-26.
- İTO. (1996). Sorularla Franchising Türkiye Uygulaması, *Yayın No: 48*.
- Jafarnejad, A., Golnam, A. & Ebrahim, N. A. (2009). Determinants of Foreign Direct Investment in Iran: An Empirical Study Using Structural Equation Model. *Middle East Forum*, 9, 71-85.
- Janicki, H. P. & Wunnava, P. V. (2004). Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates. *Applied Economics*, 36, 505-509.
- Jansen, W. J. (2003). What Do Capital Flows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand, 1980-1996. *Journal of Macroeconomics*, 25, 457-480.

- Jovanovic, M. N. (2005), *The Economics of European Integration Limits and Prospects*. Massachusetts USA: Edward Elgar Publishing Limited.
- Kaminsky, G. L. (2005). "International Capital Flows, Financial Stability and Growth, Economic ve Social Affairs", *Desa Working Paper*, No: 10.
- Kang, S., Kim, S., Kim, S., H. & Wang, Y. (2001). Understanding the Determinants of Capital Flows in Korea: An Emprical Investigation, *Korea Institue for International Economic Policy*, Policy Analyses, 12-20.
- Kapetanios, G. (2005). Unit-Root Testing Against The Alternative Hypothesis Of Up To M Structural Breaks. *Journal of Time Series Analysis*, 26 (1), 123-133.
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 10 (14), 436-459.
- Karaca, N. (2003). GATT’ tan Dünya Ticaret Örgütüne. *Maliye Dergisi*, 144, 84-99.
- Karagöz, K. (2007). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: 1970-2005. *Journal of Yasar University*, 2 (8), 927-948.
- Karagül, M. (2010). *Tehdit ve Fırsatlarıyla Dünya Ekonomisi*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Karahan, Ö. ve İpek, E. (2013). Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler. *Yönetim ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 21, 299-316.
- Karluk, R. (2001). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye*. Ankara: TCMB Yayınları.
- Karluk, S. R. (2003). *Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika*, (7. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım.

- Kasman, A., Turgutlu, E. ve Konyalı, G. (2005). Cari Açık Büyümenin mi Aşırı Değerli TL'nin mi Sounucudur ?. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 20 (233), 88-98.
- Kastrati, S. K. (2013). The Effects of Foreign Direct Investments for Host Country's Economy. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, 5 (1), 26-38.
- Katerina, L., John, P. & Athanasios, V. (2004). Foreign Direct Investment and Economic Growth In Transition Economies. *South Eastern Europe Journal of Economics*, 1, 97-110.
- Kaya, A. ve Öndeş, T. (2013). Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri. *İMKB Dergisi*, 13 (52), 19-38.
- Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. (2003). Türkiye' de Doğrudan Yatırımların Belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17 (3-4), 39-56.
- Kaypak, Ş. (2011). Küreselleşme Sürecinde Sürdürülebilir Bir Kalkınma İçin Sürdürülebilir Bir Çevre. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 13 (20), 19-33.
- Keat, P. G. & Young, P. K. Y. (2009). *Managerial Economics Economic Tools For Today's Desicion Makers, Sixth Edition*. United States of America: Pearson International Edition.
- Khan, R. E. A. & Nawaz, M. A. (2010). Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Pakistan. *Kamla-Raj Enterprises Journal of Economics*, 1 (2), 99-104.
- Khrawish, H. A. & Khraiwesh, A. H. (2010). The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordian Industrial Companies. *JKAU: Econ. ve Adm.*, 24 (1),. 173-196.

- Khrawish, H., A. ve Siam, W., Z. (2010). Determinants of Direct Foreign Investment: Evidence from Jordan, *Peer-Reviewed & Open Access Journal*, Vol. 1, Issue: 1, pp. 67-75
- Kıran, B. (2007). Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXII (1), 269-283.
- Kıray, E. (1995). *Osmanlı’ da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Kim, E. H. & Signal, V. (2000). Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies. *Journal of Business*, 73 (1), 25-66.
- Kim, Y. (2000). Causes of Capital Flows in Developing Countries. *Journal of International Money and Finance*, 19, 235-253.
- Kleinert, J. (2001). “The Rol of Multinational Enterprises in Globalization: An Empriacal Overview, Kiel Institute of World Economics”, *Kile Working Papers*, No. 1069.
- Koepke, R. (2013). Quantifying the FED’s Impact on Capital Flows to EMs, *Institute of International Finance Research Note*.
- Korap, L. (2010). Identification of “Pull” and “Push” Factors for the Portfolio Flows: SVAR Evidence from the Turkish Economy. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11 (2), 223-232.
- Korkmaz, T., Çevik, E. İ. ve Birkan, E. (2010). Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Journal of Yaşar University*, 17 (5), 2821-2831.
- Koyuncu, F. T. (2010). Türkiye’ de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal VAR Analizi: 1990-2009. *Ekonomik Bilimler Dergisi*, 2 (1), 55-62.

- Krebs, T. (2005). Fundamentals, Information, and International Capital Flows: A Welfare Analysis. *European Economic Review*, 49, 579-598.
- Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (2006). *International Economics Theory and Policy*, Pearson International Edition. Boston: Seventh Edition.
- Kula, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *Çukurova Üniversitesi, İ.İ.B. Dergisi*, 4 (2), 141-154.
- Kurtaran, A. (2007). Doğrudan Yabancı yatırım Kararları ve Belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi SBE Dergisi*, 10 (2), 367-382.
- Kutal, G. ve Büyüksulu, A. R. (1996). *Çokuluslu Şirketler ve İnsan Kaynağı Yönetimi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Lane, P. R. & Ferretti, G. M. (2007). Capital Flows to Central and Eastern Europe. *Emerging Markets Review*, 8, 106-123
- Lazarus, A. A. (2001). Multinational Corporations. *International Encyclopedia of Social and Behavioral Science*. (Editor: Sills, D. L.), (10197-10204. Elsevier Science.
- Levine, R. & Zervos, S. (1996). "Stock Market Development and Long-Run Growth", *World Bank Policy Research Paper*, No: 1582.
- Li, K. W. & Lui, T. (2001). Financial Liberalisation and Growth in China's Economic Reform. *The World Economy*, 24 (5), 673-687.
- Li, X. (2004). "Trade Liberalization and Real Exchange Rate Movement", *IMF Staff Papers*, 51(3), 553-584.
- Liljeblom, E. & Löflund, A. (2005). Determinants of International Portfolio Investment Flows to A Small Market: Empirical Evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 15 (3), 211-233.

- Lim, E. G. (2001). "Determinants of and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth A Summary of the Recent Literature", *IMF Working Paper*, No. 01/175, 1-27.
- Lipsev, R. E. & Sjöholm, F. (2004). "The Impact of Inward FDI on Host Countries: Why Such Different Answers ?", *European Institute of Japanese Studies Working Paper Series*, No: 192.
- Lo, C. C., Lin, Y., Chi, T. L. & Joseph, D. J. (2013). Foreign Direct Investment Inflows in Haiti: Its Determinants and Impact on Economic Growth. *Business Management Dynamics*, 2 (9), 36-50.
- Lucas, R. E. (1990). Why Doesn't Capital Flows from Rich to Poor ?. *The American Economic Review*, 80 (2), 92-96.
- Maddison, A. (2001). *The World Economy: A Millennial Perspective*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Madura, J. (2012). *Uluslararası Finansal Yönetim I, Kısaltılmış*, (10. Baskı), (H. Doğukanlı çev.). Ankara: Nobel Basım Yayınları.
- Mangır, F. (2005). Finansal Deregülasyon (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. 03 Mayıs 2013, http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf.
- Mangır, F., Ay, A. & Saraç, T. B. (2012). Determinants of Foreign Direct Investment: A Comparative Analysis of Turkey and Poland. *Economic and Environmental Studies*, 12 (1), 65-85.
- Markusen, J. R. (1995). The Boundaries of Multinational Enterprises and Theory of International Trade. *The Journal of Economic Perspective*, 9 (2), 169-189.

- Marua, R. & Forte, R. (2010). "The Effect of Foreign Direct Investment on the Host Country Economic Growth-Theory and Empirical Evidence", *FEB Working Papers*, No: 390.
- Mejia, A. L. (1999). Large Capital Flows Causes, Consequences, and Policy Responses. *Finance ve Development*, 36 (3), 1-7.
- Michailova, S. & Mustafa, Z. (2012). Subsidiary Knowledge Flows in Multinational Corporations: Research Accomplishments, Gaps, and Opportunities. *Journal of World Business*, 47, 383-396.
- Miller, R., Glen, J., Jaspersen, F. & Karmokolias, Y. (1997). International Joint Ventures in Developing Countries. *Finance and Development*, 26-29.
- Mishkin, F. S. (2006). *The Next Globalization*, Princeton: Princeton University Press.
- Mody, A., Taylor, M. P. & KIM, J. Y. (2001). Modelling Fundamentals for Forecasting Capital flows to Emerging Markets. *International Journal of Finance and Economics*, 6 (3), 201-216.
- Mohammadvandnahidi, M. R., Jaberikhosroshahi, N. & Norouzi, D. (2012). The Determinants of Foreign Direct Investment in Iran: Bounds Testing Approach. *Ekonomiska Istraživanja*, 3, 560-579.
- Montiel, P. & Reinhart, C. M. (1999). Do Capital Control and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, 18, 619-635.
- Moore, L. (2005). The Effect of World War One on Stock Market Integration. *Journal of Financial Economics*, 78, 685-701.
- Moosa, I. A. (2002). *Foreign Direct Investment Theory, Evidence and Practice*. New York: Palgrave Press.

- Mrak, M. (2000). Globalization: Trends, Challenges and Opportunitites for Countries in Transition, *United Nations Industrial Development Organization*, Session 1, Vienna.
- Mucuk, M. ve Demirsel, M. T. (2009). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21, 365-373.
- Murat, S., Şener, S. ve Yıllancı, V. (2013). İktisadi Krizle, Doğal Afetler, Terör Faaliyetleri Türkiye’ye Gelen Turistler Üzerinde Etkili Mi?, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 63, 1-15.
- Mutascu, M. & Fleischer, A. M. (2010). A VAR Analysis of FDI and Wages: The Romania’s Case. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 3 (2), 45-56.
- Narayan, S. (2007). International Capital Flows and Growth in India: The Recent Experience. *Monetary Economics Journal*, DOI: 10.2139, 1-23.
- Navaretti, G. B. & Venables, A. J. (2004). *Multinational Firms in the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Neumann, R. M., Penl, R. & Tanku, A. (2009). Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently. *International Review of Economics and Finance*, 18, 488-501.
- Nissanke, M. & Stein, H. (2003). Financial Globalization and Economic Development: Toward an Instutional Foundation. *Eastern Economic Journal*, 29 (2), 287-308.
- Nocke, V. & Yeaple, S. (2007). Cross-border Mergers and Acquisitions vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity. *Journal of International Economics*, 72, 336-365.

- Nonenberg, M. B. & Mendonca, M. J. C. (2004). The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries. *ANPEC, Anais Do XXXII Encontro Nacional de Economia*, 061.
- Nunnenkamp, P. (2001). "Foreign Direct Investment in Developing Countries: What Policymakers Should not Do and What Economists Don't Know", *Institut Für Weltwirtschaft Kiel Discussion Paper*, No: 380.
- Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2003). *Globalization in Historical Perspective*. (Editors: Bordo, M. D., Taylor, A. M. and Williamson, J. G.), (121-188). University of Chicago Press.
- Ocaya, B., Ruranga, C. & Kaberuka, W. (2013). Foreign Direct Investment and Economic Growth in Rwanda: A Time Series Analysis. *Journal of Business Management and Corporate Affairs*, 2 (1), 11-18.
- Octavian-Dan, R. (2008). The Process of Globalization in the World Economy. *Journal of Applied Economic Sciences*, 3, 1-4.
- OECD. (2002). Foreign Direct Investment for Development: Maximising Benefits, Minimising Costs, *OECD*, Paris.
- OECD. (2006). Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment, *International Investment Perspectives*.
- OECD. (2008). Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Fourth Edition, OECD Publishing.
- OECD. (2008). Economic and Other Impacts of Foreign Corporate Takeovers in OECD Countries, *International Investment Perspective 2007: Freedom of Investment in a Changing World*, OECD Publishing.
- OECD. (2008). Employment and Industrial Relations: Promoting Responsible Business Conduct in a Globalising Economy, *OECD- ILO Conference*, 23-24 June, France.

- Osinubi, T. S. & Amaghionyeodiwe. (2010). Foreign Pravate Investment and Economic Growth in Nigerya. *Applied Econometrics and International Development*, 10 (2), 189-204.
- Örnek, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi Dergisi*, 63 (2), 199-217.
- Özcan, B. ve Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12, 65-88.
- Özel, H. A. (2012). Küreselleşme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10 (19), 21-43.
- Özer, K. (1993). Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye. *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanayi Eğitim Fakültesi Dergisi*, 1 (1), 123-133.
- Özkan, B. & Hepşen, A. (2012). VAR Analysis of Determinants of Foreigners' Transactions in Istanbul Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (10), 180-191.
- Özkan, B. (2005). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Faktörler; İşletme ve İşveren Profili Açısından Gaziantep İli Örneği*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya.
- Özkan, G. (2009). *Küresel Finansal Kriz, Uluslararası Finansal Sisteminin Yeniden Yapılandırılması ve Uluslararası Güç Dengesine Etkileri*. Bursa: Dora Yayın Dağıtım.
- Pain, N. (1993). "Financial Liberalization and Foreign Portfolio Investment in the United Kingdom", *Oxford Economic Papers*, 45, 83-102.
- Pal, P. (2006). Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India, *Annual Conference on Development*

and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World, November 18-20. Sao Paulo, Brazil.

- Pamfilie, A. M. (2010). Multinational Companies Responsibilities Regarding Consumer Safety. *Amfiteatru Economic Journal*, XII (28), 466-478.
- Paprzycki, R. & Fukao, K. (2005). "The Extend and History of Foreign Direct Investment in Japan", *Hi-Sat Discussion Paper Series*, No: 84.
- Pasini, F. L. (2012). Movements of Capital and Trade in Services: Distinguishing Myth from Reality Regarding the GATS and the Liberalization of the Capital Account. *Journal of International Economic Law*, 15 (2), 581-619.
- Pazarlıoğlu, M. V. ve Gülay, E. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1992:1-2005: IV. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (2), 201-221.
- Pelinescu, E. & Radulescu, M. (2009). The Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth and Countries Export Potential. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 4, 153-169.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. & Smith. R.J. (2001). Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships. *Journal of Applied Econometrics, Special Issue*, 16, 289-326.
- Pessoa, A. (2008). Multinational Corporations, Foreign Investment, and Royalties and License Fees: Effect on Host-Country Total Factor Productivity, *Nota Economicas*, 6-36.
- Raff, H., Ryan, M. & Staler, F. (2007). "The Choice of Market Entry Mode: Greenfield Investment, MandA and Joint Venture", *Economic Working Paper*, No: 19.
- Rama, M. (2003). "Globalization and Workers in Developing Countries", *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 2958.

- Reinhart, C. & Montiel, P. (2001). "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s", *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No: 7577.
- Rodrik, D. & Velasco, A. (1999). "Short Term Capital Flows", *NBER Working Paper Series*, WP No: 7364.
- Rogof, K. & Reinhart, C. (2003). "FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability", *IMF Working Paper*, WP/03/10.
- Root, F. R. (1990). *International Trade and Investment*. Cincinnati, Ohio: Sixth Edition, South Western Publishing.
- Ryrie, W. (1987). *Dünya Gelişmesinde Dinamik Güçler*. Ankara: MTO Türkiye Milli Komitesi.
- Sabır, H. (2002). Gelişmekte Olan Ülkeler Arasında Ekonomik Entegrasyon: Mercosur Örneği. *Dış Ticaret Dergisi*.
- Salvatore, D. (2007). *International Economics*. United States of America: Ninth Edition, John Wiley and Sons Inc. Press.
- Samak, N. A. & Helmy, O. A. (2000). "Foreign Portfolio Investment in Egypt: An Analytical Overview", *EGX Professional & Academician Research Paper*, Cairo University.
- Saray, M. O. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*, 161, 381-483.
- Sarıtaş, H. (2007). Türkiye ve Avrupa Birliği Piyasaları Arasındaki Korelasyon Düzeyinin İncelenmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 325-337.
- Schmukler, S. L. (2004). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter, 39-66.

- Schularick, M. (2006). A Tale of Two ‘Globalizations’: Capital Flows From Rich to Poor in Two Eras of Global Finance. *International Journal of Finance and Economics*, 11 (Doi: 10.1002/iife.302), 339-354.
- Schwert, W. G. (1988). “Tests For Unit Roots: A Monte Carlo Investigation”, *NBER Technical Working Paper Series*, No: 73.
- Sethi, N. (2007). International Capital Flows and Growth in India: The Recent Experience. *Monetary Economics EJournal*, DOI: 10.2139/ssrn.1010071.
- Seyidoğlu, H. (1994). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. Kurtiş Matbaası.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat Teori ve Politika*, (15. Baskı). İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Shan, J. (2002). A VAR approach to the Economics of FDI in China. *Applied Economics*, 34, 885-893.
- Shibuya, H. (1999). “A Model of International Capital Flows”, *Otaru University of Commerce and Economic Planning Agency Discussion Paper*, No: 91.
- Solimano, A. (2004). “Globalization, History and International Migration: A View from Latin Americ, International Labour Organization”, *Working Paper*, No: 37.
- Somuncu, K. & Karan, M. B. (2010). The Impact of International Portfolio Investment on Istanbul Stock Exchange Market. *Sayıştay Dergisi*, Sayı: 77, 149-167.
- Soydal, H. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi*, 16, 577-604.

- Sönmez, A. & Pamukçu, M. T. (2011). “Foreign Direct Investment and Technology Spillovers in the Turkish Manufacturing Industry”, *TEKPOL Working Paper Series*, STPS-WP-11/03.
- Stepanok, I. (2013). “Cross-Border Mergers and Greenfield Foreign Direct Investment”, *Kiel Institute Working Papers*, No: 1805.
- Steward, M. R. & Maughn, R. D. (2011). *International Joint Ventures, A Practical Approach*. Davis Wright Tremaine LLP Publishing.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (1993). A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Intedrated Systems. *Econometrica*, 61 (4),783-820.
- Stopford, J. (1998). Multinational Corporation. *Foreign Policy*, 113, 12-24.
- Sula, O. & Willet, T. D. (2006). “Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets”, *MPRA Paper 384*, Munich, Germany.
- Sun, X. (2002). Foreign Direct Investment and Economic Development What Do the States Need to Do ?, *Foreign Investment Advisory Service Report*, Morocco.
- Szul, R. (2010). The End or A New Quality of Third Wave of Globalisation ?, *In Beyond Globalisation: Exploring the Limits of Globalisation in Regional Context Conference*, Ostrava University, 35-41.
- Şahin, H. (2009). *Türkiye Ekonomisi (Tarihsel Gelişimi Bugünkü Durumu)*, (10. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şen, A. ve Karagöz, M. (2005). Türkiye’deki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Büyüme ve İhracata Etkisi. *Sosyal Bilimler Konferansı Dergisi (Prof. Dr. N. Yalçıntaş özel sayısı)*, 1063-1077
- Şener, S. & Kılıç, C. (2008). Osmanlı’ dan Günümüze Türkiye’ de Yabancı Sermaye. *Bilgi Dergisi*, 16, 22-49.

- Şengönül, A., Altıok, M. ve Gürbüz, R. (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 22 (252), 26-48.
- Şimşek, M. ve Behdioğlu, S. (2006). Türkiye’de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 20 (2), 47-65.
- Şit, M. ve Şit, A. (2013). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermayenin Sektörel Dağılımı: Hizmetler Sektörü Üzerine Bir Değerlendirme. *Kilis 7 Aralık Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(5), 36-54.
- Taylor, M. P. & Sarno, L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long-and Short-Term Determinants. *World Bank Economic Review*, 11 (3), 451-470.
- TCMB. (...). Ödemeler Dengesi Müdürlüğü Raporu, *Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması*, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü.
- TCMB. (2010). Ödemeler Dengesi Raporu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi*, Ankara.
- TCMB. (2012). Ödemeler Dengesi Raporu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi*, Ankara.
- TCMB. (2013). Ödemeler Dengesi Raporu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi*, Ankara.
- TCMB. (2014). Ödemeler Dengesi Raporu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi*, Ankara.
- Terjesen, S. Joint Ventures: Synergies and Benefits. Retrieved September, 05, 2014, from <http://www.qfinance.com/contentFiles/QF01/g4fq4jz/10/0/joint-ventures-synergies-and-benefits.pdf>.
- Todaro, M. P. & Smith, S. C. (2011). *Economic Development*. Westford, United States: Eleventh Edition, Pearson Education Press.

- Tong, S. Y. (2001). "Foreign Direct Investment, Technology Transfer and Firm Performance", *HIEBS Working Papers*, Ref. No: 1023.
- Torrise, C. R. (1985). The Determinants of Foreign Investment in Small LDC. *Journal of Economic Development*, 10 (1), 19-45.
- Toulmin, S. (1999). The Ambiguities of Globalization. *Futures*, 31, 905-912.
- Tsen, W. H. (2006). Foreign Direct Investment in Manufacturing Industry of Malasia: An Emprical Study. *Unitar E-journal*, 2 (2), 20-29.
- Tutar, A. E., İnaç, H. ve Güner, Ü. (2006). Dış Kaynaklı Kullanımının (Outsourcing) Makroekonomik Etkileri. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, VIII (2), 279-296.
- Uçan, O. ve ÖZTÜRK, Ö. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19 (3), 309-318.
- Uğur, A. (2006). *KOBİ'ler için Alternatif Finansman Yöntemleri*. Ankara: Sinemis Yayınları.
- Ulusoy, A. ve Karakurt, B. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 19 (223), 103-115.
- UNCTAD. (1998). *World investment report 1998 trends and determinants*, United Nations Publication, New York and Geneva
- UNCTAD. (2005). *Handbook of International Trade and Development Statistic*. United Nations Publications.
- UNCTAD. (2006). *World Investment Report 2006 - FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*. Geneva.

UNCTAD. (2006). *World Investment Report 2006 - FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*. Geneva.

UNCTAD. (2006). World Investment Report.

UNCTAD. (2006). World Investment Report.

UNCTAD. (2007). World Investment Report.

UNCTAD. (2007). World Investment Report.

UNCTAD. (2008). World Investment Report.

UNCTAD. (2009). World Investment Report.

UNCTAD. (2009). World Investment Report.

UNCTAD. (2010). World Investment Report.

UNCTAD. (2010). World Investment Report.

UNCTAD. (2011). World Investment Report.

UNCTAD. (2011). World Investment Report.

UNCTAD. (2012). World Investment Report.

UNCTAD. (2012). World Investment Report.

UNCTAD. (2013). World Investment Report.

UNCTAD. (2013). World Investment Report.

UNCTAD. (2014). World Investment Report.

UNCTAD. (2014). World Investment Report.

UNCTAD.(2008). World Investment Report.

- United Nations Development Programme. (2011). Poverty Reduction Towards Human Resilience: Sustaining Progress in an Age of Economic Uncertainty, *UNDP Reports*, Bureau for Development Policy.
- United Nations. (1973). *Multinational Corporations in World Development*, Department of Economic and Social Affairs. United Nations Publication, ST/ECA/190.
- Velasco, A. (1996). Animal Spirits, Investment and International Capital Movements. *Journal of International Money and Finance*, 15 (2), 221-237.
- Velde, D. W. (2006). Foreign Direct Investment and Development An Historical Perspective, *Overseas Development Institute*.
- Verdier, G. (2008). What Drives Long-Term Flows? A Theoretical and Empirical Investigation. *Journal of International Economics*, 74, 120-142.
- Vergil, H. ve Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 10 (4), 1207-1216.
- Vijayakumar, N., Sridharan, P. & Rao, K. C. S. (2010). Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis. *Journal of Business Science and Applied Management*, 5 (2), 1-13.
- Vijayalakshmi, S. (2010). Growth and Development in Emerging Market Economies: International Private Capital Flows, Financial Markets and Globalization. *South Asian Journal of Management*, 17 (1), 121-125.
- Vita, D. G. & Kyaw, K. S. (2008). Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis. *Journal of Economic Studies*, 35 (4), 304-322.
- Weller, C. E. & Singleton, L. (2004). Political Freedom, External Liberalization and Financial Stability. *International Review of Applied Economics* 18, 43-61.

- Werner, L. M. (1994). *United States Foreign Investment During the Bretton Woods Period: Portfolio Investment in Western Europe*. Doctoral Thesis, The City University of New York.
- Wijeweera, A. & Mounter, S. (2008). A VAR Analysis on the Determinants of FDI Inflows: The Case of Sri Lanka. *Econometrics and International Development*, 8 (1), 189-198.
- Wilkins, M. (2010). Multinational Enterprises and the Varieties of Capitalism. *Bussiness History Rewiev*, 1, 638-645.
- Williamson, J. ve Molly, M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme* (G. Delice çev.). Ankara: Liberte Yayınları 66.
- World Bank. (1996). *Managing Capital Flows in East Asia*. Default Book Series.
- World Bank. (1997). Private Capital Flows to Developing Countries, *A World Bank Policy Research Report*, 16675, Washington, D. C.
- World Bank. (2000). Private Capital Flows in Historical Perspeptive, *Global Develepment of Finance*, 6, 119-139.
- Yalçiner, K. (2001). İMKB' de Portföy Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 16 (178), 1-12.
- Yalçiner, K. (2012). *Uluslararası Finansman*, (2. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yang, H., Xiong, Y. & Ze, Y. (2013). A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asia and Latin American Emerging Countries. *Procedia Computer Science*, 17, 1258-1265.
- Yang, T, H. & Huang, D. S. (2011). "Multinational Corporations, FDI and the East Asian Economic Integration", *RIETI Discussion Paper Series*, 11-E-071.

- Yapraklı, S. (2006). Türkiye’ de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 21 (2), 23-48.
- Yavan, N. ve Kara, H. (2003). Türkiye’ de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Bölgesel Dağılışı. *Coğrafi Bilimler Dergisi*, 1 (1), 19-42.
- Yeo, T. D., Yoon, Y. Lee, M., H. & Lee, C. Y. (2008). An Emprical Study on the Determinants of Foreign Direct Investment into Korean Service Industry, *Asia-Pasific Economic Association, Forth Annual Conference*, December 13-14, Beijiing, China,
- Yılancı, V. (2013). *Ekonometri Semineri Ders Notları*, Sakarya Üniversitesi, 1-104.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (1), 23-37.
- Yıldız, A., (2009), Osmanlı İmparatorluğunun Borçlanmasında Yabancı Sermayenin Etkisi, *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No 37, 113-125.
- Yılmaz, V. ve Tuncay, M. (2012). Finansal Liberalizasyonun Tasarruf ve Yatırım Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi, İ.İ.B. Dergisi*, 26 (3-4), 345-363.
- Yılmaz, M. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Ticaret ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye üzerine Bir Deneme. *Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler*, 8 (1), 241-260.
- Ying, Y.-H. & Kim, Y. (2001). An Emprical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico. *Southern Economic Journal*, 67 (4), 54-968.
- Yol, M. A. & Teng, N. T. (2009). Estimating the Domestic Determinants of Foreign Direct Investment Flows in Malaysia: Evidence from Cointegration and Error-Correction Model. *Journal Pengurusan*, 28, 3-22.

- Yousaf, M. M., Hussain, Z. & Ahmad, N. (2008). Economic Evaluation of Foreign Direct Investment in Pakistan. *Pakistan Economic and Social Review*, 46 (1), 37-56.
- Zekiwoş, G. T. (2012). *Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Sub-Saharan Africa: A Panel Data Analysis*. Master Thesis, Södertörns University.
- Zengin, A. (2003). Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme. *İktisat İşletme ve Finans*, 18 (3), 51-67.
-(2010). Capital Flows, Foreign Direct Investment and Multinational Corporation. Retrieved October 07, 2014, from [https://www.princeton.edu/~dixitak/Teaching/ InternationalTrade/ Slides/ECO352_19.pdf](https://www.princeton.edu/~dixitak/Teaching/InternationalTrade/Slides/ECO352_19.pdf).

ÖZGEÇMİŞ

Ad SOYAD: Erhan GENÇ

Anabilim Dalı: İşletme (Muhasebe /Finansman)

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı: İstanbul/16.09.1984

Eğitim:

Yüksek Lisans: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü-İşletme (Muhasebe/Finansman) Anabilimdalı-2010.

Lisans: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü-2008.

İş/İstihdam

Araştırma Görevlisi 26.02.2009-Devam Ediyor.

Uşak Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü

Yabancı Dil ve Puanı: 66.25 Mart-2009