

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ
ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Emin Hüseyin ÇETENAK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

2006 – ADANA

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ
ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Emin Hüseyin ÇETENAK

Danışman : Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

2006 – ADANA

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İŞLETME Anabilim Dalından YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

.....
Başkan : Prof Dr. Hatice DOĞUKANLI
(Danışman)

.....
Üye : Prof. Dr. Serpil CANBAŞ

.....
Üye : Yrd. Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduğunu onaylarım.

...../...../.....

Prof. Dr. Nihat KÜÇÜKSAVAŞ
Enstitü Müdürü

Not : Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET**YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ
ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB ÜZERİNE BİR UYGULAMA****Emin Hüseyin ÇETENAK****Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı****Danışman: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****Şubat 2006, 78 sayfa**

Yabancı portföy yatırımlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkisi bir çok çalışmada araştırılmıştır. Yabancı sermaye hareketlerinin sermaye piyasalarının gelişmesine olumlu katkı sağlayarak, ekonomilerin uzun dönem gelişiminde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalarda, yabancı portföy yatırımlarının risk paylaşımına ve etkin kaynak dağılımına imkan sağladığı için, yerel ekonomiler açısından son derece önemli olduğunu ortaya konulmuştur.

Bu tez çalışmasında, yabancı portföy yatırımlarının, hisse senedi getirisi üzerine etkisi incelenmiştir. Bu etki İMKB’de VAR yöntemi ile ekonometrik olarak test edilmiştir. Analiz sonuçları, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasında bir nedensellik ilişkisi göstermemektedir. Ancak üretim endeksinin yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirisini etkilediği yapılan testlerde ortaya konmuştur.

Anahtar Kelimeler : Yabancı Portföy Yatırımları, Hisse Senedi Getirisi, İMKB, VAR Analizi

ABSTRACT**THE EFFECT OF FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS
ON STOCK RETURNS: AN APPLICATION ON ISE****Emin Hüseyin ÇETENAK****Master Thesis, Business Department****Supervisor: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI****February 2006, 78 Pages**

The effect of FPI on capital markets has been investigated in many studies. It's determined that FPI has positive effects on long-run economic development by contributing positively on capital markets development. In these studies, since FPI provides risk sharing and efficient resource allocation, FPI is found to be very important for local economies.

In this thesis, it is investigated effects of FPI on stock returns. This effect is tested by using VAR method on ISE. The results does not show causality relationship between FPI and ISE 100 index return. But it is suggested that industrial production index causes FPI and stock returns.

Key Words: Foreign Portfolio Inflows, Stock Return, ISE, VAR Analysis

İİBF2004YL7 No'lu Bu Araştırma Projesi, Çukurova Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Birimi Tarafından Desteklenmiştir

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	4
1.1. Kavram ve Tanım.....	4
1.2. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması ve Türleri.....	8
1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	10
1.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları.....	13
1.2.3. Uluslararası Yabancı Sermaye Yatırımları İle İlgili Diğer Kavramlar.....	14
1.2.3.1. Rezerv Varlıklar.....	14
1.2.3.2. Diğer Yatırımlar Kalemi.....	15
1.2.3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	15
1.2.3.4. Resmi Sermaye Hareketleri.....	16
1.2.3.5. Özelleştirme.....	16
1.3. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri.....	17

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	19
2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri.....	22
2.1.1. Uluslararası Finans Piyasalarında Yaşanan Gelişmeler.....	23
2.1.1.1. Finans Piyasalarında Sınırlamaların ve Kontrollerin Kalkması.....	23
2.1.1.2. Finansal Araçların Çeşitlilik Kazanması.....	23
2.1.1.3. Teknolojik Gelişmeler.....	24
2.1.1.4. Piyasalarda Rekabetin Artması.....	24
2.1.1.5. Diğer Gelişmeler.....	24
2.1.2. Yatırımda Taraf Olan Ükelere Yönelik Nedenler.....	25
2.1.3. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi.....	27
2.1.3.1 Yabancı Portföy Yatırımlarında Uluslararası Çeşitlendirme.....	28
2.1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımlarında Risk Faktörleri.....	29
2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkileri ve Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri.....	30

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI.....	35
3.1. Türk Finansal Piyasalarının Dışa Açılım Süreci.....	35
3.2. Türkiye’ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişimi.....	36
3.3. Türkiye Ekonomisine Yönelik Portföy Akımlarının Nedenleri.....	39
3.3.1. Faiz Oranları.....	40
3.3.2. Ödemeler Dengesi (Cari Açık).....	40
3.3.3. İMKB Getiri Değişkeni.....	41
3.3.4. Enflasyon ve Döviz Kurları.....	42
3.3.5. Ekonomik Büyüme.....	43
3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Türk Ekonomisine Etkileri.....	43

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ	
ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	47
a) Taban Genişletme (Base Broadening) Hipotezi.....	49
b) Beklenen/Beklenmeyen (Expected/Unexpected) Akım Hipotezi.....	49
c) Geri Bildirim (Feedback) Hipotezi.....	50
d) Fiyat Baskısı (Price Pressure) Hipotezi.....	52

BEŞİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ İMKB GETİRİ	
DEĞİŞKENİ ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK YÖNTEMLERLE	
İNCELENMESİ.....	57
5.1. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem.....	57
5.2. Birim Kök Testi Sonuçları.....	60
5.3. Gecikme Sayısının Tespiti.....	62
5.4. Nedensellik Testi Sonuçları.....	63
5.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....	64
5.6. Çoklu Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	65
SONUÇ.....	68
KAYNAKÇA.....	71
ÖZGEÇMİŞ.....	78

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. : Doğrudan Yatırım ile İlgili 1995-2003 Yılları Arasında Yapılan Ulusal Düzenlemeler.....	11
Tablo 1.2. : Doğrudan Sermaye Çıkışlarının Bölgesel Dağılımı 1992–2003.....	12
Tablo 1.3. : Doğrudan Sermaye Girişlerinin Bölgesel Dağılımı 1992-2003.....	13
Tablo 1.4. : Yabancı Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Nedenleri.....	17
Tablo 2.1. : Global Portföy Yatırımları, Giriş.....	20
Tablo 2.2. : Portföy İhraç Eden Ülkelerin Yüzdesel Dağılımı Net (2003).....	21
Tablo 2.3. : Portföy İthal Eden Ülkelerin Yüzdesel Dağılımı (2003).....	21
Tablo 2.4. : Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları.....	22
Tablo 3.1. : Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları.....	38
Tablo 4.1. : Yabancı Portföy Yatırımı ve Hisse Senedi Getirileri.....	49
Tablo 4.2. : Finansal Reformlar ve hisse Senedi Piyasaları Gelişimi.....	54
Tablo 5.1. : Araştırmada Kullanılan Veri Seti.....	58
Tablo 5.2. : Verilerle İlgili İstatistik Bilgiler.....	59
Tablo 5.3. : Korelasyon Matrisi.....	59
Tablo 5.4. : ADF Testi Sonuçları.....	62
Tablo 5.5. : PP Testi Sonuçları.....	62
Tablo 5.6. : KPSS Testi Sonuçları.....	63
Tablo 5.6. : Gecikme Sayısının Tespiti.....	63
Tablo 5.7. : Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	64
Tablo 5.8. : Varyans Ayırıştırması DLNIIPSA.....	67
Tablo 5.9. : Varyans Ayırıştırması DLNFPI.....	67
Tablo 5.10. : Varyans Ayırıştırması RET.....	67

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1.	: Uluslararası Çeşitlendirme.....	28
Şekil 3.1.	: Portföy Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Seyri.....	40
Şekil 5.1.	: Yabancı Portföy Yatırımlarının Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki.....	65
Şekil 5.2.	: Hisse Senedi Getirisinin Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki.....	66
Şekil 5.3.	: Üretim Endeksinin Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki.....	67

GİRİŞ

Dünyada 1960'lı yıllarda başlayan devletleştirme hareketleri, 1980'li yıllarda yerini liberalleşme ve onun bir aracı olan özelleştirmeye terk etmiştir. 1990'lı yıllara gelindiğinde ise dünya gündemini küreselleşme kavramı kaplamıştır. Küreselleşme hareketi ile birlikte gelişen serbest piyasa ekonomisi ülkeler arası mal ve sermaye hareketlerini hızlandırmıştır (Yüce, 1997:2).

Dünya genelinde son yıllarda önemli bir tartışma konusu olan küreselleşme kavramının, asıl yeni olan yönü finansal küreselleşme ile ilgili olan kısmıdır. Özellikle 1980'lerden itibaren yatırımcıların, portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riski azaltmak amacıyla portföylerine yabancı hisse senetlerini dahil etmesiyle işlemeye başlayan bu süreç aynı zamanda 1970'lerde ticari bankalardan büyük çapta borçlar alan gelişmekte olan ülkelerin, yabancı sermaye pazarlarının ne tek, ne de en iyi para kaynağı olduğunu keşfetmesiyle ivme kazanmıştır. Çünkü Samuray, Yanki, Euro piyasası olarak adlandırılan uluslar arası sermaye piyasalarında ülkelerin belirli bir borçlanma sınırı olması dışında, ekonomik durgunluk ve kriz zamanlarında yabancı borç verenlerin verdikleri borçların hemen ödenmesini istemeleri gelişmekte olan ülkeler için önceki dönemlerde büyük finansal yükler oluşturmuştur. Bunun sonucunda değişik kaynaklardan para sağlamak amacıyla gelişmekte olan ülkelerin bazıları borsa oluşturmaya, borsaları olanlar ise yabancı yatırımcılar üzerindeki kısıtlamaları azaltmaya başlamışlardır.

Birçok Gelişmekte olan Ülke ekonomisinde, bu gelişme kendisini hisse senedi piyasalarındaki hızlı büyüme ile göstermiştir. Başta Dünya Bankası ve IMF olmak üzere, uluslararası örgütler, gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarının gelişmesini ve bu piyasaların yabancı portföy yatırımlarına açılmasını teşvik etmişlerdir. Genel olarak, bankacılığa dayalı ve kredi tahsisinde devlet müdahalesine açık finansal sistem eleştirilirken, piyasa güçlerine dayalı bir sistemin oluşturulması 1980'lerden itibaren ülkelere tavsiye edilmiştir.

Ancak, 1990'lı yılların ortalarına gelindiğinde, bu yeni gelişen sürece dahil olup, bunun olanaklarından yararlanma yolunu seçen gelişmekte olan ülkeler beklemedikleri sorunlarla karşı karşıya kalmaya başlamışlardır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, ülkelerin, para politikası, faiz haddi ve kur üzerindeki

etkinlikleri zayıflamış, sermaye girişleri, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak ülkelerin ödemeler dengesinde açıklara neden olmuştur. Öte yandan, sürekli sermaye girişinin sağlanabilmesi için reel faiz haddinin, yerli paranın aşınma haddinin üzerinde tutulması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Özellikle portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısından kaynaklanan oynaklık ekonomileri olumsuz etkilemiştir.

Kriz yaşayan ekonomilerin bu krizlerin etkilerinden kurtulmaya başlamasıyla birlikte yabancı portföy yatırımlarına yönelik bu şüpheli yaklaşımda değişimler meydana gelmiştir. Bu dönemde literatürde yabancı portföy yatırımlarının ekonomiler üzerinde olumlu etkilerinin olduğunu ortaya koyan hatta doğrudan yatırımlara oranla yerel ekonomi açısından daha faydalı olduğunu savunan çalışmalar yapılmıştır.

Yabancı portföy yatırımlarının büyüme ve sermaye piyasalarının gelişimi üzerindeki etkisi Rogoff(1999), Levine ve Zervos(1998) gibi bir çok çalışmada araştırılmış, yabancı sermaye hareketlerinin sermaye piyasalarının gelişmesine olumlu katkı sağlayarak bu sayede ekonomilerin uzun dönem gelişiminde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalarda yabancı portföy yatırımlarının riski paylaşmaya ve etkin kaynak dağılımına imkan sağladığı için yerel ekonomiler açısından son derece önemli olduğu ortaya konulmuştur.

Bu tez çalışmasında, yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirisi üzerine etkisi incelenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üzerinde böyle bir etkinin var olup olmadığı ekonometrik olarak test edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak uluslararası yabancı sermaye kavramından açıklanmıştır. Bu bölümde, uluslararası yabancı sermaye kavramsal olarak tartışıldıktan sonra sınıflandırılması ve türleri hakkında bilgi verilmiştir. Bu tür sermaye girişinin nedenleri ve ülke ekonomilerine etkileri yine birinci bölüm içerisinde alt başlıklar olarak incelenmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, yabancı portföy yatırımları incelenmektedir. Bu bölümde, yabancı portföy yatırımlarının, çeşitleri, türleri, nedenleri, yıllar itibariyle gelişimi ve ülke ekonomilerine etkileri alt bölüm olarak incelenmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, yabancı portföy yatırımları Türkiye özelinde incelenmektedir. Bu bölümde Türk finans piyasalarının dışa açılım süreci, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, bu yatırımların nedenleri ve etkileri alt başlıklar olarak incelenmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi incelenmektedir. Bu konu ile ilgili literatür ve bu ilişkiyi açıklamaya yönelik ortaya atılan hipotezler bu bölümde verilmektedir.

Çalışmanın beşinci ve son bölümünde ise İMKB'ye yönelik portföy yatırımları ile İMKB getiri davranışı arasındaki ilişkiler ekonometrik yöntemler çerçevesinde değerlendirilmiştir. Çalışmada 1997:01-2005:02 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Bu bölümde VAR tekniği kullanılarak, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiler incelenmektedir. 1997:01-2005:02 döneminde yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki nedensellik ilişkileri sınanmakta, ilişkilerin yönü ve büyüklüğü ekonometrik olarak belirlenmeye çalışılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde genel olarak uluslararası sermaye kavramı, bu kavramının sınıflandırılması, çeşitleri türleri ve uluslararası sermaye hareketlerini nedenleri üzerinde durulacaktır.

1.1. Kavram ve Tanım

Yabancı yatırım şeklinde başka ülkelere giden sermayenin tarihi 16. yüzyıla kadar uzanır. Bu yüzyılda İngiltere’de kurulan Fuggers Of Augsburg yatırım evi, Kuzey ve Orta Almanya’nın bakır madenleri ile Macaristan’daki gümüş madenlerini işletiyordu. 18. yüzyılda ise dünyanın en büyük iki sermaye merkezi Antwerp ve Amsterdam şehirleriydi. Hollanda yabancı yatırımların en fazlasına sahip ülke durumundaydı. Fakat Napolyon savaşları sonucunda bu alanda liderlik İngiltere’ye geçti. Öyle ki bu dönemde İngiltere’den dışarı giden sermaye miktarı bir ara milli gelirin %7’sine kadar yükselmiştir (Salihoğlu, 1998:20).

19. yüzyılın ilk yarısında, ilk olarak İngiltere’nin ihtiyaç duyduğu hammadde, madenler ve petrolün çıkarılması için sömürgelerinde yaptığı yatırımları; 19.yüzyılın ikinci yarısında, hızlı sermaye birikimi nedeniyle sanayileşen Fransa, Almanya gibi diğer batı ülkeleri takip etmiştir. Bunun sonucunda Avrupa endüstrisinin ihtiyacı olan hammaddeleri sağlayacak, doğal kaynak ve ucuz işgücüne sahip dönemin sömürgeleri ve bağımsız az gelişmiş ülkeler cazip yatırım alanları haline gelmiştir. Seylan’da çay ve Doğu Afrika ülkelerindeki muz plantasyonları bu tür yatırımların sonucudur (Akdiş, 1998:63).

Bu süreç, ABD’nin de yabancı sermaye yatırımı yapan ülkeler arasında katılmasıyla 1929–30 buhranına kadar devam etmiş ve sonrasında, daha önce yabancı sermaye yatırımı yapan ülkelerin bu yatırımlarını tasfiye etmeye yönelmesiyle yavaşlama sürecine girmiştir (Uras, 1979:31). ABD, bu sürece yüzyılın başında dahil olmasına rağmen zamanla yabancı sermaye yatırımlarında ön sırayı almış ve İkinci

Dünya Savaşı'ndan galip çıkmış olmanın avantajını da kullanarak sonraki dönemlerde lider konumunu bırakmamıştır.

1950'li yıllara kadar daha çok portföy yatırımları şeklinde olan yabancı sermaye yatırımları savaştan sonraki dönemde, çoğunlukla, doğrudan yatırım şeklinde yapılmaya başlanmıştır. Bu süreçte, az gelişmiş ülkelerin kalkınma çabalarının ve çok uluslu şirketlerin rolü büyük olmuştur. Sanayileşmiş ülkelere hammadde sağlayıp çeşitli sanayi ürünleri ve sermaye malları ithal eder durumdan kurtulmanın yollarını aramaya başlayan az gelişmiş ülkeler, beraberinde teşebbüs yeteneği, teknoloji, yönetim bilgisi ve pazarlama gibi sermaye kaynaklarını getiren yabancı sermaye hareketlerine sıcak bakmaya başlamışlar ve bu doğrultuda vergi bağışıklıkları ve sübvansiyonlar gibi özel teşviklerle dış yatırımlar için uygun bir iklim sağlamaya çalışmışlardır.

İkinci Dünya Savaşından sonra yaklaşık çeyrek yüzyıl süren hızlı büyüme ve refah dönemi, 1971'de dolar-altın bağlantısının kopması ile birlikte Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve kapitalist sistemlerin krize girmesiyle sonuçlanmıştır. 1970'li yıllarda Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye hareketleri artmış ve zamanla, sadece gelişmekte olan ülkeleri değil, sanayileşmiş ülkeleri de tehdit eder hale gelmiştir (İnsel ve Sungur, 2003:4). Bu dönemde, krize karşı oluşturulan yeni liberal çözüm reçetesinin temel taşları, ulusal planda üretim ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda ise dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılması olmuştur. Bu uygulamalar aynı dönemde teknolojiye, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmelerle birlikte, üretim ve ticaretin küresel boyutlara ulaşan dev faaliyetlere dönüşmesini kolaylaştırmış, finansal piyasaların hızla bütünleşmesine yol açmıştır (Helleiner, 1997:114).

Bu gelişmeler sonucunda, 1980'li yıllardan başlamak üzere, hacimsel olarak yabancı sermaye hareketleri içerisindeki yerini büyük ölçüde artıran yabancı portföy yatırımları, yarattığı etkiler nedeniyle adından sıkça bahsettirmiş ve birçok araştırmaya ve tartışmaya konu olmuştur. Şunu hemen belirtmek gerekir ki, yabancı sermaye hareketlerinin etkileri hiç şüphesiz yüzyıllardan beri birçok alanda azımsanmayacak kadar büyük olmuştur. Örneğin, Orta Doğu'daki madenlerden faydalanmak için yapılan

demiryollarının veya Güney Amerika'daki muz plantasyonlarının veya soğuk savaş döneminde yandaş ülkelere yapılan para yardımlarının sermaye ihraç ya da ithal eden ülkeyi, etkilediği söylenebilir. Ancak, günümüzde yabancı sermaye hareketlerinin bu kadar tartışılıyor olmasının nedeni belki de bugüne kadar belirli bir siyasi politikanın ya da uzun vadeli amaçların bir aracı olması nedeniyle gerçekleştirilen bu yatırımların artık sadece kendi dinamikleri ile hareket ediyor olmasıdır.

Zaman zaman, yabancı sermaye yatırımları, yabancı sermaye, denizaşırı yatırımlar, dış yatırımlar ve uluslar arası yatırımlar şeklinde de ifade edilen uluslararası sermaye hareketleri; en basit haliyle, ulusal sınırları aşarak başka bir ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonlar şeklinde tanımlanabilir. Uluslararası sermaye hareketleri bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır (IMF occasional papers no:77, 1991).

Uluslararası sermaye hareketlerini farklı şekillerde de tanımlamak mümkündür. Türk yazınında bu konuda yapılan ilk tanımlardan biri Kenan Bulutoğlu tarafından yapılmıştır (1970:5). Bulutoğlu'na göre yabancı sermaye; "*Bir ülkenin karşılığını ödemeksizin dış ülkelerden sağladığı iktisadi kaynaklardır*". Buradaki karşılığını ödememe sözü, ya hiçbir zaman ödememe ya da işlemin gerçekleştiği an yerine ileriki bir tarihte ödemeyi gerçekleştirme anlamına gelir. Şayet, karşılığı hiç ödenmez ise bu hibe ya da bağış, daha sonraki tarihte ödenir ise borç olarak adlandırılır. Ancak tanım tam olarak portföy yatırımlarını kapsamamaktadır (Bulutoğlu, 1970:5). Uras ise yabancı sermayeyi, *bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere, başka ülkelere kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği, mali ve teknolojik kaynaklardır* şeklinde tanımlamıştır (Uras,1979:27). Bir diğer tanımda ise yabancı sermaye; *bir ülkedeki mevcut sermayeye başka bir ülkenin sahipliği* olarak adlandırılmaktadır (Karluk, 1997:519). Diğer bir tanıma göre; Uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder. (Seyidoğlu, 1996:231). Sermaye hareketleri, ülkelerin ödemeler dengesi istatistiklerine ilişkin tablolarda, ödemeler bilançosunun ikinci bölümünde yer alan, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ile krediler ve mevduat olarak ön plana çıkan, ancak, artık cari işlemler dengesinin tamamlayıcı bölümü veya dış ticaretin finansmanı gibi bir amaçtan

ziyade kendi dinamikleri çerçevesinde hareket eden iktisadi bir olgudur (Güven, 2001:23).

Daha geniş tanıma göre yabancı sermaye; bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan sağlayacağı ve ekonomik gücü ile ulusal varlıklarına ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgisel (know-how) ve hizmetsel kaynaklara denilmektedir. Yabancı sermaye; konuyu değerlendiren ve adlandıran ülkenin ya da yerin sermayesi değildir. Bu sermaye, merkez olarak çıkılan ülkenin ya da yerin dışındaki dünya ülkelerinden herhangi birinden gelmiş olabilir. Yani o ülkenin, o merkezin ya da o yerin ulusal varlığı durumunda değildir. Başka bir bölgeden, başka bir ülkeden, başka bireyler, kurumlar, devletler ya da yatırımcılar tarafından o yere getirilmiş ve o ülkenin ulusal varlıklarına ödünç olarak, geçici olarak veya sürekli olarak eklenmiş bir dış varlık durumundadır. Bu dış varlık, geldiği yerde sürekli olarak kalabilir, geçici olarak kalabilir. Anılan varlığın çalıştırılması sonucu elde edilen karlar dışarıya transfer edilebilir veya var olan sermayeye eklenerek o ülkedeki yatırımlar artırılabilir (Erol, 2000:72).

Yapılan tanımlar birbirine benzemekle birlikte, bazı tanımlarda daha çok doğrudan yatırımlara bazılarında ise dolaylı yatırımlara atıfta bulunmaktadır. Sonuç olarak bir ülkeden, diğerine çeşitli nedenlerle ve çeşitli şekillerde aktarılan fon şeklinde ifade edilebilecek olan yabancı sermaye kavramının bu kadar çok tartışılıyor olma nedeni daha çok sermayenin geliş biçimidir.

Normal şartlar altında bir ülkenin ekonomik kalkınmasında yabancı kaynaklara başvurması, yeni kurulmuş ve büyümekte olan bir şirketin dış kaynaklara başvurması gibi normaldir. Ancak asıl önemli olan yabancı sermayenin hangi şekilde geldiğidir (Erdilek, 1998:15). Yabancı sermaye türlerinin yapısından kaynaklanan farklılıklar, örneğin kısa vadeli gelen borç sermayesinin hassas ve oynak yapısı ya da spekülatif olması, ayrıca devletin aldığı kısa veya uzun vadeli yabancı borcu verimsiz, üretimden daha fazla tüketim için kullanması gibi olasılıklar bu tartışmaları arttırmaktadır.

Araştırmanın bundan sonraki bölümünde, yabancı sermaye hareketlerinin sınıflandırmasına değinilmiştir ve yabancı sermaye türleri araştırmanın amacı kapsamında açıklanmıştır.

1.2. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması ve Türleri

Genel olarak sahip oldukları görelî önem nedeniyle birçok araştırmada doğrudan ve dolaylı şeklinde iki ana gruba ayrılan sermaye hareketlerini çeşitli şekillerde sınıflandırmak mümkündür. Bugüne kadar bu konuda farklı kriterlere göre birçok sınıflandırılma yapılmıştır. Örneğin; aktif ve pasif yabancı sermaye şeklinde yapılan sınıflandırmaya göre, oluşumundan sonra ekonomiye direkt olarak yeni istihdam ya da hasıla sağlayan sermayeye aktif, bunun dışında kalan yabancı sermaye türlerine ise pasif sermaye denilmiştir (Aslan, 2001:4). Yabancı sermaye yatırımları Bulutoğlu tarafından; ekonomik kalkınma amaçlı ve özel yatırımlar şeklinde sınıflandırılmıştır (Kılıçoğlu, 1998:3). Karluk ise uluslararası sermaye hareketlerini; özel sermaye hareketleri, kalkınma amaçlı, hibe ve kredi şeklindeki resmi sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları diye üç ana başlık altında toplamıştır (Karluk, 1997:535).

Benzer şekilde yabancı sermaye hareketleri, kullanıldığı amaca göre kalkınma amaçlı, savunma amaçlı, eğitim amaçlı, ticari amaçlı, vb. ülkede kaldığı süreye göre kısa ya da uzun vadeli; taraf olan kurumlara göre resmi yada özel şeklinde sınıflandırılabilir. IMF tarafından hazırlanan istatistiklerde yapılan sınıflandırma, fonksiyonlarına göre, yani doğrudan yatırım, portföy yatırımı, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar şeklinde olmaktadır. Avrupa Birliği tarafından yapılan sınıflandırmaya göre ise yabancı sermaye hareketleri, 13 gruba ayrılmıştır (İktisadi Kalkınma Vakfı, 2002:46).

1. Doğrudan yatırımlar
2. Gayrimenkul yatırımları
3. Normal olarak sermaye piyasasında yapılan menkul kıymet işlemleri (1, 4 ve 5 kapsamında olmayanlar)
4. Ortak yatırım girişimleri birimleri ile ilgili işlemler
5. Normal olarak para piyasasında işlem gören menkul kıymet ve diğer enstrümanlarla ilgili işlemler
6. Finans kurumlarındaki cari ve vadeli hesaplarla ilgili işlemler
7. Bir mukim olanın taraf olduğu ticari işlemler ya da hizmet temini ile ilgili krediler
8. Finansal borç ve krediler (1, 7 ve 11 'e dahil olmayanlar)
9. Kefaletler, diğer garantiler ve rehin hakları
10. Sigorta kontratlarının uygulanması ile ilgili transferler

11. Kişisel sermaye hareketleri
12. Finansal varlıkların fiziksel ithali ve ihracı
13. Diğer sermaye hareketleri

Sermaye hareketleri, ülkemizde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından hazırlanan ödemeler dengesi raporunda sermaye (finansman) hareketleri kaleminde gösterilmektedir. Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımları bu hesapta incelenmektedir. Ödemeler dengesi sistematığına göre yapılan sınıflandırmaya göre sermaye hareketleri temel olarak şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

a) Fonksiyonlarına göre;

- i) Doğrudan yatırımlar
- ii) Portföy yatırımları
- iii) Diğer yatırımlar
- iv) Rezerv varlıklar

b) Sektörlerine göre; Portföy ve diğer yatırımlar kaleminde, borçluya göre;

- i) Parasal yetkili (Merkez Bankası)
- ii) Merkezi Hükümet (Hükümet ve bağlı teşkilatlar, mahalli idareler vb.)
- iii) Bankalar (Kamu ve özel bankalar)
- iv) Diğer sektörler (Kamu ve özel kuruluşlar)

c) Vadelerine göre; Diğer yatırımlar kaleminde;

- i) Kısa vadeli (vadesi 1 yıla kadar olanlar)
- ii) Uzun vadeli (vadesi 1 yıldan uzun olanlar)

Doğrudan yabancı yatırımlar (Foreign Direct Investment-FDI), direkt olarak diğer bir ülkedeki varlıkların sahiplerine yapılan fabrika, teknoloji vb. konularda yapılan uzun süreli yatırımlardır. Yabancı portföy yatırımları (Foreign Portfolio Investment-FPI), riske uygun ve en yüksek getirinin sağlanması için diğer bir ülkede hisse senedi, tahvil, bono gibi yatırım araçlarına yapılan yatırımlardır.

Bu çalışmada araştırmanın amacı ve taşıdıkları önem göz önünde bulundurularak uluslararası doğrudan yatırım ve uluslararası portföy yatırımı kavramları ayrıntılı olarak anlatılmıştır ve ayrıca konuya açıklık getirmek amacıyla yabancı sermaye ile ilgili diğer kavramlara da kısaca değinilmiştir.

1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yatırım bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır. Tanımından da anlaşılacağı gibi, doğrudan yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferlerinin bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır (Karluk,2002:15).

Yapılan yatırımın doğrudan sayılabilmesi için üretim araçlarının tamamının yabancılara ait olması gerekmektedir. Yabancı yatırımcıya girişimin kontrolünü sağlayacak hisse paylarının bir kısmının elde edilmesi de doğrudan yatırım olarak sınıflandırılmaktadır.

Doğrudan yatırımlar uzun vadeli getiriler dikkate alınarak yapılan yatırımlardır. Özellikle gelişmiş ülkelerde artan rekabet ve maliyetlerde (özellikle işgücü maliyetlerindeki artış) hızlı artış sonucu, sermaye rekabetin az yüksek karın olduğu maliyetlerin düşük olduğu bölgelere doğru yatırımlarını artırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde piyasaların büyük çoğunluğunun aksak rekabet piyasalarından oluşması, sermaye sahiplerinin bu piyasalardan yüksek kar beklentisi bu yatırımların artmasındaki en önemli nedenlerden biridir.

Doğrudan yatırımlar, genellikle belli bir merkezden yönetilen ve dünyanın şitli ülkelerinde faaliyet gösteren çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Çok uluslu şirketler küresel rekabet nedeniyle tek bir merkezden üretim yapıp uluslararası pazarlara ulaşmak yerine doğrudan pazarın olduğu ülkelerde yatırım yapmayı tercih etmektedir (Cömert, 2000:2). Bu firmaların diğer ülkelerde yatırım yapmasının sebebi yatırımın kendi ülkelerine göre daha karlı olmasıdır. Ancak bu yatırım kararında sadece karlılık değil yatırımın riski de dikkate alınmaktadır. Bu riskler yatırımın yapılacağı ülkeye ve zamana bağlı olarak değişmekle beraber, ekonomik ve siyasi nitelikte olabilmektedir (Seyidoğlu, 1993:570).

Doğrudan yatırımlar içerisinde üç tip yatırım türünden bahsedebiliriz: Bunlar, öz sermaye, yatırıma dönüşmüş kazançlar ve şirket içi borçlanmalardır (UNCTAD, 1999:465). Yabancı yatırımcının, kendi ülkesi dışındaki bir işletmenin hisselerini almasına öz sermaye yatırımı denir. Yatırımcı tarafından çekilmeyen yani misafir ülkede bırakılan kazançlar, yeni yatırımlara dönüşmüş kazançlar olarak tanımlanır. Doğrudan yatırımcılarla, ilgili bağlı işletmeler arasındaki kısa veya uzun dönemli borç ve alacak fonları şirket içi borçlanmalar anlamına gelmektedir.

Doğrudan sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerin gelişmelerini pozitif yönde etkiler. Ülkenin hem gayri safi yurt içi hasılasını artırır, hem de işsizlik oranını azaltır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler doğrudan sermaye yatırımlarını kendine çekebilmek için çeşitli konularda teşvikler ve kolaylıklar sağlamaktadırlar. Tablo 1.1’de 1995–2003 yılları arasında birçok ülke tarafından yapılan ulusal düzenlemeler gösterilmiştir.

Tablo 1. 1 Doğrudan Yatırım ile İlgili 1995-2003 Yılları Arasında Yapılan Ulusal Düzenlemeler

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Yatırım rejiminde değişiklik									
Yapan ülke sayısı	64	65	76	60	63	69	71	70	82
Düzenleme sayısı	112	114	151	145	140	150	208	248	244
DYY Lehinde	106	98	135	136	131	147	194	236	220
DYY Aleyhinde	6	16	16	9	9	3	14	12	24

Kaynak: UNCTAD, *World Investment Report 2004: The Shift Towards Services*, tablo I.2.

Tablodan da görüleceği üzere, 1995–2003 yılları arasında birçok ülke, bu amaç doğrultusunda çeşitli yasal düzenlemeler yapmışlardır. Bu düzenlemelerin çok büyük bir bölümü doğrudan yabancı yatırımı teşvik amacıyla yapılmış, nispeten küçük bir bölümü ise, yabancı doğrudan yatırımların aleyhinde ve daha çok kontrol amaçlı yasal düzenlemeler yapma yoluna gitmişlerdir.

Tablo 1.2. Doğrudan Sermaye Çıkışlarının Bölgesel Dağılımı 1992–2003 (Milyar Dolar)

Bölge – Ülke	1992-1997 (Yıllık Ortalama)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Gelişmiş Ülkeler	275.7	631.5	1 014.3	1 083.9	658.1	547.6	569.6
Batı Avrupa	161.7	436.5	763.9	859.4	447.0	364.5	350.3
Avrupa Birliği	146.9	415.4	724.3	806.2	429.2	351.2	337.0
Japonya	20.2	24.2	22.7	31.6	38.3	32.3	28.8
ABD	77.6	131.0	209.4	142.6	124.9	115.3	151.9
Gelişmekte Olan Ülkeler	51.4	53.4	75.5	98.9	59.9	44.0	35.6
Afrika	2.2	2.0	2.6	1.3	-2.5	0.1	1.3
Latin Amerika Ve Karayipler	9.5	19.9	31.3	13.7	12.0	6.0	10.7
Asya Ve Pasifik	39.6	31.6	41.6	83.9	50.4	37.9	23.6
Güney, Doğu ve Güneydoğu Asya	39.0	32.5	39.2	80.0	45.1	34.7	23.5
Merkez ve Doğu Avrupa	1.2	2.3	2.5	4.0	3.5	4.9	7.0
Dünya	328.2	687.2	1 092.3	1 186.8	721.5	596.5	612.2

Kaynak: UNCTAD, *World Investment Report 2004*

Doğrudan yabancı sermaye hareketleri genellikle sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren firmalar tarafından yapılmaktadır. 1992–2003 yılları arasında doğrudan sermaye çıkışlarının ülkelere ve bölgelere göre dağılımını gösteren tablo 1.2’ye bakıldığında; en fazla sermaye çıkışının Batı Avrupa ülkeleri tarafından gerçekleştirildiği görülebilmektedir.

Doğrudan sermaye girişlerinin 1992–2003 yılları arasında bölgelere göre dağılımının gösterildiği Tablo 1.3 incelendiğinde Batı Avrupa ülkelerinin yine birinci sırada yerlerini aldığı görülmektedir.

Tablo 1.3. Doğrudan Sermaye Girişlerinin Bölgesel Dağılımı 1992-2003 (Milyar Dolar)

Bölge – Ülke	1992-1997 (Yıllık Ortalama)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Gelişmiş Ülkeler	180.8	472.5	828.4	1 108.0	571.5	489.9	366.6
Batı Avrupa	100.8	263.0	500.0	697.4	368.8	380.2	310.2
Avrupa Birliği	95.8	249.9	479.4	671.4	357.4	374.0	295.2
Japonya	1.2	3.2	12.7	8.3	6.2	9.2	6.3
ABD	60.3	174.4	283.4	314.0	159.5	62.9	29.8
Gelişmekte Olan Ülkeler	118.6	194.1	231.9	252.5	219.7	157.6	172.0
Afrika	5.9	9.1	11.6	8.7	19.6	11.8	15.0
Latin Amerika Ve Karayipler	38.2	82.5	107.4	97.5	88.1	51.4	49.7
Asya Ve Pasifik	74.5	102.4	112.9	146.2	112.0	94.5	107.3
Güney, Doğu ve Güneydoğu Asya	69.6	92.1	109.1	142.7	102.2	86.3	96.9
Merkez ve Doğu Avrupa	11.5	24.3	26.5	27.5	26.4	31.2	21.0
Dünya	310.9	690.9	1 086.8	1 388.0	817.6	678.8	559.6

Kaynak: UNCTAD, *World Investment Report 2004*

Tablo 1.2 ve Tablo 1.3 birlikte incelendiğinde gelişmiş ülkelerin doğrudan sermaye çıkış tutarları; gelişmekte olan ülkelere oranla yaklaşık 10 kat fazla iken, doğrudan sermaye girişlerinde bu oran 2 katına düşmektedir.

1.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle hükümet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşir. Ayrıca, para piyasası araçları ile finansal türevleri içermektedir.

Portföy yatırımlarının azalıp artmasında dış alemdeki ve yurtiçindeki faiz oranları ve yatırım yapılan ülkedeki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getirdikleri kazançlar gibi konularla ilgilenerler.

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar vardır. İlk önemli fark, yabancı ülkedeki yerleşik yatırımların yönetim ve denetim hakkıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır.

Çalışmanın ikinci bölümünde yabancı portföy yatırımları hakkında daha fazla bilgi verilmeye çalışılacaktır.

1.2.3. Uluslararası Yabancı Sermaye Yatırımları İle İlgili Diğer Kavramlar

Bu başlık altında bazı kavramların tanımları verilerek gerekli açıklamalar kısaca yapılmıştır.

1.2.3.1. Rezerv Varlıklar

Rezerv varlıklar, ülkenin parasal yetkilisi tarafından ülke ödemelerinin kontrolü ve ödemelerde ortaya çıkan dengesizliklerin dolaylı olarak döviz kurlarına müdahale yolu ile düzenlenmesine yönelik olarak kullanıma hazır olan dış varlıklardır. Rezerv tanımı, merkezi otoritenin doğrudan ve etkili kontrol kavramını içermektedir. Ayrıca, yurtdışından borçlanmada teminat, güven sağlayıcı unsur; yurtiçinde ise bazı gereksinimlerde yeterlilik ölçüsü olması da rezerv tutulmasına neden olmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

1.2.3.2. Diğer Yatırımlar Kalemi

Diğer yatırımlar kalemi, ödemeler bilançosunda, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv kalemleri dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerinin gösterildiği bölümde yer almaktadır. Portföy yatırımlarında olduğu gibi, varlık ve yükümlülük ayrımında, türlerine ve sektörüne göre alt ayrımlar bulunmaktadır (www.tcmb.gov.tr). Bu hesap altında ithalat ve ihracat ile ilgili krediler, finansal ödünç

verme ve borçlanmalar kısa uzun ayırımına tabi tutularak yer alır. Vadesi 1 yıldan az olanlar kısa, vadesi 1 yıldan fazla olan işlemler ise uzun vadeli olarak kabul edilir.

1.2.3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda sermaye ve finans hesabının alt kalemi olan diğer yatırımlar kısmında yer almaktadır. Ancak literatürde kısa vadeli sermaye hareketleri farklı şekillerde tanımlanmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda yer alan, bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilmeyen artık bir kalemdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkanlarının değerlendirilmesi ilkesi ile hareket eden ve geriye dönüş kabiliyeti yüksek sermaye hareketleridir (Kaya, 1998:80).

Bu tür sermaye hareketlerinin spekülasyon amaçlı ve kalıcılığının düşük olması nedeniyle literatürde sıcak para şeklinde de anılmaktadır. Sıcak para denilen sermaye hareketleri yurtdışında yerleşiklerin kısa vadeli fonlarının yurtiçine getirip yerli paraya çevirerek yerli para lehine olan arbitraj imkanlarından yararlanmak amacını gütmektedir.

Korkut Boratav (2001:9) sıcak parayı, kısaca “arbitraj arayan sermaye hareketleri” olarak tanımladıktan sonra; hisse senetlerine, kısa vadeli borç senetlerine (hazinenin veya özel sektörün bonolarına) yönelen portföy yatırımlarını, bankalara ve diğer özel aktörlere açılan (ancak ticari kredileri içermeyen) kısa vadeli kredileri ve banka mevduatında veya banka dışı diğer varlıklardaki değişimleri sıcak para olarak nitelendirmiştir.

Kaya (1998:102) sıcak para tanımını iki şekilde yapmıştır:

- Portföy yatırımları(net) + ticari bankaların döviz tevdiat hesapları + bankaların sağladığı krediler + net hata noksan kalemi
- Portföy yatırımları (borç senetleri) + kısa vadeli sermaye hareketleri(net)

1.2.3.4. Resmi Sermaye Hareketleri

Askeri, politik, kültürel, ahlaki vb. nedenlerle başka bir ülkeye bağış veya da borç şeklinde hareket eden ve tarafları resmi kurumlar olan sermaye hareketi türüne resmi sermaye hareketleri denir. Bu yardımlar ve borçlar karşılığında ticari amaç güdülmemektedir. Genellikle düşük faizli ve uzun vadeli kredi şeklinde gerçekleşir.

Resmi olarak borçlanmada artık devlet kendisi direkt olarak borç vermemekte, ya uluslar arası kredi kuruluşlarına baskı yaparak veya da bankalara kefil olarak bir ülkeye kredi açılmasını sağlamaktadır. Devletler bir ülkeye borç verirken artık sadece siyasi çıkarları da olsa borcun geri ödenmesi için garanti almış olmaktadır.

Bir ülkeden borç alan ülke normal uluslararası piyasalardan alabileceği faiz oranlarından daha düşük faizle borçlandığı için borç alan ülkeler açısından olumlu etkiler yaratmaktadır. Resmi sermaye hareketlerinde vade de uzun olduğundan borç alan ülke borcu uzun vadede kullanacağından ülke ekonomisi açısından pozitif etkiler yaratmaktadır.

1.2.3.5. Özelleştirme

Mülkiyeti ve yönetimi kamuya ait olan iktisadi üretim birimlerinin özel sektöre devri şeklinde tanımlanabilecek olan özelleştirme kavramı ilk defa 1979 yılında İngiltere’de Muhafazakâr Partinin seçim manifestosunda yer almış, ilk özelleştirme uygulamaları da yine İngiltere’de Muhafazakâr Parti döneminde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Kasım 1980’de ABD’de başkanlık seçimlerinin Ronald Reagan tarafından kazanılması ile uygulama dünyaya ihraç edilir hale gelmiştir (Öztürk:2004).

1980’lerden sonra ülkeler arasında hızla yaygınlaşmaya başlayan özelleştirme hareketleri, özellikle az gelişmiş ülkelerdeki yetersiz tasarruf düzeyi nedeniyle sermaye hareketlerini ülkeye çekmek için bir yöntem haline gelmiş ve yabancı sermayeli kuruluşlar ise yeni yatırımlar yapmak yerine devletin sahip olduğu bu kuruluşları satın

alma yoluna gitmişlerdir. Hiç şüphesiz, bu kuruluşların çoğunun piyasada tek el veya oligopol yapıda olması, bu süreci hızlandırmada önemli rol oynamıştır.

1.3. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri

Yabancı sermaye yatırımlarının başlıca nedeni uluslararası kar farklılıkları; yani yurt dışında sağlanan karın yurt içinde sağlanan kardan daha yüksek olmasıdır. Esas amaç karlılık ve kar transferi olmakla birlikte yabancı sermayenin yatırımlarını yaparken dikkat ettiği başka etkenler de vardır. Bunlar, ekonomik, siyasi, psikolojik, ahlaki ve moral değerler olarak sıralamak mümkündür.

Yabancı sermaye için bu etkenlerin en önemlisi olan ekonomik etkenlerin kapsamına; iç pazar büyüklüğü, ulusal gelirin büyüme hızı, dış ticaret ve kambiyo rejimi, ücret, yabancı yatırımlara uygulanan vergi yükümlülükleri ve vergisel avantajlar, enflasyon ve devalüasyon oranları, kalkınma ve büyüme hızı, dış borç yükü, ödemeler dengesi, dışalım ve dışsatım gelirlerinin ve dış ticarete konu ürünlerin kompozisyonu, uluslar arası finans çevrelerinin o ülkeye ilişkin değerlendirmeleri, o ülke ekonomisinin uluslar arası piyasalarla bütünleşme düzeyi gibi konular girmektedir.

Portföy yatırımlarına neden olan etkenler ile doğrudan yatırımlara neden olan etkenler, her iki yatırımın daha fazla getiri elde etmek için yapılıyor olması dışında, bu yatırım türlerinin karakteristiklerinden kaynaklanan farklılıklar nedeniyle çeşitlilik gösterir. Genel olarak doğrudan yatırımlara neden olan faktörler, yatırımı yapan firmalar açısından, ABD özelinde, aşağıdaki tabloda değerlendirilmiştir.

Tablo 1.4. Yabancı Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Nedenleri

Faktörler	AĞIRLIK (%)
Yeni Pazarlar Elde Etme	48
Kar Maksimizasyonu	20
Hammadde ve Yarı Mamul Madde Sağlamak	13
Diğer Firmalarla Rekabet	10
İşçi Ücretlerinin Düşüklüğü	6
Diğer Etmenler	3
Toplam	100

Kaynak: Ahmet Erol, "Yabancı Sermaye ", *Mükellefin Dergisi* , Eylül 2000 Sayı:93, s.80.

Yukarıdaki tabloda ABD'de yapılan bir araştırmanın sonuçları verilmiştir. Bu araştırmada firmaların uluslararası yatırım kararlarında etkili olan faktörler ortaya

konulmaya çalışılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre doğrudan yatırımlara neden olan temel faktörler, tablodan da görüleceği üzere sırasıyla; yeni pazarları elde etmek, kar maksimizasyonu sağlamak ve hammadde ve yarı mamul sağlamak olmuştur (Erol, 2000:80).

Bu tez çalışmasının asıl konusunu oluşturan, yabancı portföy yatırımları, yabancı portföy yatırımlarının nedenleri, ülke ekonomilerine etkileri ve bu konuda diğer ülke deneyimleri araştırmanın ikinci bölümünde incelenmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, ülke riski, kambiyo ve kur riski, ekonomik risk, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarındır (İMKB, 1994:8).

Portföy yatırımları, genellikle devlet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşir. Ayrıca, bunun dışında para piyasası araçları ile finansal türevleri içermektedir. Genel olarak, sabit finansal araçlara yönelik yatırımlar ve hisse senetlerine yönelik yatırımlar şeklinde iki kısma ayırabileceğimiz portföy yatırımları, sahip oldukları yüksek getiri ve risk potansiyeli nedeniyle diğer yabancı sermaye türlerinden ayrılır.

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkul kıymete yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir (Seyidoğlu, 1993:257).

Portföy yatırımlarının azalıp artmasında yurtdışındaki ve yurtiçindeki birçok faktör etkili olabilmektedir. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getirdikleri kazançlar gibi konularla ilgilenirler. Bir ülkeden diğerine çok hızlı hareket eden portföy yatırımları diğer yabancı yatırımlara göre daha karmaşıktır. Çünkü portföy yatırım kazançları, ülkenin makroekonomik göstergelerine daha fazla bağlıdır. Örneğin kurda ya da faiz oranlarında yaşanacak küçük bir değişim bir anda çok yüksek hareketliliğe neden olabilir. Portföy

yatırımlarının ülkede uzun süreli kalması aşağıda belirtilen faktörlere bağlıdır (CSIS; 2002):

- Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı,
- Döviz kurlarında istikrar,
- Genel makroekonomik istikrar,
- Yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması,
- Yabancı bankacılık sisteminin genel durumu,
- Tahvil ve hisse senedi piyasasının likiditesi,
- Faiz oranları.

En önemli özelliği, yüksek likidite olan portföy yatırımları zaman zaman makroekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunmaktadır. Bu yatırımlarda gerçekleşen aşırı dalgalanmalar özellikle sermaye piyasaları çok gelişmemiş ve sığ olan gelişmekte olan ülkeleri ciddi anlamda tehdit eder. Bu konudaki tartışmalar araştırmanın sonraki bölümünde incelenmiştir.

Tablo 2.1’de 1993-2003 yılları arasında, küresel portföy yatırımlarında gözlenen değişimler üzerinde durulmuştur. Bretton Woods döneminden bu yana ödemeler bilançosu sürekli cari açık veren ABD’nin portföy yatırımlarında ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Yıllar itibariyle portföy yatırım tutarlarında gerçekleşen artış trendi ve bu yatırımların daha çok gelişmiş ülkelere yapılıyor olması yine tablodan rahatlıkla görülebilir.

Tablo 2.1 Global Portföy Yatırımları, Giriş (Milyar Dolar)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ABD	111.0	139.4	210.4	332.8	333.1	187.6	285.6	436.6	428.3	427.9	544.5
Kanada	41.4	17.2	18.4	13.7	11.7	16.6	2.7	10.3	24.6	13.4	13.2
Japonya	-6.1	64.5	59.8	66.8	79.2	56.1	126.9	47.4	60.5	-20.0	81.2
İngiltere	43.6	47.0	58.8	68.0	47.05	35.2	183.9	255.6	69.6	76.6	153.6
Euro Bölgesi							282.9	270.7	311.3	273.7	342.7
Gelişmekte Olan Ülkeler	94.7	93.7	38.0	113.8	88.3	35.2	113.8	75.4	-8.0	-21.4	49.2

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, 2005

2003 yılında, dünyada gerçekleşen portföy yatırımlarının ülkelere göre yüzdesel dağılımı diğer tablo tablo 2.3'te, sermaye ihraç eden ülkeler ayrıntılı olarak sunulmuştur.

Tablo 2.2. Portföy İhraç Eden Ülkelerin Yüzdesel Dağılımı Net (2003)

Ülke	Yüzde (%)
Japonya	20.5
Almanya	7.8
Çin	6.9
İsviçre	6.4
Rusya	5.3
Tayvan	4.5
Suudi Arabistan	4.4
Norveç	4.3
Singapur	4.2
İsveç	2.9
Hong Kong	2.6
Kanada	2.6
Hollanda	2.3
Diğer	25.2
Toplam	100

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, 2005

Yukarıdaki tabloda, sürekli olarak ödemeler bilançosu fazlası veren Japonya'nın ilk sırada yer aldığı görülmektedir. 2003 yılında en çok yabancı portföy yatırımı ihraç eden, bir başka deyişle yurtdışında en çok fon yatırımı bulunan ülke Japonya'dır. Japonya'dan 2003 yılında dünya portföy yatırım tutarının %20'si oranında portföy yatırımı ihraç edilmiştir ve bunun büyük bir bölümü ABD'ye yönelik olmuştur. Japonya'yı sırasıyla, Almanya, Çin ve İsviçre ülkelerinde yaşayan yatırımcılar izlemiştir.

Tablo 2.3. Portföy İthal Eden Ülkelerin Yüzdesel Dağılımı (2003)

Ülke	Yüzde
ABD	71.5
İngiltere	4.1
Avustralya	4.1
İspanya	3.2
İtalya	3.0
Yunanistan	1.4
Meksika	1.2
Diğer	11.6
Toplam	100

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, 2005

Yine 2003 yılında gerçekleşen portföy yatırımlarını ithal eden yani yabancı yatırımcılar tarafından yurt içinde yapılan portföy yatırımlarının yüzdesel dağılımına baktığımızda, ABD'nin %71.5 ile dünyada en çok yabancı portföy yatırımı ithal eden ülke olduğunu görmekteyiz. Bir başka ifade ile 2003 yılında yapılan her dört birimlik net yabancı portföy yatırımının yaklaşık üçünün ABD'ye yapıldığını görülmektedir. Bu ülkeyi sırasıyla %4.1 ile İngiltere ve Avustralya, %3.2 ile İspanya takip etmektedir.

Tablo 2.4. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar \$)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^T
Afrika	2,9	7,0	3,7	8,7	-1,7	-8,4	-0,5	-0,1	1,4	1,1
Merkez ve Doğu Avrupa	1,9	5,4	-1,4	5,7	3,1	0,5	1,5	7,0	9,2	10,0
Asya	32,5	6,7	8,1	56,1	19,8	-56,9	-59,6	5,5	12,0	-1,8
Orta Doğu	1,0	-2,7	-2,1	-2,3	-0,3	-7,9	-15,6	-16,7	-33,3	-27,5
Güney Yarım Küre	48,2	29,4	25,8	1,5	1,3	-9,4	-17,1	-1,7	-2,8	3,0

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, 2005

Tablo 2.4'de gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı portföy yatırımlarının 1996-2005 yılları arasındaki seyri verilmiştir. Yukarıdaki tablolardan anlaşılacağı üzere, gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre, daha az portföy yatırımı çekmektedir. Ancak bu ülkelerin milli gelirleri, sermaye piyasalarının büyüklüğü ve dünya ticaretinden aldıkları pay göz önünde bulundurulduğunda bu tutarlar hiç de azımsanmayacak miktarlardadır. Yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere, yabancı portföy yatırımları, gelişmekte olan ülkeler arasında en çok Güney Yarımküre'de bulunan ülkelere yapılmış ve son yıllarda bu oran azalma eğilimine girmiştir. Bu ülkeler arasında Meksika, Brezilya ve Arjantin gibi Güney Amerika ülkeleri başta gelmektedir. Yine Asya, özellikle Çin, Singapur, Hong Kong ve Güney Kore 90'lı yılların sonunda yabancı portföy yatırımları için cazibe merkezi iken zamanla, yaşanan krizlerin de etkisiyle bu özelliğini kaybetmiştir. Ortadoğu ülkelerinde ise yabancı portföy yatırımı girişinden çok çıkışları yaşanmıştır ve çıkışlar seneler itibariyle artarak devam etmiştir.

2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Son yıllarda, özellikle uluslararası finans piyasalarında yaşanan çeşitli gelişmeler yabancı portföy yatırımlarının hem hacim olarak artmasında hem de bu kadar çok tartışılıyor olmasında başrol oynamaktadır. Bu yüzden, araştırmanın bu bölümünde

öncelikle bu gelişmelerden bahsedilecek daha sonra diğer nedenler üzerinde durulacaktır.

2.1.1. Uluslararası Finans Piyasalarında Yaşanan Gelişmeler

Bu bölümde, finans piyasalarında yaşanan ve yabancı portföy yatırımlarına etki eden faktörlerden bahsedilecektir.

2.1.1.1. Finans Piyasalarında Sınırlamaların ve Kontrollerin Kalkması

Belki de yaşanan en önemli değişiklik olarak adlandırılabilir bu süreçte, ulusal anlamda faiz ve döviz piyasalarındaki sınırlamalar terk edilmiş ve uluslararası anlamda sermaye hareketlerine serbesti getirilmiştir. Yirminci yüzyılın son çeyreğinde, gerek genel ekonomi ve gerekse mali piyasalarla ilgili olarak ortaya çıkan bu yeni yaklaşıma göre, piyasalarla ilgili olarak kısıtlama getiren düzenlemelerin yürürlükten kaldırılması, devletin ekonomideki rolünün azaltılması ve sonuçta kaynak dağılımının, üretim ve fiyatlandırmanın piyasa güçlerine terk edilmesi gerektirmektedir.

Liberalizasyon ve deregulasyon olarak adlandırılan bu süreç, sanayileşmiş ülkelerde başlamış olmakla beraber, 1980'li yıllarda bir çok gelişmekte olan ülkenin de katılımıyla uluslararası düzeyde hakim bir paradigmaya dönüşmüştür. Liberalizasyon alanında atılan adımların en önemlileri, ulusal anlamda faiz oranları ve kredi sınırlamaları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ile döviz piyasalarında kurların serbest piyasada oluşumuna terk edilmesi ve uluslar arası anlamda sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve böylece piyasa mekanizmasının etkin işleyişinin önündeki engeller giderilmesidir (Alp,1999:85).

2.1.1.2. Finansal Araçların Çeşitlilik Kazanması

Finansal sistemin liberalleşmesi ve küreselleşmesi yeni finansal araçları gündeme getirdiği gibi, uygulanmakta olan finansal araçlara da yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler sadece piyasalarda ve hizmetlerde değil ürünlerde de ortaya çıkmıştır. Dünyada şu anda paranın veya diğer finansal varlıkların kullanılabildiği yaklaşık 150 civarında enstrüman vardır (Akdiş;2002:5).

Organize türev menkul kıymet borsalarının çoğalması ve yayılması sonucu hemen hemen her türlü kişisel veya kurumsal yatırımcının risk yönetim ihtiyacını

giderici mahiyette çok çeşitli yeni finansal araçlar tasarlanmış ve ticarete sokulmuştur. Sadece birkaç örnek vermek için opsiyonları, vadeli kontratları, swap kontratları, değiştirilebilir tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetleri, opsiyon ekli tahvil ve senetleri sayabiliriz.

2.1.1.3. Teknolojik Gelişmeler

Bilişim teknolojileri ile telekomünikasyon ve ulaştırma alanlarında sağlanan olağanüstü gelişmeler, piyasa katılımcılarının çok farklı mekanlarda da bulunsalar, değişik finansal merkezlerde işlem yapabilmelerine, bu işlem kararlarını almalarına yardımcı olan enformasyona ulaşmalarına ve yeni finansal ürünlerin dizayn edilip kullanılmasına, bu finansal ürünlerin takas ve saklamasının, mekan değiştirmesinin gerçekleştirilmesine imkan tanımış olup, günümüzde gerek ulusal ve gerekse uluslararası finansal merkezlerde gerçekleştirilen işlemler oldukça yüksek hacimlere ulaşmış ve 24 saat devam eder bir hal almıştır.

2.1.1.4. Piyasalarda Rekabetin Artması

Yukarıda ana hatları ile ortaya konmaya çalışılan gelişmeler, ulusal ve uluslararası anlamda piyasaların etkin çalışmasına ve bunun sonucunda fon arz ve talebinde rekabetin artmasına neden olmuştur.

2.1.1.5. Diğer Gelişmeler

Finans piyasalarının daha istikrarsız bir hale gelmesi ve geçmiş yıllarda yaşanan krizler nedeniyle, piyasaların daha etkin ve güvenlik içinde işleyişini sağlamak için ulusal ve uluslararası kuruluşlar tarafından (Bunların en önemlileri IMF, Dünya Bankası, Basel Komitesi ve IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasası Kuruluşları Örgütü)) bazı çalışmalar yapılmaktadır. Bugün bu çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlar/tavsiyeler bir çok ulusal ekonomi tarafından uygulanmaktadır. Bankacılık krizi sonrası Türkiye’de de yaşanan bu gelişmeler şu şekilde sıralanabilir (Alp,1999:85):

- Piyasa katılımcılarının daha öngörülü hareket etmelerinin sağlanması yönünde bazı standartların getirilmesi ve düzenleme yaklaşımının piyasaların

sınırlanmasından, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumların daha sağlam bir yapıda faaliyet göstermesi boyutuna kayması,

- Mali piyasalarda şeffaflığın sağlanması ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının öneminin artması
- Gözetim sistemlerinin geliştirilmesi ve uluslararası anlamda işbirliği ve koordinasyonun sağlanması
- Uluslararası mali kurumların yeniden yapılandırılması ve uluslararası piyasalarda nihai kreditor fonksiyonunu görece merkez bankası benzeri bir mali kurumun şekillendirilmesi
- Çok uluslu mali kurumların finansal risk yönetimi konusunda geliştirilmeleri ve faaliyetlerinin daha şeffaf hale gelmesi

2.1.2. Yatırımda Taraf Olan Ükelere Yönelik Nedenler

Yabancı yatırımcıların bir ülkeye portföy yatırımı yaparken dikkate aldığı çeşitli faktörler vardır. Düşük kredi değerliliği, yüksek ve değişken enflasyon hızı, gelişmekte olan hisse senedi piyasasında sınırlamalar, düzenli bir muhasebe sisteminin bulunmaması, modern iletişim eksikliği, uluslararası menkul kıymet ve ülke fonu sayısının azlığı, uzun dönemde büyüme hızının yavaşlaması, döviz kurları faiz oranlarının sürekli dalgalanması, ülkede türev piyasaların varlığı gibi unsurlar bir ülkeden diğerine gerçekleşen portföy akımlarını etkilemektedir. Bu gibi yatırım yapılan ülkeye özgü unsurlara çekici faktörler denir. Ancak uluslararası yatırımın gerçekleşmesi için sadece yatırım yapılan ülkede yada piyasada bu gibi faktörlerin varlığı yeterli olmayabilir. Yatırımın geldiği ülkede faiz oranlarının düşük olması, yada düşecek olması yönünde piyasada oluşan beklentiler, sermaye piyasalarında düşük getiri oranları, iyi çeşitlendirme yapamama gibi faktörler yabancı portföy akımlarına neden olabilir. Bu tür faktörlere ise itici faktörler denir.

1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelere doğru gözlemlenen portföy sermaye hareketlerinde, gelişmiş ülke piyasalarının düşük getiri oranları sermayenin ülke dışına çıkmasında itici faktörler olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarının yüksek getiri oranlarına sahip olması ve yabancı yatırımcıya portföy çeşitlendirmesi imkanı sağlaması da çekici faktörler olmuştur (Aggarwal, 1995:235).

Gerçektende gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasaları, gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarından daha yüksek getiri imkanına sahip olabilmektedir. Çünkü, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yüksek büyüme hızına sahip olması, belirli sektörlerin henüz yeni gelişiyor olması, işgücü maliyetlerinin gelişmiş piyasalara göre ucuz olması ve firmaların sektörde tekel konumunda bulunması gibi piyasa yapısıyla ilgili faktörler, gelişmekte olan ülke firmalarının karlılığını artırmaktadır. Ayrıca, hükümet düzenlemeleriyle işletmelerin düşük maliyetli kaynak kullanabilmesi, üretim girdilerinin devletten ucuza temin edilebilmesi, ihracatta sübvansiyon uygulamasının varlığı ve üretilen mal ve hizmetlerin sunulduğu piyasaların rekabetten korunmasına dönük politikalar gelişmekte olan ülke firmalarının sahip olduğu diğer avantajlar arasındadır (Aggarwal, 1995:235).

Literatürde portföy yatırımlarının yönelimine etki eden faktörleri araştıran bir çok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalarda, farklı zaman dilimleri, farklı istatistik yöntemleri kullanılmış ve gerek sermayenin girdiği ülkeye özgü gerekse sermaye ihraç eden ülkeye özgü bir çok değişkenin bu yönelimdeki etkinliği test edilmiştir. Yapılan bu çalışmalarda, sermaye ihraç eden ülkelerin tahvil faiz oranları ve hisse senedi piyasası getiri oranlarındaki değişikliklerin, benzer şekilde sermaye ithal eden ülkelerde ise piyasalarda var olan yüksek getiri imkanları, yapısal reformlar, politik gelişim, özelleştirme faaliyetleri ve hedef döviz kurlarının önceden ilan edilmesi gibi değişkenlerin portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Örneğin, Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketleri bölge ülkelerinin dışında meydana gelen gelişmelerden daha fazla etkilenmekte, özellikle de ABD'deki faiz oranlarının düşmesi ve yaşanan ekonomik durgunluk bölgeye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklayan önemli değişkenler olmaktadır (Calvo-Leiderman ve Reinhart, 1993:108).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının nedenlerinin araştırıldığı bir başka çalışmada, portföy sermaye hareketlerini yönlendiren temel gücün uluslararası faiz oranları olduğu, ülkeye özgü faktörlerin de ikincil derecede öneme sahip olduğu görülmüştür (Fernandez,1996:413). Sermaye hareketlerinin nedenlerinin % 14'ü alıcı ülkelere özgü faktörlerce açıklanırken, % 86'sı dış faktörlerce (sermaye sahibi ülkelere özgü faktörlerce) açıklanmaktadır. Arjantin, Kore ve Meksika'ya yönelen sermaye hareketlerinde ülkeye özgü faktörlerin etkisi ön plana çıkmakla birlikte, dış faktörlerin

etkinliği de belirgin olarak hissedilmektedir. İç faktörler içerisinde yer alan ülkenin kredi değeriindeki düzelmeler, sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamakta bazı ülkelerde etkili olabilmektedir (Fernandez, 1996: 412).

Frankel ve Okongwu (1996) tarafından yapılan çalışmada Latin Amerika' ya yönelen portföy sermaye hareketlerinin nedenlerinin yaklaşık yarısı ABD faktörlerince açıklanırken, Doğu Asya'ya yönelik sermaye hareketlerinde ABD faktörleri ülke faktörlerinden daha az açıklayıcı olmuştur. Konu borçlu ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasa fiyatları ve ülkelerin kredi değeri oldukları açısından ele alındığında, uluslararası faiz oranlarının düşmesinin borçlu ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasa fiyatlarını yükselttiği, kredi değeri olduklarının artmasıyla birlikte ülkelerin büyük sermaye hareketlerine ev sahipliği yaptığı, fakat gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının tekrar yükselişe geçmesiyle, tahvillerin ikincil piyasa fiyatlarının düştüğünü ve sermaye hareketlerinin azaldığı görülmüştür (Dooley, Fernandez ve Kletzer, 1996:27).

Sonuç olarak, hem sermayenin yöneldiği ülkeye özgü faktörlerin hem de uluslararası piyasalarda ve gelişmiş ülkelerde meydana gelen değeri değişikliklerinin portföy yatırımlarında etkili olduğunu ancak, yabancı portföy yatırımlarının yöneldiği ülkeye göre, dış faktörlerin iç faktörlerdeki değeri değişikliklerine oranla, portföy sermaye hareketlerinin nedenlerini daha iyi açıkladığını söyleyebiliriz.

2.1.3. Uluslararası Portföy eşitlendirme

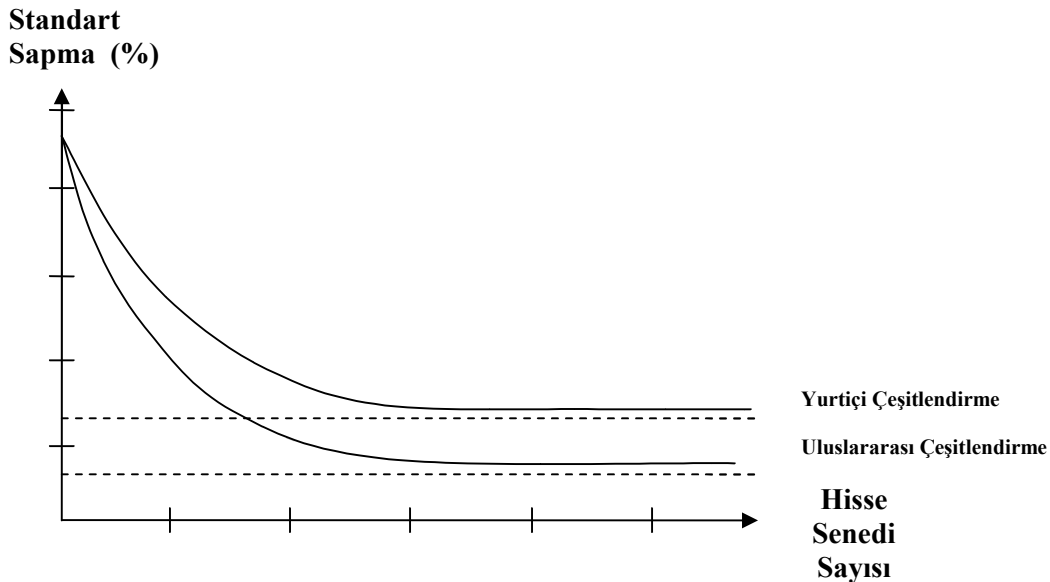
Son yıllarda portföy yatırımlarındaki artışın bir diğer nedeni, gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerinin, gelişmiş ülke yatırımcıları için iyi bir portföy çeşitlendirme imkanı sağlıyor olmasıdır. Aynı ekonomi içerisinde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinden oluşturulmuş bir portföyün faydasının sınırlı kalması, portföyün sistematik riskinin yurtiçi çeşitlendirmeyle belirli bir noktadan sonra düşürülebilmesi, uluslararası çeşitlendirmeyi cazip hale getirmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasaları arasında var olan düşük korelasyon, portföy çeşitlendirme yapmak isteyen kişisel ve kurumsal yatırımcıların bu imkanı kullanmalarını sağlamakta ve bu da özellikle, gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına olan fon akışını artırmaktadır.

2.1.3.1 Yabancı Portföy Yatırımlarında Uluslararası Çeşitlendirme

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

Bir yatırımcı sadece yurtiçi finansal varlıklara yatırım yaptığı takdirde, potansiyel finansal varlık kümesinin önemli bir kısmını portföyü dışında bırakmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak, gereğinden fazla risk taşırken, elde edebileceği daha yüksek potansiyel getiriden de mahrum kalabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımları portföye konulabilecek yatırım araçları kümesini büyütür. Buda yatırımcılara, aynı beklenen getirileri sağlayacak yatırımlardan riski daha düşük olanının yada aynı risk değerlerine sahip olanlardan getirisi daha yüksek beklenenin tercih edilmesinde daha fazla olanak sunar.

Portföyde yabancı menkul kıymetlere yer verilmesi, portföyün toplam riskinin düşmesine neden olmaktadır. Şekil 2.1'de görüldüğü üzere, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, sırf yurt içi menkul kıymetleri kapsayan bir portföye göre çok daha az risklidir.



Şekil 2.1. Uluslararası Çeşitlendirme

Kaynak: Solnik, B. (1996:106), "International Investments" Addison-Wesley Publishing Company, 3rd Edition, Massachusetts

ABD’de yapılan bir araştırmada tamamen çeşitlendirilmiş bir ABD nin hisse senetlerinden oluşan portföyün riskinin, tipik bir ABD şirketinin hisse senedi riskinin %27’si dolayında olduğu görölmüştür. Yani söz konusu ölkede tam bir portföy çeşitilmesi, bireysel hisse senedi yatırımla karşılaştırıldığında portföy riskini %73 oranında azaltmaktadır. Aynı araştırmada, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföyün risk düzeyi tipik bir Amerikan hisse senedi risk düzeyinin %12’si olarak bulunmuştur. Diğer bir ifade ile, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, sırf yerli menkul kıymetlerden oluşan portföye göre yarı yarıya daha az risklidir (Solnik, 1996:106).

Bununla birlikte, uluslararası portföy yatırımlarının, yurtiçi yatırımlardan farklı olarak, taşıdığı bazı risk unsurları vardır.

2.1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımlarında Risk Faktörleri

Uluslararası portföy yatırımları; kullanılan finansal aracın türüne, yatırım yapılan öлкеye yada bölgeye ve yatırımcının risk tercihlerine göre bazı risk unsurları içerir. Bu riske maruz kalabilecek olan kazançlar ulusal yatırım ile elde edilebilecek olanlardan farklıdır. Uluslararası yatırımcı, gerçekleştirdiği yatırım sonucunda üç tür kazanç elde etme olanağına sahiptir;

- a) Temettü veya faiz geliri,
- b) Sermaye (alım-satım) karı/zararı,
- c) Kur farkı sebebiyle elde edilen kar/zarar.

Yatırımcıların dış piyasalarda yönelebileceği kıymetler arasında, sabit faizli tahviller, hisse senetleri, değişken faizli tahviller veya vadeli işlem sözleşmeleri gibi yatırım veya spekülasyon amaçlı çeşitli araçlar olabilir. Dış piyasalarda işlem gören kıymetlere yatırım yapıldığında, farklı para birimleri üzerinden varlıklara sahip olunması nedeniyle yatırımcının diğer ölkenin piyasasına girdiği ilk andan, piyasadın çıktığı ana kadar olan süre içerisinde birçoğ risk faktörü ile karşı karşıya kalır.

Bu riskler finans literatüründe iki temel gruba ayrılmaktadır:

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

Sistematik risk kavramı aynı pazarda bulunan her bir finansal varlığın sahip olacağı piyasa riskini ifade etmektedir. Portföy çeşitlendirmesi yaparak sistematik riskten kaçınmak mümkün değildir. Global risk de denilen bu riskin kaynağını, dünya piyasalarını geniş kapsamda etkileyen her türlü olaylar oluşmaktadır. Piyasaların gün geçtikçe, birbirine daha çok entegre olması ile bu risk faktörünün önemini arttırmıştır.

Sistematik olmayan risk kavramı ise çeşitlendirme yolu ile ortadan kaldırılabilen risk gruplarını içermektedir. Bunlar arasında, bir ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal koşullarıyla bağlantılı tüm riskleri içeren ülke riski veya yatırım yapılan ülkenin para cinsine göre ortaya çıkabilecek kur riski, yatırım yapılan faaliyet kolundan kaynaklanan sektör riski ve firma riski sayılabilir.

2.2.Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkileri ve Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri

Tüm dünyada, finansal entegrasyonla birlikte, sermaye akışkanlığının ileri boyutlar kazandığı bir süreç başlamıştır. Bu süreç ve beraberinde getirdiği yenilikler, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların gelişmesine katkı sağlayabilmektedir. Neo klasik iktisat teorisine göre, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki artışlar, tasarrufların global dağılımının daha verimli hale gelmesini sağlamakta, sermayenin verimliliğinin yüksek olduğu alanlarda kullanılmasına yardım etmekte böylelikle ekonomik büyümeyi ve refahı artırıcı bir rol oynayabilmektedir (Fisher ve diğerleri, 1998:32). Konuya tek bir ülke açısından bakıldığında, finansal bütünleşme yatırımlarda kullanılabilir kaynaklarda bir artışa neden olabilmekte ve ülke yerleşiklerinin yabancı finansal piyasalara geçişine imkan verebilmektedir. Dünya ekonomisi açısından bakıldığında ise, finansal piyasalardaki serbestlik, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ticaret ve yatırımlarına finansman sağlayarak daha yüksek bir gelir seviyesine ulaşılmasıyla uluslar arası ticaretin artmasına neden olabilmekte ve yatırımların risklerinin dağıtımına olanak sağlayabilmektedir (Fisher, 1998:32). Başka bir ifade ile uluslararası sermayeden beklenen yarar, getirisinin, dolayısıyla verimliliğinin düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru akması, bunun sonucunda dünya

ölçüsündeki ortalama verimliliğinin ve aynı zamanda dünya refahının artmasına katkı sağlamasıdır (Seyidoğlu,1996:307).

Yukarıda sayılan olumlu etkileri göz önünde bulundurarak, bir ülkenin sermaye hareketlerine uyguladıkları kısıtlamaları ortadan kaldırması ile beklediği faydaları şu şekilde sıralayabiliriz (Dağlı ve Terzi, 1994:32);

- Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğın artışı,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması sağlanabileceğinden, ekonomideki kaynakların etkin kullanımı,
- Bireylerin, portföy çeşitlendirmesine giderek ve yurt içi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkanına sahip olabilmeleri.

Ancak, anılan tüm bu olumlu etkilere rağmen, 1990'lı yıllarda, Meksika Uzakdoğu Ülkeleri, Rusya ve Türkiye'de yaşanan finansal krizler yabancı sermaye akımları ve liberalizasyon çalışmalarına şüphe ile bakılmasına neden olmuş bunun sonucunda yabancı portföy yatırımlarının, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerine etkisi bir çok araştırmaya konu olmuştur. Yapılan çalışmalar, sadece yabancı portföy yatırımlarının, ülke ekonomileri yada finans piyasaları üzerindeki etkisi üzerinde değil, liberalizasyon çalışmaları, finans piyasalarının ekonomik büyüme üzerinde etkisi, yabancı portföy yatırımlarının makro ekonomik etkileri gibi bir çok alanda gerçekleştirilmiştir. Buna göre, Levine ve Zervos (1996), Rajan ve Zingales (1997) ve Beakert ve Harvey (1996) tarafından yapılan çalışmalarda finansal sektörün gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon bulunmuştur. Obstfeld (1994) tarafından yapılan çalışmada ise ekonomik entegrasyon ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir bağ olduğu ortaya konmuştur. Bartolini ve Drazen (1996) yaptıkları çalışmada sermaye akımlarını serbest bırakmanın, ülkenin kredibilitesini ve uygulanan ekonomik programı olumlu etkilediğini belirtmişlerdir.

Diğer taraftan yabancı sermayeye yönelik yoğun eleştirilerde bulunmaktadır. Bu eleştiriler, ekonominin denetimi üzerinde yabancılarının etkisinin artması, yerli

firmalara karşı haksız rekabet üstünlüğü, teknolojik bağımlılık ve ekonomik bütünlüğün bozulma ihtimali noktalarında yoğunlaşmaktadır (Lopez-Mejia, 1999:23). Benzer şekilde Dünya Bankası iktisatçılarından J.E. Stiglitz'in (2000:1075) sermaye hareketlerinin liberalizasyonunu "sürücüsü eğitim almayan ve lastikleri kontrol edilmeyen eski bir arabaya yarış motorunun konularak hareket etmesine" benzetmesi dikkat çekicidir.

Oktar'a (1995) göre sermaye akışkanlığı sonucu, özellikle yabancı para birimleri karşısında ulusal paranın değer kazanması ihracatın gerileyerek ithalatın artmasına ve sonuçta cari işlemlerde oluşacak açık ise devalüasyon beklentisini gündeme getirebilmektedir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde yasal ve kurumsal yetersizlikler, sık sık değişen ekonomik politikalar ve siyasi risk unsurları sermaye hareketliliğindeki süreci tersine çevirebilmekte ve ekonomiyi finansal dalgalanmalara daha açık hale getirebilmektedir (Lensink ve diğerleri, 2000).

Akyüz ve Cornford (1999), uluslararası sermaye hareketleri doğasında bazı istikrarsızlık unsurları olduğunu ve gelişmekte olan bir ülkenin küresel mali sisteme bütünüyle entegre olmasının söz konusu ülkede finansal kriz ve parasal kargaşa yaşanmasına neden olabileceğini belirtmişlerdir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeye olan bağımlılıkları ve net dış borçluluk durumları nedeniyle daha hassas bir durumdadır. Gelişen mali piyasalardaki son krizler, bu tür krizlerle baş edebilme açısından ulusal politikaların sınırlarına da işaret etmektedir ve bu ülkelerdeki yapısal ve kurumsal eksikliklerin, krizlerin önlenmesi ve yönetilmesini güçleştirdiğini göstermektedir. Bu ülkelerde sermaye hareketleri ve döviz kuru politikalarındaki yetersizlikler finansal krizlerin maliyetini artırmaktadır (Akyüz ve Cornford, 1999:12).

Kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerdeki parasal ve finansal krizlerin oldukça farklı makroekonomik ortamlarda gerçekleştiği görülmektedir. Zira bu krizler, Meksika ve Tayland gibi cari açığın büyük boyutlara ulaştığı ve sürdürülemez olduğu ülkelerde meydana gelebildiği gibi bu tür açıkların görece düşük olduğu Endonezya ve Rusya gibi ülkelerde de meydana gelmiştir. Yerel paranın önemli ölçüde değer kazanması Meksika, Rusya ile Brezilya'da (ve enflasyonu düşürmek üzere kuru çapa

olarak kullanan ülkelerde) parasal kötüleşmenin karakteristik nedeni olmasına rağmen bu durum her zaman görülmeyebilmektedir (Akyüz ve Cornford, 1999:13).

Örneğin, Doğu Asya ülkelerinde değerlenme ya çok az ya da önemsiz olmuştur. Benzer şekilde, bazen, kriz yaşayan ülkelerde önemli ölçüde bütçe açığı varken (Rusya, Brezilya gibi), bütçe dengesinin sağlandığı yada bütçenin fazla verdiği Meksika ve Doğu Asya'da krizler görülmüştür. Yine dış borcun önemli ölçüde kamu kesimine ait olduğu Rusya ve Brezilya'da kriz yaşandığı gibi borcun önemli ölçüde özel sektöre ait olduğu Asya'da da kriz yaşanmıştır (Akyüz ve Cornford, 1999:13).

Yaşanan krizlerin derinleşmesinde hiç şüphe yok ki ani sermaye çıkışlarının etkisi büyük olmuştur. Khan ve Haque (1988)'e göre yerli varlıklardan yabancı varlıklara yönelişi sağlayan unsurların başında, döviz kurlarında aşırı değerlenme sonucunda ortaya çıkan devalüasyon beklentisi ve faiz üzerindeki baskılar sonucunda faiz oranlarında düşme beklentileri yatmaktadır.

Son yıllarda artan ve zaman zaman da finansal krizlere sebep olabilen sermaye hareketlerinin kısıtlanması yolundaki çeşitli öneriler değişik platformlarda tartışılmaktadır. Bazı iktisatçılar (Kaminsky, 2003) ve IMF (Cardoso, 2003), eğer gerek varsa, sermaye hareketlerine getirilecek bir kısıtlamanın, Şili örneğinde olduğu gibi sermaye girişlerine uygulanmasının yararlı olacağını belirtirken; bazı iktisatçılar bunun sermaye çıkışlarının kısıtlanması şeklinde (Krugman, 1998) olabileceğini ifade etmektedirler. Tobin vergisi (Tobin Tax) veya diğer adıyla döviz dönüşüm vergisi (currency transaction tax), özellikle Güney Doğu Asya krizlerinden sonra, sermaye girişlerinin vergilendirilerek spekülasyon sermaye akımlarının önlenmesi konusundaki önerilerden en çok tartışılanı olmuştur.

Yaşanan tüm krizlere ve muhalif görüşlere rağmen, uluslararası finansal bütünleşme eğilimlerindeki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da süreceği ve bu trende gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının da genişleyerek katılacağı beklenmektedir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin öncelikli hedefi sermaye akışlarının etkilerini kendi lehlerine çevirecek politikalar geliştirmek olmalıdır. Finansal entegrasyonun başarılı olabilmesi için öncelikle makro ekonomik düzeyde yapılması

gereken, sağlam bir mali yapının, sağlıklı bir fiyat istikrarının, güçlü bir bankacılık sisteminin ve iyi işleyen bir sermaye piyasasının oluşturulması gerekmektedir (World Bank, 1997). Gelişmekte olan ülkelerin artan sermaye girişleri karşısında alması gereken tedbirler şu şekilde sıralanabilir (World Bank, 1997; Stiglitz, 2000):

- Finansal liberalizasyon sürecindeki gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye hareketlerine yönelik kendilerine fayda sağlayacak politikalar yürütmeli ve bu süreçte çok fazla risk almaktan kaçınmalıdırlar. Bu bağlamda, makro ekonomik yapı güçlendirilmeli, finansal yapı iyileştirilmeli, bankacılık denetim ve gözetim düzenlemeleri yapılmalıdır.
- Bankacılık sistemindeki zayıflık nedeniyle sermaye girişleriyle ilişkili olarak kredi artışlarının göz önünde bulundurulması gerekmektedir.
- İyi işleyen sermaye piyasalarının varlığı, artan portföy yatırımlarını çekerek potansiyel istikrarsızlık riskini azaltabilmektedir.
- Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik istikrarsızlıklara açık bir yapıya sahip olmalarından dolayı, istikrarsızlıklara tepki gösterecek mekanizmaları geliştirmeli ve şokları ortadan kaldıracı düzenlemeleri yapmalıdırlar.
- Bütün bu düzenlemeleri yapanlar ile bilginin tam yayılmasını sağlayıcı birimler arasındaki işbirliği, güvenli ve etkin piyasalar için son derece önem arz edebilmektedir.

Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerin uluslararası fonlardan yeterince pay alması, bu fonların ülke ekonomileri üzerinde olumlu etkiler yaratması ve yine ülke üzerinde oluşabilecek muhtemel olumsuzlukların giderilmesi amacıyla bu fonların yönetilmesi, esas itibarıyla bu ülkelerin rekabetçi bir serbest piyasa ekonomisi oluşturmuş olmalarına bağlıdır. Rekabetçi bir serbest piyasa ve rasyonel makroekonomik politikalar, enflasyonun düşük tutulmasını ve verimli yatırımların artmasını sağlayacak ve sonuçta gerek yurt içi gerekse yurt dışı işlemlerdeki riskler minimize edilmiş olacaktır. Kısaca bu ülkeler kendilerine yönelen fonların olumlu yönlerini çıkarabilmek ve olumsuz etkilerini giderebilmek amacıyla, bu fonlarla ilgili kısıtlayıcı ve müdahaleci politikalar yerine siyasi ve ekonomik istikrarı sağlayıcı, piyasaları geliştirici politikaları ön plana çıkarmaları gerekmektedir (Stiglitz, 2000).

Türkiye’de portföy yatırımları ile ilgili yaşanan süreç, bu yatırımların seyri ve Türkiye ekonomisi üzerine etkileri çalışmanın bir sonraki bölümünde incelenmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Bu başlık altında Türkiye'de yaşanan finansal liberalizasyon süreci, son yıllarda ülke ekonomisine yönelen yabancı portföy yatırımları, bu yönelimin nedenleri ve etkileri ve İMKB'deki yabancı profili incelenecektir.

3.1. Türk Finansal Piyasalarının Dışa Açılım Süreci

Türkiye'deki 1980 öncesi finansal politikaların temel amacı faiz oranlarının kontrol altında tutulması ve selektif kredi politikası yoluyla yatırımlar için gerekli olan finansal kaynakların düşük maliyetle sağlanması olmuştur. Bu müdahaleci politikaların bir yansıması olarak mevduat ve kredi faiz oranları üzerine tavanlar konulmuş, yabancı bankaların Türk bankacılık sektörüne girişi ve yabancıların yurt içi sermaye piyasalarında işlem yapmasına engel olunmuş ve döviz cinsinden varlıkların yurt dışına çıkarılmasına sınırlamalar getirilmiştir (Uygur,1994).

Türkiye'de finansal piyasaların liberalizasyon süreci 24 Ocak 1980 istikrar programı ile başlamıştır. Bu program sadece bir istikrar programı olmayıp aynı zamanda ekonomik kalkınma stratejisinde de köklü değişiklikler getirmiştir. Ülkede uygulanan ekonomik politikalara hakim olan ithal ikameci kalkınma stratejisi yerine ihracata dayalı kalkınma stratejisi benimsenerek, ekonomik politikalarda karar alma sürecinin uyumlaştırılması, devletin piyasalara olan müdahalesinin asgariye indirilmesi, kamu yatırımlarında verimliliğin sağlanması, esnek bir kur politikasına geçilmesi, ihracatı teşvik edici politikaların geliştirilmesi, faiz oranlarının serbestleştirilerek pozitif hale getirilmesi, vergi reformuyla gelirlerin artırılması ve enflasyonun düşürülerek fiyat istikrarını sağlanması hedeflenmiştir (Yıldızoğlu ve Margulies 1988; Şenses, 1984; Deriş ve Petri, 1987).

Yine bu bağlamda, mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki baskılar ve sınırlandırmalar kaldırılarak faiz oranlarının bankalar tarafından serbestçe belirlenmesine izin verilmiş; Türkiye'deki kişilerin beraberinde döviz bulundurmaları, bankalarda hesap açmalarına ve bu hesaplarındaki dövizleri serbestçe tasarruf edebilmelerine imkan verilmiş; 1981'de Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe girmesiyle, yeni yatırım araçları kullanıma sunulmuş ve tahvil ihracını miktar ve prosedür açısından kısıtlayıcı engeller kaldırılmış; yabancı bankaların şube açmaları teşvik edilmiş ve Türk bankaları ile aynı haklara sahip olarak işlem yapmalarına izin verilmiştir (Akçay ve Öğretmen, 1995; Akyüz, 1990).

1981'de yürürlüğe konulan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesini ve güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan biri olmuştur.

Bunu takiben, sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olacak şekilde ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tâbi olarak 1982'de Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve diğer finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu denetimine tâbi hale gelmişlerdir.

Ayrıca, sermaye piyasasının dünya piyasaları ile entegrasyonunu amaçlayan 32 sayılı kararla kambiyo rejiminin liberalizasyonu konusunda önemli adımlar atılarak Türk lirasının konvertibilitesi sağlanmış ve dolayısıyla sermaye hareketlerine uygun bir ortam sağlanmıştır.

3.2. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişimi

24 Ocak İstikrar Kararları ile başlayan dışa açılma ve ekonomik serbestleşme adımları sonucunda Türkiye'de, dış ticaret hacmindeki önemli artışlar yaşanmış ve bu artışlar kendisini sermaye hareketlerinde de göstermiştir. Portföy yatırımları ülkemize

1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur.

Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisindeki portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmekte ve varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır.

Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının miktarı ve bu yatırımların nelerden oluştuğu Tablo 3.1'de ve Şekil 3.1'de görülmektedir. 1986 yılında kamuya ait borç senetlerinin yabancılar tarafından satın alınması ile gerçekleşen ilk yabancı portföy yatırımları 146 milyon dolar tutarında olmuştur. Yabancıların ilk hisse senedi alımı ise 1989 yılında 11 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1986–1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2.9 milyar dolar civarındayken 1993 yılında 3.9 milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3.7 milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle, özellikle de devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1.2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktarda portföy yatırımlarındaki çıkış ise Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6.7 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3.4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4.5 milyar dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yabancı yatırımcıların borç senetleri satmasından kaynaklanmıştır. Yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izleyen portföy yatırımları 2001 krizinden sonra toparlanmış ve son yıllarda hızlı artışına devam etmiştir.

Tablo 3.1. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları (milyon \$)

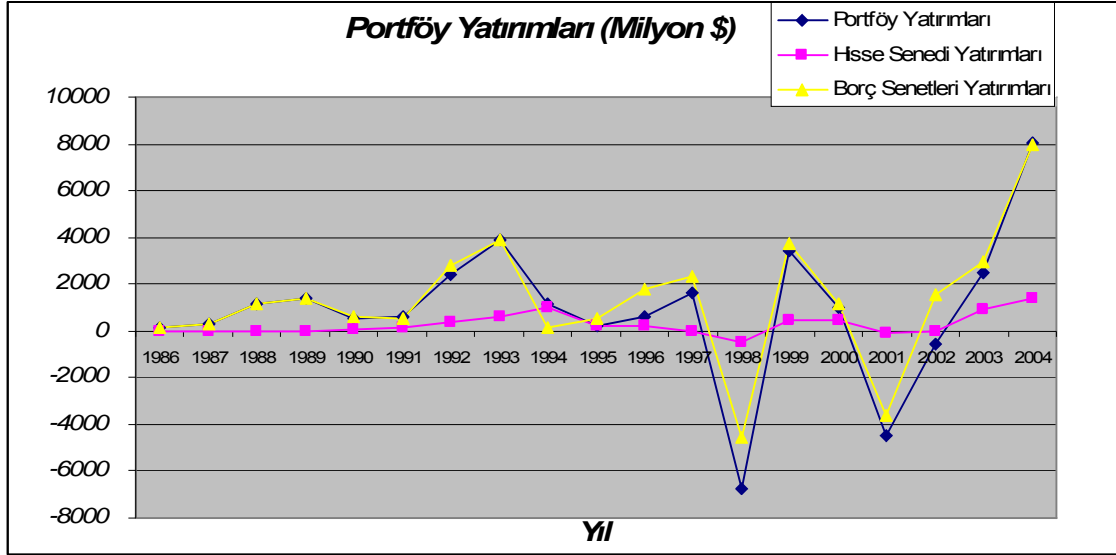
	<i>Portföy Yatırımları (Net)</i>	<i>Varlıklar</i>	<i>Yükümlülükler</i>	<i>Hisse Senetleri</i>	<i>Borç Senetleri</i>
1986	146	0	146	0	146
1987	282	-25	307	0	307
1988	1178	-6	1184	0	1184
1989	1386	-59	1445	17	1428
1990	547	-134	681	89	592
1991	623	-91	714	147	567
1992	2411	-754	3165	350	2815
1993	3917	-563	4480	570	3910
1994	1158	35	1123	989	134
1995	237	-466	703	195	508
1996	570	-1380	1950	191	1759
1997	1634	-710	2344	8	2336
1998	-6711	-1622	-5089	-518	-4571
1999	3429	-759	4188	428	3760
2000	1022	-593	1615	489	1126
2001	-4515	-788	-3727	-79	-3648
2002	-593	-2096	1503	-16	1519
2003	2465	-1386	3851	905	2946
2004	8023	-1388	9411	1427	7984

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tabloda dikkat çeken bir başka kalem ise yurt içi yerleşiklerin yurtdışı portföy yatırımlarında son yıllarda yaşanan artışlar olmuştur. Yurt içi yerleşiklerde önemli oranlarda yurtdışında yatırım gerçekleştirmiş oldukları tablodan rahatlıkla görülebilmektedir. Özellikle kriz yıllarında yaşanan yoğun sermaye çıkışları ekonominin kötüye gitmesinden sorumlu tutulmuştur. Son yıllarda yaşanan olumlu ekonomik gelişmeler ile birlikte, yabancı portföy yatırımlarının miktarı rekor seviyelere ulaşmıştır. Büyük oranda devlet iç borçlanma senetlerine yapılan bu yatırımlar, hisse senetlerine de önemli miktarlarda yapılmıştır. Hatta son yıllarda, devlet iç borçlanma senetlerine göre, hisse senedine yapılan yatırımlarda oransal artış yaşanmıştır. Bu bir anlamda yatırım yapılan sürenin ve risk algılamasının olumlu yönde arttığını göstermektedir.

Şekil 3.1'de portföy yatırımlarında yaşanan dalgalanmaların seyri daha açık görülmektedir. Yabancıların devlet iç borçlanma senetleri alımları, hisse senetleri alımlarına göre daha sert bir seyir izlemesinin nedeni, bu menkul kıymetlerin, hisse senetlerinden daha likit olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu tür menkul kıymetleri,

hisse senedine oranla, değerini çok fazla kaybetmeden nakde çevirmek daha kolay olduğundan, kriz dönemlerinde hisse senedinden kaçışlar, borç senetlerine oranla daha az yaşanmış bir anlamda yabancılar, hisse senedine yaptıkları yatırımlarda aşırı zararlar yerine düşük zararları kabullenmek yoluna gitmişlerdir.



Şekil 3.1. Portföy Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Seyri

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

3.3. Türkiye Ekonomisine Yönelik Portföy Akımlarının Nedenleri

Gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek getiri imkanları, küresel finansal piyasalardaki yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Uluslararası yatırımcılar, değişik ülkelerden menkul kıymetler ile oluşturdukları portföylerle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki düşük korelasyondan dolayı portföylerinin risklerini aşağı çekebilmektedir.

Diğer yandan bazı gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve politik uygulamalar, bu ülkelerde yapılması olası olan yatırımların etkinliğinin azalmasına ve riskliliğinin artmasına neden olmaktadır. Yapılan araştırmalarda uluslararası portföy yatırımlarında aşağıdaki faktörlerin ülke tercihlerinde önemli olduğu sonucuna varılmıştır (Korkmaz, 2001:71):

- Güvenilir verilere erişim
- Muhasebe ve raporlama standartlarındaki farklılıklar
- İşlem maliyeti
- Peşin vergi ve diğer vergiler
- Likidite problemi
- İşlemlerin yerine getirilmesi ve teslim problemi
- Döviz riski
- Faiz oranı riski
- Enflasyon riski
- Politik ve Mülkiyet riski
- Yabancı yatırımcılara konulan sınırlamalar

Türkiye, dünya finans piyasalarına entegre olmak için yürüttüğü liberalizasyon çalışmaları sonucunda, sermaye akımları konusunda önemli gelişmeler yaşamıştır. Yabancı sermaye girişine sağlanan kolaylıklar, piyasalarda yabancı sermaye için iyi bir iklim oluşmasını sağlamış ve bunun sonucunda özellikle son yıllarda, ülke ekonomisi büyük miktarlarda sermaye girişine sahne olmuştur. Sermaye hareketlerinin nedenleri konusunda Türkiye üzerine yapılan yeterli çalışma olmamasına rağmen, Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerinin, diğer gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin nedenleri ile birebir aynı olmasa da benzer olduğunu söyleyebiliriz.

Yukarıdaki tercih nedenlerine baktığımızda, kredi değerliliğinde yaşanan artış, teknolojik düzey, hukuksal altyapı, türev piyasaların varlığı, sermaye piyasalarında var olan yüksek getiri imkanı, İMKB'nin gelişmiş finansal piyasalarla düşük korelasyonu ve AB süreci Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının artış nedenlerini açıklayabilir. Ancak halen piyasada var olan bazı riskler ve geçmiş dönemlerde bu riskler nedeniyle yaşanan krizler sermayenin kalıcılığında veya ülkeden çıkmasında belirleyicidir. Bu nedenle Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarını makro ekonomik değişkenler ile açıklamak mümkündür.

3.3.1. Faiz Oranları

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları faiz farklarına aşırı duyarlıdır. Uluslararası piyasalarda geçerli olan faizler arasında farklılıkların olması, sermayenin yüksek getiri sağlayacağı ülkelere doğru yönelmesine ile sonuçlanır. Türkiye ekonomisinde kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olması ve kamu açıklarının borçlanma yolu ile finanse edilmeye çalışılması nedeniyle yüksek tutulan reel faiz oranları, geçmiş dönemlere oranla düşük ve uluslararası piyasalara oranla halen yüksek olması nedeniyle yabancı akımların ülkeye yönelmesinde etkilidir.

3.3.2. Ödemeler Dengesi (Cari Açık)

Ödemeler dengesi bilançosu, belirli bir dönem içerisinde bir ekonominin yerlileri ile yabancıları arasında meydana gelen ekonomik akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerinin ve rezervlerde oluşan değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak tespit edildiği istatistikî bir belge olarak tanımlanmaktadır (Karluk,1997:406).

Sermaye hareketlerinin yüksek reel faizler nedeniyle ülkeye girişi döviz arzını artırdığı için ülke paralarının reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla ülkeler uluslararası ticarete ihracat pazarlarını kaybetmeye ve ithalat giderlerini artırmaya başlar. İthalat gideri ile ihracat geliri arasında fark olan cari işlemler açığının artmasına neden olan bu süreç, ortaya finansman sorunun çıkarır.

Ulusoy ve Karakurt'a (2001) göre, ülkemize yönelen sermaye temelde ekonominin dış dengesizliği ile ilgilidir. Ödemeler bilançosunda cari açık olması, ortaya finansman sorununun yüksek reel faiz oranları ile karşılanmaya çalışılması, Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerinin temel açıklayıcısıdır. Bilindiği üzere ülkemizde cari açık yıldan yıla artış göstermektedir.

3.3.3. İMKB Getiri Değişkeni

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

Bu konuda, Yalçiner (2001) tarafından yapılan çalışmada, İMKB'ye yönelen portföy sermaye hareketlerini teşvik eden temel gücün, cari dönem reel getiri oranı olduğu ortaya konmuştur. Yapılan çalışmada, cari dönem getiri oranının güçlü etkisine karşın, önceki dönem reel getiri oranlarının piyasaya gelen yabancı sermaye üzerinde etkili olmadığını bulunmuştur (Yalçiner,2001:12).

3.3.4. Enflasyon ve Döviz Kurları

Fiyatlar genel düzeyindeki yükselmelerin ani ve sürekli olduğu dönemlerde ulusal paranın satın alma gücünde değer kaybı yaşanmaktadır. Bir ülkede enflasyonun yüksek olması uluslararası yatırımcıların yapmış oldukları yatırımdan elde edecekleri getiriyi aşındırabilmektedir. Uzun dönemli tahmin sorunlarını da beraberinde getirebilecek olan böyle bir gelişme, o ülkeye yönelik portföy yatırımlarında azaltıcı etkiye neden olabilmektedir. Benzer şekilde hisse senedi piyasalarına yönelen yabancı yatırımcılar açısından, böyle bir gelişme mali tabloları değerlendirmede ve gelecek ile tahmin yapabilmekte zorlukları da beraberinde getirecektir.

Yabancı yatırımcıların gelmesi veya ülke dışına çıkması döviz kurunda yaşanan gelişmeler ile yakından ilgilidir. Yatırım yapılan ülkenin parasının sonraki dönemlerde değer kaybedeceğine yönelik beklentiler, doğal olarak ortaya çıkacak kayıplardan korunmak amacıyla hareket edecek yatırımcıların gerçekleştirdiği portföy yatırımlarında

azalmaya neden olacak, benzer şekilde paranın değer kazacağına yönelik beklentiler ise tam tersi yönde portföy akımlarına neden olacaktır.

Diğer taraftan bir ülkede döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar veya farklı beklentiler yabancı portföy yatırımlarının sadece niceliğinde değil aynı zamanda niteliğinde de çeşitli değişikliklere yol açacaktır. İstikrarsızlık arttıkça gelen sermayenin kalma süresi de aynı oranda azalacaktır.

Türkiye’de halen uygulanmakta olan istikrar programı sayesinde, enflasyon oranlarında düşme eğilimine karşın döviz kurlarında da önceki dönemlere göre istikrarın olduğu söylenebilir. Yaşanan bu gelişmelerin son yıllarda ülkeye yönelen portföy yatırımlarında etkisi yadsınmaz. Son dönemde, bazı çevrelerin ülke parasının değerli olması nedeniyle devalüasyon beklentisi içinde olması da, bu yabancı portföy yatırımlarında ki artış trendini etkilememiştir.

3.3.5. Ekonomik Büyüme

Son yıllarda, özellikle gelişmekte olan ülkelere görülen yüksek büyüme hızları yabancı sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesinde bir diğer etkidir. Yüksek büyüme aynı zamanda yüksek getiri anlamına gelmektedir. Yabancı yatırımcılar portföy yatırımları yapar iken ülke ekonomilerinin nasıl bir gelişme göstereceğini dikkate alırlar. Bir anlamda yabancı yatırımcılar gelişmekte olan bir ülkeye yatırım yapmak ile o ülkenin büyüme potansiyelinden ve büyüme fırsatlarından yararlanırlar. Türkiye ekonomisinde son yıllarda yaşanan yüksek büyüme hızları, diğer olumlu makro ekonomik değişkenlerde olduğu gibi, yabancı portföy yatırımlarının ülkeye gelmesinde etkili olmuştur.

3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Türk Ekonomisine Etkileri

Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkileri konusunda yapılan çalışmaların önemli bir kısmı (Boratav, 1994a; Boratav, 1994b; Akyüz ve Boratav, 2002; Boratav, 2001; Uygur, 2001; Ulengin, ve Yentürk 2001; Çimenoglu ve Yentürk,

2002) Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini ekonomik kriz çerçevesinde ele almaktadır

Daha önce değinildiği üzere, sermaye girişlerinin beklenen etkilerinden biri, toplam talebin aşırı artmasına neden olarak makroekonomik ısınmaya yol açmasıdır. Bu genişleme dolayısıyla enflasyonist baskı meydana gelmekte, kur değerlenmekte ve ödemeler dengesinde bozulma görülmektedir. Kurun değerlenmesi ise, tüketim ve yatırım harcamalarında artışa neden olmaktadır. Türkiye’de sermaye girişlerinin, milli gelirin unsurları olan kamu ve özel tüketim harcamaları ile ihracat ve ithalata olan etkisi ve bu kanallardan büyümeye olan etkisine bakıldığında, genel olarak büyümeye olumlu etkisi olduğu görülmektedir(Akyüz ve Boratav, 2002:37).

Yapılan birçok çalışmada, sermaye girişlerinin özel tüketimi arttırdığı görüşünü destekleyici sonuçlar ortaya konmuştur. Örneğin, Celasun ve Denizer (1997) tarafından yapılan ekonometrik çalışmada sermaye hareketlerinin, kamu tüketim harcamaları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı, ancak özel tüketim harcamalarını açıklamada anlamlı bulunan önemli bir değişken olduğu görülmektedir.

Öte yandan, Yeldan’ın (1994) 1990–1993 dönemine ilişkin olarak yaptığı Hesaplanabilir Genel Denge modeli çalışmasında, senaryo olarak dış borçlanma ve yabancı sermaye girişleri net olarak sıfırlanmış ve model çözümlerine göre, bu durum fiyat düzeyini yükseltici bir etki yapmış, gayri safi milli hasıla tarihsel gelişimine göre, %7,3 oranında gerilemiş, kamu harcanabilir geliri %5,3, özel harcanabilir gelir ise %7,7 oranında azalmıştır. Model sonucuna göre, faiz-kur arbitrajından kaynaklanan yabancı sermaye girişi, gerek kamu sektörü açıklarının finansmanında, gerekse özel sektör gelirlerinin artışında önemli rol oynamıştır.

Söz konusu çalışmada ekonominin ihracat geliri kaybı %14,6, ithalat artışı ise %23,9 olarak bulunmuştur. Sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki olumlu etkisi açık olmakla birlikte, sermaye girişlerinin zaman zaman tersine dönmesi ve önemli ölçüde çıkışlar yaşanması büyüme üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Türkiye’de 1989–2000 arasındaki dönemde zaman zaman %8-9 oranında büyüme yaşanmasına rağmen söz konusu 12 yılın ortalama büyümesi %3,9 dur. Böylece genel olarak bakıldığında,

büyüme sürecinin inişli-çıkışlı bir seyir izlediği görülmektedir. Bunun bir nedeni, sermaye girişlerine bağımlı kılınan büyüme sürecinin özellikle ön plana çıkan portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin doğasındaki oynaklığa maruz kalmasıdır. Sermayenin çıkış dönemlerinde yurt içi aktörler açısından da bekleyişler kötüleşmekte ve yatırım kararları ertelenmektedir (Yeldan, 1994:57).

1990'larda tüm dünyada yaygınlaşan sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinin etkisiyle gelişmekte olan ekonomilerinin dış şoklara karşı kırılabilirliği artmıştır. İstikrarsız faiz oranları ve döviz kurları ve hükümetlerin finansal piyasalardaki ağırlığı; vadelerin ve ekonomik birimlerin geleceğe yönelik planlama dönemlerinin daha da kısılmasına neden olmuştur. Bütün bunlardan dolayı, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi, ekonomilerde iniş çıkışlara yol açmış, ekonomik faaliyetin ağırlıklı olarak yurtdışından sağlanan daha çok kısa vadeli olan sermayeye bağlı olmasına neden olmuştur.

Artan kırılabilirlik nedeniyle, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye ekonomisi de başka yerlerdeki krizlerden, örneğin 1990–1991 Körfez Krizinden ve 1998'deki Rusya krizinden olumsuz etkilenmiştir. Bu şoklar, 1990'lar boyunca kısa vadeli sermaye akımlarında ani ve yüksek oranda tersine dönüşler yaşanmasına neden olmuştur.

Ancak yaşanan tüm bu olumsuz gelişmeleri, sadece liberalizasyon hareketlerine ve onun bir uzantısı olan sermaye akımlarına bağlamak doğru değildir. Yıllar itibariyle artan kamu açıkları ve kamunun diğer ekonomi aktörlerini dışlama pahasına gerçekleştirdiği kamu finansman politikaları ortaya çıkan tabloda büyük rol oynamaktadır. Türkiye'de 1991 yılındaki parlamento seçimlerinden sonra işbaşına gelen hükümetlerin görev sürelerinin ortalama 15 ay gibi oldukça kısa süreli olması, yakın geçmişe kadar koalisyon hükümetleri ya da azınlık hükümetleri tarafından yönetilen ve yaşanan politik rekabet nedeniyle popülist politikalar izleyen hükümetlerin görevde olması olumsuz şokların ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır.

Aralarında İMKB'nin de olduğu yeni gelişmekte olan hisse senetleri piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması, işlem hacimlerini ve devir rasyolarını artırıcı etki yapmıştır. Benzer şekilde bu piyasalarda fiyat/kazanç oranlarında da önemli

artışlar gözlenmiştir. Örneğin F/K oranı Arjantin’de 12, Türkiye’de 8, Brezilya’da da 3 kez artmıştır (Buckberg,1993). Birçok yeni gelişmekte olan sermaye piyasasında, yeni sermayelerin piyasaya çekilmesi sayesinde hisse senetleri fiyatında artışlar ve sermaye maliyetinde azalışlar meydana gelmiştir. Bu etki bir çok ampirik çalışmada desteklenmiştir (Korkmaz, 2001:73). Yine bu piyasaların yabancı yatırımlara açılması, fiyat hareketlerindeki oynaklığı (volatilitite) azaltmış ve piyasaların etkin bir şekilde işlemesine olanak sağlamıştır. Bu piyasalarda var olan risk ise artmamış, genel inanın aksine azalma eğilimi göstermiştir (Dara, 2000).

Yabancı sermayenin gelişmekte olan sermaye piyasalarına akışı, yerel yatırımcıların hisse senedi satın alma güvenini artırıcı etki yapmaktadır. Yabancıların gelişi ile beklentiler olumlu yöne çevrilmekte ve bu da sadece hisse senedi yatırımları ile ilgili kararlarda değil diğer ekonomik kararlarda da etkisini göstermektedir.

Makro ekonomik açıdan bakıldığında ise yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkeye girmesi, ülkedeki döviz rezervlerini artırmakta ve bunun sonucunda ülkenin kredi derecesi artmakta, bu sayede ucuz maliyetle ve kolay borçlanabilme imkanı doğmaktadır(Korkmaz, 2001:74).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE HİSSE SENEDİ GETİRİSİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

1980'lerden bugüne gelindiğinde, yatırımcıların portföylerindeki, yabancı ülkelere ait sermaye piyasası araçlarının ağırlığı gözle görülür bir biçimde artmıştır (Tesar ve Werner, 1995). 1980'lerde ABD için %94 ve Japonya için %98 olan, yatırımcıların portföylerindeki yerel hisse senetlerinin ağırlığı, 1990'lara gelindiğinde önemli ölçüde azalmış ve ABD için % 83 Japonya için ise %91 seviyelerine inmiştir(French ve Poterba, 1991). Sermaye piyasası literatürüne göre, yatırımcı kararlarındaki, gelişmekte olan piyasalar lehine gerçekleşen böyle bir değişim, kaçınılmaz olarak, özellikle riskin paylaşılması ve likiditenin artması nedeniyle fiyatlar üzerinde etkili olmaktadır. Bir başka ifadeyle artan likidite ve paylaşılan risk nedeniyle hisse senedi fiyatlarının gelişmekte olan ülkeler borsalarında artması gayet doğaldır(Narag, 2000:17).

Yatırımcıların, uluslar arası çeşitlendirme yoluyla oluşturdukları portföylerin, dolayısıyla sınırlar arası portföy yatırımlarının fiyatlar üzerindeki etkisi, özellikle gelişmekte olan ülkeler ekseninde, bir çok çalışmada incelenmiştir. Merton (1987) ve Errunza ve Losq (1985) çalışmalarında, böyle bir dışsal etkinin Meksika hisse senetleri fiyatlarında, diğer değişkenler sabit iken, kalıcı bir artış yarattığını ve bu artışın çeşitlendirme, risk paylaşımı ve düşük risk primi beklentisi nedeni ile oluştuğunu ortaya koymuşlardır. Allen ve Gale (1991) ise çalışmalarında, yabancı portföy yatırımlarının yerel hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisini kabul etmekle birlikte, bu etkinin nedenini azalan likidite riskine bağlamışlardır.

Benzer şekilde, bir çok çalışmada yabancı portföy yatırımları ile yerel hisse senedi fiyatları arasında eş zamanlı, pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur (Bohn ve Tesar, 1996; Clark ve Berko, 1996). Henry (1997) araştırmasında, sermaye piyasaları liberalizasyon çalışmalarına, sermaye piyasalarının pozitif tepki verdiğini tespit etmiştir.

Clark ve Berko (1996), tarafından yapılan çalışmada, portföy yatırımlarındaki beklenmedik %1’lik artışın, Meksika hisse senedi fiyatlarında %13’lük bir artışa neden olduğu ortaya konmuştur. Clark ve Berko’ya (1996) göre kalıcı olan bu artış daha iyi risk paylaşımı, artan likidite ve azalan sermaye maliyetinden kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde Güney Kore sermaye piyasaları üzerinde araştırma yapan Jun (1993) ise, bir milyar dolarlık yabancı satın almalarının, Kore hisse senetleri üzerinde ortalama %24’lük artışa neden olduğunu belirlemiştir.

Yapılan araştırmalarda, gelişmekte olan ülke piyasalarının, gelişmiş ülke piyasalarına göre, yabancı portföy girişlerinde daha fazla tepki verdiğini ortaya koymaktadır. Tablo 4.1’de gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik net sermaye hareketleri ile bu piyasalarda oluşan getiriler verilmiştir (Cozzini ve Howell, 1994:8).

Tablo 4.1. Yabancı Portföy Yatırımı ve Hisse Senedi Getirileri

Yıllar	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Ortalama
Gelişmiş Piyasalar									
Yabancı Alımı (milyar\$)	38,6	10,6	29,4	76,5	-10,0	84,9	30,7	107,2	46,0
Hisse Senedi Getirisi	39,0	15,0	21,4	15,1	-19,3	16,5	-7,7	19,7	12,5
Gelişen Piyasalar									
Yabancı Alımı (milyar\$)	3,3	5,9	3,5	10,1	13,2	15,8	22,5	52,0	15,8
Hisse Senedi Getirisi	8,7	10,0	53,2	51,7	-30,09	15,6	-1,4	64,2	21,4

Kaynak: Cozzini, A., Howell, M., “Cross-border Equity Flows: Hot or Cold?, Baring Securities, Nisan 1994, s. 8

Yapılan analize göre, gelişen sermaye piyasalarına yapılan her 1 milyar ABD Doları yabancı portföy yatırımının, hisse senetleri fiyatlarını %1,4 oranında artırdığı görülmektedir. Gelişmiş piyasalara yapılan aynı oranda yatırım ise hisse senedi fiyatlarında %0,3 oranında artışa neden olmaktadır. Buna göre, gelişen piyasaların daha

sıg olması, aynı miktarda portföy yatırımı, gelişmiş ülke piyasalarına göre, bu piyasalarda daha yüksek oranda fiyat hareketine neden olmaktadır.

Literatürde, yabancı yatırımların, hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik farklı hipotezler ortaya konulmuştur. Bu hipotezlerden bazıları, yabancı portföy yatırımlarının lehinde bazıları ise aleyhindedir. Bu hipotezlerden bazıları şunlardır:

a) Taban Genişletme (Base Broadening) Hipotezi

Taban genişletme hipotezine göre, yatırımcı tabanında, yabancı portföy yatırımcılarının gelmesi sonucunda oluşan bir artış, riskin paylaşımı nedeniyle risk primlerinde bir azalışa neden olacaktır. Azalan risk primi sayesinde hisse senetleri fiyatlarında kalıcı bir artış gerçekleşecektir(Merton,1987). Warther (1995) ABD'ye yönelen yabancı fon akımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, bu hipotez lehinde sonuçlar bulmuştur. Clark ve Berko(1997) da, çalışmalarında, Meksika hisse senetleri fiyatları ile yabancı alımları arasında benzer bir ilişki ortaya koymuşlardır. Clark ve Berko'nun (1997) çalışmasında, Merton'un(1987) modeli geliştirilerek, aşağıdaki regresyon eşitliği ile bu hipotez test edilmiştir.

$$R_t = \beta_0 + \beta_1(NYPY/PK) + \varepsilon_t$$

Burada sembol kullanıp aşağıda açıkla

Bu eşitlikte;

NYPY: Net yabancı portföy yatırımı

PK: Pazar Kapitalizasyonunu

R_t , ise t zamanındaki hisse senedi getirisini ifade etmektedir.

b) Beklenen/Beklenmeyen (Expected/Unexpected) Akım Hipotezi

Bu hipoteze göre, yabancı yatırımların süreklilik arz etmesi nedeniyle, pazarda zamanla bu yatırımlara verilen tepkiler önceden fiyatlara yansıtılacaktır. Bir başka ifade ile önceden ne kadar yabancı yatırım geleceğini tahmin eden yerel yatırımcılar, fiyat değerlemelerini ona göre yapacak ve beklenen oranda bir giriş yaşandığında ise bu giriş

fiyatlar üzerinde anlamlı bir düzeyde etkili olmayacaktır. Ancak, şok yada sürpriz bir şekilde, önceden öngörülemeyen yabancı sermaye girişleri piyasada bir fiyat tepkisi ile karşılaşacaktır. Clark ve Berko'ya (1997) göre taban genişletme hipotezi paralelinde, gelecek yabancıları önceden tahmin eden yatırımcılar bu beklentilerini fiyatlarına yansıtacak, ancak beklenmeyen bir yabancı girişi olduğunda bu fiyatlar revize edilerek, artan likidite nedeniyle artış yönünde hareket edecektir.

c) Geribildirim (Feedback) Hipotezi

Piyasada davranışlarını önceki dönemlerde gerçekleşen fiyat hareketlerine göre belirleyen yatırımcılara geribildirim işlemcisi (feedback trader) denilmektedir. Buna göre pozitif geribildirim işlemcisi olan bir yatırımcı piyasa yükselirken hisse senedi alımı yapmakta, düşerken ise satışa geçmektedir. Portföy yatırımlarındaki oynaklığın ve bir ülkeden diğerine hızla hareket ediyor olmasının nedeni bu tür yabancı yatırımcıların izlediği yatırım stratejisine bağlanmaktadır. Yapılan çalışmalarda, yabancıların daha çok piyasa genel trendine paralel olarak, yükseliş dönemlerini takiben alım yaptıkları, düşüş dönemlerini takiben satış yaptıkları belirlenmiştir. Bunun nedeni, yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre daha az bilgili olması olarak belirlenmiştir (Griffin ve diğerleri; 2002).

Bu tip yatırım stratejisi aynı zamanda trend takip etme veya momentum yatırımı olarak adlandırılmaktadır (İngilizce literatürde “trend chasing”, positive feedback trading” veya “momentum investing” şeklinde geçmektedir). Froot, O’Connell ve Seasholes(2001) tarafından yapılan bir başka çalışmada günlük veriler kullanılarak yabancı yatırımcıların beklenmedik ölçüde yüksek getirilere bakarak gelişmekte olan piyasalara girdiklerini ve beklenmedik ölçüde düşük getirilere bakarak piyasadan çıktıklarını bulmuşlardır. Bu araştırmalarda yatırımcıların piyasaya girişlerini takiben endeksin yükseldiğini, çıkışları takiben endeksin düştüğünü tespit etmişler ve bu durumu yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olmamalarına bağlamışlardır.

Gerçekten de sözleşme yapan taraflar arasındaki eksik enformasyondan kaynaklanan asimetrik bilgi sorunları, finansal piyasaların işleyişinde de etkili

olmaktadır. Literatürde iki genel enformasyon probleminden söz edilmektedir. Bunlar: tersi seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike veya ahlaki rizikodur (moral hazard). Ters seçim, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup, saklı bilgidir. Saklı bilgi, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği şeydir. Ahlâki tehlike ise, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmakta ve saklı faaliyetten kaynaklanmaktadır. Saklı faaliyet, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin, diğeri tarafından gözlenememesidir(Ökte, 2001:4). Asimetrik bilgi problemi özellikle gelişmekte olan finansal piyasaların etkin işlemlerini engellemiş ve finansal piyasalar, ters seçim, ahlaki riziko ve sürü psikolojisi (herd behavior veya bandwagon effect) sorunları ile karşı karşıya kalmıştır.

Yatırımcıların neden sürü psikolojisi ile hareket ettikleri konusunda tutarlı iki açıklama vardır: Bunlardan ilki, özel bilgiye sahip yatırımcılar düşüncesinden kaynaklanan “Banwagon Etkisidir” dir. Bu etkiyi bir örnekle açıklamak gerekirse; emlak piyasasında, bankacılık konusunda ve devletin mali durumu hakkında gizli bilgilere ve uzmanlığa sahip üç yatırımcı olduğu varsayalım. Eğer birinci yatırımcı herhangi bir nedenle satışa geçerse ikinci yatırımcı, olumlu bilgiye sahip olsa bile, birinci yatırımcının satışa geçmesinden dolayı satışa geçer. Üçüncü yatırımcı çok olumlu bilgiye sahip olsa bile diğer yatırımcıların davranışlarından dolayı, o da satış furyasına katılacaktır. Bu tür sürü psikolojisi bilgi maliyetlerinden kaynaklanır. Yatırımcılar, sınırlı bilgi altında karar almak durumundadır ve bu yüzden söylentilere bile inanarak aşırı tepkiler gösterirler. İkinci açıklama, yatırım fonlarının aracı kurumlar tarafından yönlendirilmesidir. Kur krizine yakalanma riski yüksek ülkelerden bir aracı kurumun çıkışını, diğer aracı kurum izler. Çünkü hiçbir aracı kurum, riski yükselen bir ülkede kalmak istemez. Bu tür fonları yönetenler, gelecekteki bir zarardan kaçınmak için likiditelerini yükseltme ihtiyacı duyarlar. En iyi strateji ise kriz olmadan varlıkların satılmasıdır (Krugman,1997:7).

Pozitif geribildirim işlemcisi olan bir yabancı yatırımcı, piyasaların daha volatil olmasına neden olur. Çünkü artış yada azalışlar sürü psikolojisi ile hareket eden yatırımcılar nedeniyle olması gerekenden yüksek düzeylerde gerçekleşir. Negatif Feedback işlemcisi olan bir yatırımcı ise piyasa yükselişyken portföyündeki hisse senetlerini satar, düşerken ise alış yapar. Bu strateji daha çok kurlardaki hareketlerden

kaynaklanmaktadır. Yükseliş dönemlerinde, yerel paranın değerli olmasından faydalanıp elinde bulunan hisse senetlerini satarak karını transfer eden yabancı yatırımcı, hisse senetlerinin fiyatları azalırken, yerel paranın değer yitirmesi ile birlikte piyasaya tekrar dönerek ucuz alımlar gerçekleştirebilir. Adabag ve Ornelas'ın (2004) IMKB'deki yabancı davranışlarını inceledikleri çalışmalarında, IMKB'de işlem yapan yabancı yatırımcıların negatif feedback işlemcisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu tür yatırımcılar, aynı zamanda piyasanın daha istikrarlı olmasını sağlar ve piyasanın volatil olmasını engellerler.

d) Fiyat Baskısı (Price Pressure) Hipotezi

Warther (1995) tarafından ortaya konulan bu hipoteze göre ise, özellikle yerel gelişmekte olan piyasalar için büyük hacimlerde olan yabancı portföy yatırımları, bu piyasaların sığ olması ve likit olmaması nedeniyle fiyatlar üzerinde baskı yaratırlar ve bu sayede fiyatlarda yapay bir artış gerçekleşir. Piyasanın yeterince likit olmaması nedeniyle, yabancı sermaye girişinin gerçekleştiği anda artan likidite fiyatlarda bir aşırı artışa neden olur. Daha sonra, gecikmeli olarak fiyatlar eski seviyelerine dönerler. Bir başka ifade ile yabancı fon girişleri sonucunda piyasalarda yaşanan fiyat artışı bu hipoteze göre geçicidir. Warther (1995) tarafından ortaya atılan bu hipotez, Clark ve Berko (1997) tarafından Meksika Hisse Senedi Piyasası için test edilmiş ancak bu piyasada fiyat baskısı olduğu yönünde bir bulguya rastlanmamıştır. Benzer şekilde Dahlquist ve Robertson (2004) tarafından yapılan çalışmada da fiyat baskısı hipotezi reddedilmiştir.

Yukarıda açıklanan bu hipotezlerden bazıları yabancı portföy yatırımlarının lehinde bazıları ise aleyhinde olmasına rağmen hepsinde ortak olan nokta, yabancı portföy yatırımlarının likidite düzeyinde neden olduğu artıştır. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra artan yabancı portföy yatırımları ile gelişmekte olan ülke piyasalarında hem menkul kıymet arzında hem de işlem hacimlerinde önemli düzeyde artışlar meydana gelmiştir. Bu durum piyasaların gelişmesine katkıda bulunmuş ve bu gelişmeler daha çok şirketin sermaye piyasalarından yararlanabilmesine neden olmuştur.

Yapılan ilk çalışmalarda, piyasaların liberalizasyon sürecinin piyasalara yada hisse senedi getirisine etkisi incelenmiştir. Ve yapılan reformların piyasalara etkisi

ortaya konulmaya çalışılmıştır. Tablo 4.2.'de bu konuda yapılan bazı çalışmaların sonuçları derlenmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:8).

Tablo 4.2. Finansal Reformlar ve Hisse Senedi Piyasaları Gelişimi

Ülke	Reform Tarihi	Büyükük	Likidite
Arjantin	1977-81	Arttı	Arttı
Brezilya	1986-90	Arttı	Arttı
Endonezya	1983-87	Arttı	Arttı
Fas	1985-89	Arttı	Arttı
Filipinler	1981-85	Arttı	Arttı
G. Kore	1981-85	Arttı	Arttı
İsrail	1985-89	Arttı	Arttı
Jamaika	1986-90	Arttı	Arttı
Kolombiya	1990-94	—	Arttı
Malezya	1986-90	Arttı	Arttı
Meksika	1986-90	Arttı	Arttı
Peru	1990-94	Arttı	Arttı
Sri Lanka	1985-89	Arttı	Arttı
Şili	1974-78	—	Arttı
Tayland	1986-90	Arttı	Arttı
Türkiye	1985-89	Arttı	Arttı
Yunanistan	1986-90	Arttı	Arttı
Venezüella	1989-93	Düştü	Düştü

Kaynak: Güloğlu, B., Altunoğlu, E., (2002), “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri” İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002

Tablodan, Venezüella dışında, tüm piyasalarda reform hareketlerinin piyasaların büyüklüğü ve likiditesi üzerinde olumlu etkiler yaptığı görülmektedir. Reformlar yada liberalizasyon sonrası gerçekleşen yabancı portföy yatırımları miktarları kullanılarak yapılan sonraki çalışmalarda da bu etkiyi destekleyen görüşler ortaya konulmuştur (Clark ve Berko, 1997; Henry, 1997; Tesar ve Werner, 1995; Bohn ve Tesar, 1996). Kaynakçada yok

Sermaye piyasalarında oluşan fiyatlar ve işlem hacmi arasındaki ilişki bir başka ifade ile fiyat-hacim ilişkisi bir çok ampirik araştırmaya konu olmuştur. Bu konuda başlıca çalışmalardan Hiemstra ve Jones (1994) makalesinde hisse senedi getirileri ile işlem hacimleri arasındaki dinamik ilişki günlük veriler kullanılarak Granger nedensellik testi ile incelenmiş aralarında çift yönlü bir ilişki bulunmuştur. Champell, Sanford v.d. (1993) çalışmasında ise fiyat-hacim arasındaki serisel korelasyon incelenmiş ayrıca gün içindeki fiyat hareketlerine bağlı olarak işlem hacmindeki yön belirlenmeye çalışılmış ve fiyat değişimleri ile işlem hacimleri arasında pozitif bir korelasyon ve güçlü bir nedensellik olduğu ortaya konmuştur.

Konuya yabancı portföy yatırımları özelinde de bakacak olursak, yabancı portföy girişlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde yarattığı etkiyi şu şekilde özetleyebiliriz (k_z sermaye maliyeti)

Yabancı Portföy Yatırımları \implies **Likidite** \uparrow \implies **Risk** \downarrow \implies **k** \downarrow \implies **Fiyatlar** \uparrow

Yani, yabancı portföy yatırımları piyasada likiditenin artmasına, artan likidite sonucunda paylaşılan ve azalan risk nedeniyle sermaye maliyetinin azalmasına ve bunun sonucunda ise hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Riskin azalmasının fiyatları nasıl arttırdığına geçmeden önce, sermaye maliyetinin nasıl azaldığına değinmekte fayda vardır.

Kaynakçada yok Henry'e (1997) göre sermaye maliyetinde üç nedenden dolayı düşüş olması beklenir. Bunlardan birincisi, liberalizasyon aşamasından itibaren yabancı portföy yatırımlarında yaşanan girişler, artan ülke ratingi nedeniyle, risksiz faiz oranında düşüşe neden olacaktır. İkinci olarak, yerel piyasaya yabancıların katılımı sonucunda, riskin sınırlar arası (ülkeler arası) paylaşımını kolaylaştırarak hisse senedi risk priminde azalışa neden olacaktır. Üçüncü olarak ise portföy akımları sonucunda artan likidite, ikinci etkide olduğu gibi hisse senedi risk primini azaltacaktır. Ve tüm bu etkiler sonucunda sermaye maliyeti düşecektir.

Beakert ve Harvey (1998) ise 16 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmalarında risk priminde yaşanan böyle bir düşüşü kabul etmekle birlikte, sermaye

maliyetindeki düşüşü dağıtılan kar paylarındaki değişim ile açıklamışlardır. Buna göre, araştırmaya konu olan 16 ülke piyasasının onunda kar payı dağıtım oranında düşüş gerçekleşmiştir. Araştırmanın kapsadığı dönem içerisinde, ortalama kar payı dağıtım oranı %3,86 düzeyinden %2,65 düzeyine gerilemiştir(Beakert ve Harvey, 1998:12).

Sermaye maliyetinin fiyatlar üzerindeki etkisini ise standart Gordon Büyüme Modeli ile açıklamak mümkündür. Gordon modeline göre bir hisse senedinin fiyatı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Burada;

P_0 = Hisse Senedinin Fiyatı

D_1 = Gelecek Dönemdeki Karpayı Kazancı

k = Sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı ve hisse senedi risk primini de içerir)

g = Karpayı Büyüme Oranı

Bu modelden hareketle, diğer şeyler sabitken, yabancı portföy yatırımlarının girişi sonucunda, azalan risk primi nedeniyle sermaye maliyetinde yaşanacak olan bir düşüş fiyatların artmasına neden olacaktır.

Likiditeyi artırıp bu sayede riski azaltması dışında yabancı portföy yatırımları fiyatlar üzerinde farklı şekillerde de etkili olabilir. Yabancı portföy yatırımlarının artması, rekabetin artmasına, sermayenin daha etkin kullanılabilceği yerlere transferine, kaynakların daha etkin kullanılmasına olanak sağlar. Bununla birlikte firmaların borçlanma alternatifleri artar. Firmalar optimal yurt içi borçlanma maliyetlerini ve optimal yurt dışı borçlanma maliyetlerini karşılaştırarak en uygun borçlanma stratejisini seçme şansına sahip olur. Bunu yaparken, finans piyasalarında artan likidite nedeniyle borçlanmalarını daha düşük faiz oranlarından gerçekleştirebilirler.

Benzer şekilde, yabancı portföy yatırımlarını gerçekleştiren kurumların büyük ve kurumsal olması nedeniyle, bu yatırımlar, beraberinde bu piyasalara teknik donanım ve nitelikli personel getirebilmektedir. Bu sayede piyasadaki bilgi akışı kalitesi artmakta dolayısıyla piyasalar daha etkin bir şekilde işlemektedir. Teknik donanım ve nitelikli

personel sayesinde diğer bireysel yatırımcıların ilgisini piyasaya çekmek daha kolay olmaktadır. Yine bu kurumların, değişik risk tercihlerine sahip bireysel yatırımcılar için sunduğu çeşitli yatırım kompozisyonları, piyasaların rekabet güçlerini artırabilmektedir. Bu faktörlerin de fiyatlara yansiyabileceği göz ardı edilmemelidir.

Tez çalışmasının bir sonraki bölümünde, yabancı yatırımcıların İMKB’de yaptıkları yatırımların İMKB getirisi üzerinde etkili olup olmadığı, Ekonometrik yöntemlerle test edilecektir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ İMKB GETİRİSİ ÜZERİNE ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi inceleyen çok az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki Eviews 4.1. programı kullanılarak, VAR yöntemi çerçevesinde analiz edilmiştir.

Bu bölümde ilk olarak veri seti ve ekonometrik yöntem hakkında bilgiler verilecek, daha sonra elde edilen sonuçlar değerlendirilecektir.

5.1. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem

Bu çalışmada, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik olarak, Ocak 1997 ile Şubat 2005 dönemleri arasında yer alan aylık veriler kullanılmıştır. Buna göre gözlem sayısı her bir değişken için 98 olarak gerçekleşmiştir. Veriler ile ilgili kısaltmalar ve bu verilerin kaynakları Tablo 5.1.’de verilmiştir. Hisse senedi getirisini ölçmeye yönelik olarak, İMKB 100 Endeksinin getirisi, $RET_t = [(İMKB100_t - İMKB100_{t-1}) / İMKB100_{t-1}]$ şeklinde hesaplanmıştır. Yabancı portföy yatırımlarını ölçmede ise İMKB’de işlem yapan yabancı yatırımcıların saklama bakiyesinden yararlanılmıştır. İMKB’nin internet sitesinde Amerikan Doları cinsinden yayınlanan saklama bakiyeleri, TCMB Veri Dağıtım Sisteminde yer alan aylık efektif döviz kuru üzerinden Türk Lirası’na çevrilmiştir.

Tablo 5.1. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Kısaltma	Açıklaması	Kaynak
RET	İMKB 100 Getirisi	TCMB Veri Dağıtım Sistemi
FPI	Yabancı Portföy Yatırımları	İMKB Yabancı Saklama Bakiyeleri
IIP	Sanayi Üretim Endeksi (97=100)	TCMB Veri Dağıtım Sistemi

Tablo 5.2.'de ise, kullanılan değişkenlerle ilgili, bazı önemli istatistiksel bilgiler verilmiştir. Tablodan da görüleceği üzere hisse senedi getirisinin ortalaması, 0,049 standart sapması ise 0,18'dir. Yabancı portföy yatırımlarının ise ortalaması 6.307,9 YTL, standart sapması ise 5.325,3'dür. Üretim endeksinin ortalaması 104,7 standart sapması ise 11,51'dir. Buradan hareketle, veriler arasında en değişken verinin hisse senedi getirisi olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 5.2. Verilerle İlgili İstatistiksel Bilgiler

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Medyan	Maksimum	Minimum
RET	0,049	0,18	0,034	0,79	-0,39
FPI (YTL)	6.307,9	5.325,3	5.989,9	26.297,6	484,5
IIP	104,7	11,51	103,55	132,4	80,9

Tablo 5.3.'de ise değişkenlere ilişkin korelasyon matrisi verilmiştir. Buna göre, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki korelasyon katsayısı 0,93'tür. Bu da her iki değişken arasında doğru yönlü güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Üretim endeksi ile diğer değişkenler arasında ise güçlü bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 5.3. Korelasyon Matrisi

	DLNFPI	DLNIIPSA	RET
DLNFPI	1.000000	0.217001	0.939233
DLNIIPSA	0.217001	1.000000	0.198902
RET	0.939233	0.198902	1.000000

Çalışmada kullanılacak model Narag'ın (2000) çalışmasını temel almıştır. Bu çalışmada kullanılan yöntem, zaman serisi ekonometrisidir. Zaman serisi ekonometrisine göre; geçmiş dönemlerde serinin izlediği yolun gelecek dönemlerde de tekrarlanarak devam edeceği varsayımı ile geçmiş açıklanmaya ve gelecek tahmin edilmeye çalışılır.

Zaman serisi ekonometrisi yöntemi kapsamında, modelde kullanılan serilerin durağanlığı (Stationarity) için Pekiştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented

Dickey-Fuller Unit Root Test), Phillips-Perron Birim Kök Testi (Phillips-Perron Unit Root Test) ve KPSS testi (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Unit Root Test) yapılmıştır. VAR Modeli (Vector Autoregression Model, VAR Model) kapsamında modelde kullanılan değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek için önce, Granger Nedensellik Testi (Granger Causality Test) ve bu değişkenlerin arasındaki kısa dönemli etkileşimlerin ortaya konulması için Etki-Tepki Fonksiyonları (Impulse-Response Functions) ve Varyans Ayırıştırması (Variance Decomposition) teknikleri kullanılmıştır.

Sims (1980) tarafından geliştirilen ve Granger nedensellik testi modelini (Granger, 1969) temel alan Vektör Otoregresif (Vector Autoregressive, VAR) modelleri seçilen serilerin birbirleriyle olan ilişkilerin analiz edilmesini sağlamaktadır. VAR modelleri üzerinde çalışılan her bir değişkenin modeldeki tüm değişkenlerin cari ve geçmiş değerleri üzerinde regresyonundan oluşmaktadır.

Sims(1980) metodolojisi doğrultusunda, Narag (2000) tarafından oluşturulan VAR modeli, üç değişkenden oluşmaktadır. Modelde hisse senetleri ve portföy yatırımları dışında üçüncü bir değişken olarak sanayi üretim endeksine yer verilmiştir. Sanayi üretim endeksinin modele alınmasındaki neden: Yabancı portföy yatırımlarının hisse senetleri getirisi üzerinde, sanayi üretim endeksini artırarak, başka bir ifade ile ekonomik büyümeyi sağlayarak dolaylı bir etki yapıyor olmasıdır (Narag, 2000:12). Buna göre denklem sistemi aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} FPI_t &= a_0 + \sum a_{1i} FPI_{t-i} + \sum a_{2i} RET_{t-j} + \sum a_{3k} IIP_{t-k} + \mu_t \\ RET_t &= b_0 + \sum b_{1i} FPI_{t-i} + \sum b_{2i} RET_{t-j} + \sum b_{3k} IIP_{t-k} + v_t \\ IIP_t &= c_0 + \sum c_{1i} FPI_{t-i} + \sum c_{2i} RET_{t-j} + \sum c_{3k} IIP_{t-k} + \eta_t \end{aligned}$$

Burada;

$$\begin{aligned} \eta_t \quad v_t \quad \mu_t &= \text{Stokastik hata terimlerini} \\ RET_t &= \text{t dönemindeki hisse senedi getirisi} \\ FPI_t &= \text{t dönemindeki yabancı portföy yatırımı} \\ IIP_t &= \text{t dönemindeki sanayi üretim endeksi} \end{aligned}$$

RET_{t-i} = t-i dönemindeki hisse senedi getirisini ifade etmektedir.

Yukarıdaki denklem sisteminde optimum gecikme sayılarını belirlemek için, Akaike Information Kriteri (AIC) ve Schwartz Bayesian Kriteri (SBC) kullanılacaktır.

5.2. Birim Kök Testi Sonuçları

Granger ve Newbold (1974)'un durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde sahte regresyon problemiyle karşılaşılacağı göstermesinden bu yana, zaman serilerinin kullanıldığı çalışmalara bu serilerin durağanlığının araştırılmasıyla başlanması standart bir hal almıştır. Zaman serilerinin durağan olması olarak ifade edilen şey, zaman içinde varyansın ve ortalamasının sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin kovaryansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır (Gujarati, 1995:712).

$$\begin{aligned} \text{Ortalama} &= E(Y_t) = \mu \\ \text{Varyans} &= \text{var}(Y_t - \mu)^2 = \delta^2 \\ \text{Kovaryans} &= \chi_k = E((Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)) \end{aligned}$$

Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda, zaman serileri trend içerecektir. Bu durumda zaman serilerinin kullanılacağı tahmin ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon ortaya çıkacaktır.

Zaman serilerinin durağanlığının araştırılmasında en çok kullanılan yöntem ise ADF birim kök testidir. Bu çalışmada ise durağanlığın araştırılmasında, Pekiştirilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test), Phillips-Perron Birim Kök Testi (Phillips-Perron Unit Root Test) ve KPSS testi (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Unit Root Test) uygulanmıştır.

Tablo 5.4., Tablo 5.5. ve Tablo 5.6. birim kök testleri sonuçlarını göstermektedir. Yabancı portföy yatırımları ve üretim endeksi serileri logaritmik olarak düzeltilmiştir. Ayrıca üretim endeksi serisi (IIP), mevsimsel etki gösterdiği için, bu

seriye mevsimsel düzeltme uygulanmıştır. Buna göre üretim endeksi serisi LNIİPSA, LNFPI şeklinde adlandırılmıştır. Serilerin birinci farkı alındığında ise serinin önüne D harfi getirilmiştir. Tüm testlerde benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Birim kök testinde ilgili önemlilik düzeylerine göre serinin birim kök içermediği yani serinin durağan olduğu, ilgili bölüm kalın yazılarak vurgulanmıştır. Buna göre ADF test sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 5.4. ADF Testi Sonuçları

Değişken	Model	Test İstatistiği	Kritik Değer			Gecikme Sayısı
			%1	% 5	%10	
RET	Sabit	-7.347711	-3.499910	-2.891871	-2.583017	1
RET	Sabit ve Trendli	-7.347510	-4.056461	-3.457301	-3.154562	1
LNIİPSA	Sabit	-0.531636	-3.499910	-2.891871	-2.583017	1
LNIİPSA	Sabit ve Trendli	-1.530706	-4.056461	-3.457301	-3.154562	1
DLNIİPSA	Sabit	-9.744137	-3.500669	-2.892200	-2.583192	1
DLNIİPSA	Sabit ve Trendli	-9.819318	-4.057528	-3.457808	-3.154859	1
LNFPI	Sabit	-1.067627	-3.499910	-2.891871	-2.583017	1
LNFPI	Sabit ve Trendli	-2.011256	-4.056461	-3.457301	-3.154562	1
DLNFPI	Sabit	-7.068411	-3.500669	-2.892200	-2.583192	1
DLNFPI	Sabit ve Trendli	-7.046824	-4.057528	-3.457808	-3.154859	1

Tablo 5.4. incelendiğinde, yabancı portföy yatırımları ve mevsimsel düzeltilmiş üretim endeksi serileri, seviye düzeyinde yapılan durağanlık sonuçlarına göre, trend ve sabit içerdiğinden her iki serinin birinci farkları alınarak, tekrar test edilmiştir. Yabancı portföy yatırımları ve mevsimsel düzeltilmiş üretim endeksi serilerinin birinci farkları durağanlık şartını sağlamıştır. Hisse senedi getirisi serisi ise seviye düzeyinde durağanlık koşulunu sağlamıştır.

Tablo 5.5. PP Testi Sonuçları

Değişken	Model	Test İstatistiği	Kritik Değer			Gecikme Sayısı
			% 1	% 5	% 10	
RET	Sabit	-10.56408	-3.499167	-2.891550	-2.582846	3
RET	Sabit ve Trendli	-10.55120	-4.055416	-3.456805	-3.154273	2
LNIİPSA	Sabit	-1.375200	-3.499167	-2.891550	-2.582846	4
LNIİPSA	Sabit ve Trendli	-3.566787	-4.055416	-3.456805	-3.154273	5
DLNIİPSA	Sabit	-19.05740	-3.499910	-2.891871	-2.583017	3

DLNİİPSA	Sabit ve Trendli	-19.14434	-4.056461	-3.457301	-3.154562	3
LNFPİ	Sabit	-1.080803	-3.499167	-2.891550	-2.582846	4
LNFPİ	Sabit ve Trendli	-2.192619	-4.055416	-3.456805	-3.154273	4
DLNFPİ	Sabit	-10.32651	-3.499910	-2.891871	-2.583017	4
DLNFPİ	Sabit ve Trendli	-10.28039	-4.056461	-3.457301	-3.154562	4

Tablo 5.5.'de Phillips-Perron Birim Kök Testi sonuçları yer almaktadır. KPSS birim kök testi sonuçları da Phillips-Perron ve ADF test sonuçlarını doğrular niteliktedir. Burada da üretim endeksi ve yabancı portföy yatırımları değişkenleri birinci farkı alındığında getiri değişkeni ise farkının alınmasına gerek duyulmadan durağanlık koşulunu sağlamaktadır.

Tablo 5.6. KPSS Testi Sonuçları

Değişken	Model	Test İstatistiği	Kritik Değer			Gecikme Sayısı
			% 1	% 5	% 10	
RET	Sabit	0.175035	0.739000	0.463000	0.347000	1
RET	Sabit ve Trendli	0.055841	0.216000	0.146000	0.119000	1
LNİİPSA	Sabit	0.801920	0.739000	0.463000	0.347000	7
LNİİPSA	Sabit ve Trendli	0.252752	0.216000	0.146000	0.119000	7
DLNİİPSA	Sabit	0.155940	0.739000	0.463000	0.347000	1
DLNİİPSA	Sabit ve Trendli	0.025364	0.216000	0.146000	0.119000	1
LNFPİ	Sabit	1.149572	0.739000	0.463000	0.347000	7
LNFPİ	Sabit ve Trendli	0.189515	0.216000	0.146000	0.119000	7
DLNFPİ	Sabit	0.087902	0.739000	0.463000	0.347000	4
DLNFPİ	Sabit ve Trendli	0.077823	0.216000	0.146000	0.119000	4

Araştırmanın bundan sonraki aşamalarında, sahte regresyon probleminden kaçınmak için üretim endeksi ve yabancı portföy yatırımları değişkenleri birinci farkı alınarak, getiri değişkeni ise farkı alınmadan analiz edilecektir.

5.3. Gecikme Sayısının Tespiti

VAR analizinde önemli kararların başında, modelde yer alan serilerin gecikme sayısının belirlenmesi gelmektedir. Modelde gecikme sayısının belirlenmesinde, Tablo

5.6.'da görüleceği üzere Akaike Bilgi Kriteri (AIC), ve Schwarz Kriteri (SC) dikkate alınmıştır.

Tablo 5.6. Gecikme Sayısının Tespiti

Gecikme	Akaike AIC	Schwarz SC
1 – 12	-4.628992	-1.439176
1 – 11	-4.886175	-1.975205
1 – 10	-5.147843	-2.511872
1 – 9	-5.444671	-3.079940
1 – 8	-5.486970	-3.389805
1 – 7	-5.736874	-3.903680
1 – 6	-5.962146	-4.399733
1 – 5	-6.154312	-4.847163
1 – 4	-6.423623	-5.368426
1 – 3	-6.504603	-5.698115
1 – 2	-6.709246	-6.148295
1 – 1	-6.614998	-6.296477

VAR modelinde kullanılacak gecikme sayısı en küçük Akaike ve Schwarz Kriteri olmalıdır. Buna göre Akaike Kriterinin aldığı en düşük gecikme değeri 2, Schwarz Kriterinin ise 1'dir. VAR modelinde kullanılacak gecikme sayısı Schwarz Kriterine göre belirlenmiştir.

5.4. Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek amacıyla yapılan Granger nedensellik testi sonuçları, aşağıdaki tabloda verilmiştir. Buna göre, hisse senedi getirisi ile yabancı portföy yatırımları arasında karşılıklı olarak bir nedensellik ilişkisi yoktur. Üretim endeksi ise tek yönlü olarak, hisse senedi getirisi ve yabancı portföy yatırımlarının nedenselidir.

Tablo 5.7. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
RET, DLNFPI'nin Granger nedeni değildir	96	0.57459	0.45036
DLNFPI, RET'nin Granger nedeni değildir		0.28655	0.59372
DLNIIPSA, DLNFPI'nin Granger nedeni değildir	96	4.67192	0.03323

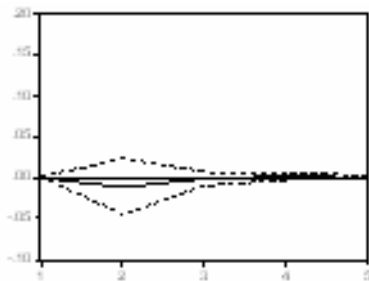
DLNFPI, DLNIIPSA'nin Granger nedeni değildir		0.16871	0.68220
DLNIIPSA, RET'nin Granger nedeni değildir	96	4.75769	0.03169
RET, DLNIIPSA'nin Granger nedeni değildir		0.18852	0.66516

Bir başka ifade ile üretim endeksinde yaşanan değişimler hisse senedi getirisini ve yabancı portföy yatırımlarını etkilerken, hisse senedi getirisi ve yabancı portföy yatırımları, üretim endeksi üzerinde etkili değildir.

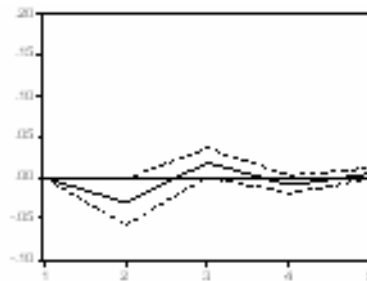
5.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Etki-tepki fonksiyonu VAR modeli içinde yer alan serilerin hata terimlerinde meydana gelen şoklara karşı ne yönde ve ne ölçüde tepki gösterdiğinin, varyans ayrıştırması analizi ise bir seride meydana gelen değişmelerin kaynaklarının araştırılmasında kullanılan bir yöntemdir. Etki-tepki fonksiyonunun kullanım amacı, serilerden birine bir birimlik şok uygulandığında diğer serilerin bu değişime gösterdikleri tepkinin görülebilmesidir. Bir başka ifade ile etki-tepki fonksiyonları, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalı şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtır. VAR analizinde, incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede, etki-tepki fonksiyonlarının büyük payı vardır. Bir makro-ekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile; etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise, etki-tepki fonksiyonları ile belirlenir(Özgen ve Güloğlu, 2004:99). Aşağıda etki tepki fonksiyonu sonuçları verilmiştir.

Hisse senedi getirisine tepkisi



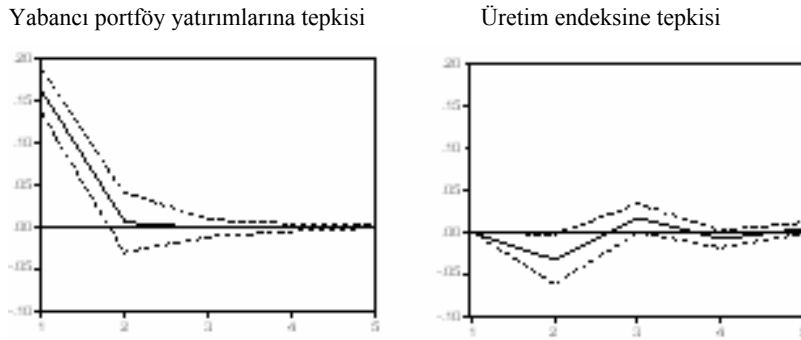
Üretim endeksine tepkisi



Şekil 5.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki

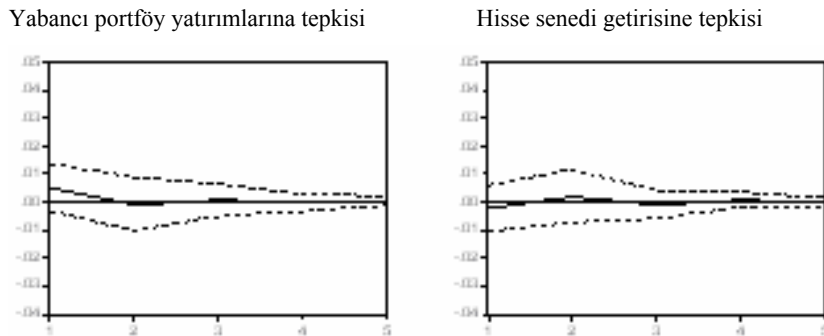
Yabancı portföy yatırımlarına uygulanan bir standart hatalık şokların, bu seriyi nasıl etkilediği Granger nedensellik testinin sonuçlarını doğrulamaktadır. Yani hisse

senedi getirisinde meydana gelen bir birimlik şokun, yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi olmamaktadır. Ancak üretim endeksinde meydana gelen bir birimlik şok karşısında yabancı portföy yatırımlarında, ilk üç dönem azaltıcı bir etki olmakta üçüncü dönemden sonra bu etki pozitifte dönüp dördüncü dönemde ortadan kalkmaktadır.



Şekil 5.2. Hisse Senedi Getirisinin Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki

Yabancı portföy yatırımları ve üretim endeksinde meydana gelen bir birimlik şoka hisse senedi getirisinin verdiği tepki nedensellik testi sonuçlarından farklıdır. Etki-tepki analizine göre yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir birimlik şok hisse senedi getirisini olumlu olarak ve büyük oranda etkilemektedir. Ancak bu etki ikinci dönemin sonunda ortadan kalkmaktadır. Üretim endeksinde meydana gelen bir birimlik şok karşısında, hisse senedi getirisi yabancı portföy yatırımlarında olduğu gibi, ilk üç dönem negatif olmakta üçüncü dönemden sonra bu etki pozitifte dönüp dördüncü dönemde ortadan kalkmaktadır.



Şekil 5.3. Üretim Endeksinin Bir Birimlik Şoka Gösterdiği Tepki

Yabancı portföy yatırımlarında ve hisse senedinde meydana gelen bir birimlik şok karşısında üretim endeksinde meydana gelen değişim Şekil 5.3'te görülmektedir. Bu iki seride meydana gelen şoklar üretim endeksi üzerinde anlamlı bir etki yapmamaktadır. Çünkü anlamlı bir etkiden bahsedebilmek için üç çizginin de 0 çizgisinin bir tarafında toplanması gerekmektedir.

5.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Değişkenler arasındaki doğrudan ve dolaylı etkinin belirlenmesinde kullanılan varyans ayrıştırması, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerden birinde meydana gelen şokların kaynaklarını yüzde olarak ifade eder. Yani, değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden ve diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösterir. Bir değişkende meydana gelen değişimlerin tamamı kendisindeki şoktan kaynaklanıyorsa, bu durum değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini, modeldeki diğer değişkenlerden kaynaklanıyorsa değişkenin içsel olduğunu gösterir (Özgen ve Güloğlu, 2004:101).

Tablo 5.8. Varyans Ayrıştırması DLNIIPSA

Süre	S.E.	DLNIIPSA	DLNFPI	RET
1	0.040925	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.046658	99.84775	0.136502	0.015745
3	0.048175	99.81673	0.160206	0.023060
4	0.048600	99.80972	0.165491	0.024786
5	0.048722	99.80775	0.166999	0.025253

Tablo 5.9. Varyans Ayrıştırması DLNFPI

Süre	S.E.	DLNIIPSA	DLNFPI	RET
1	0.164984	1.488342	98.51166	0.000000
2	0.168276	4.635283	94.72071	0.644011
3	0.169234	5.658978	93.70200	0.639021
4	0.169480	5.929896	93.43193	0.638177
5	0.169550	6.006791	93.35547	0.637743

Tablo 5.10 Varyans Ayrıştırması RET

Süre	S.E.	DLNIIPSA	DLNFPI	RET
1	0.172441	0.887410	87.19165	11.92094
2	0.175792	4.010504	84.14984	11.83966
3	0.176623	4.861799	83.40082	11.73738

4	0.176832	5.085248	83.20441	11.71034
5	0.176892	5.149331	83.14821	11.70246

Tablo 5.8.'de 5 dönem için, üretim endeksi değişkeninin varyans ayrıştırması verilmiştir. Bu serinin değişimlerinin kendi gelecek değerini açıklamada %100'lük etkiye sahip olduğunu tablodan görebilmekteyiz. Yabancı portföy yatırımlarında ki değişimi açıklamada da %98 oranında değişkenin kendisinin etkili olduğunu görmekteyiz. Hisse senedi getirisinde meydana gelen değişimlerin kaynağının %87'lik kısmı yabancı portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, buradaki değişim kavramı modelin hata terimi, yani serinin tahmin edilemeyen hareketi anlamında olup etki-tepki fonksiyonu konusundaki serilere uygulanan bir birimlik değişim başka bir ifade ile şok kavramıyla karıştırılmamalıdır. İlk aylarda, portföy yatırımlarından kaynaklanan bu etki, sonraki aylarda küçük miktarlarda da olsa azalmakta, yine küçük miktarlarda da olsa üretim endeksinin etkisi artmaktadır.

5.7. Uygulama Özet ve Sonuç

VAR analizi sonucu elde edilen bulgular, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasında bir nedensellik ilişkisi göstermemektedir. Ancak üretim endeksinin yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirisinin Granger nedenseli olduğu yapılan testlerde ortaya konmuştur. Yapılan durağanlık testi sonucu değişkenlerin aynı seviyeden durağan olmaması, eşbütünleşme analizinin yapılamamasına neden olmuştur. Bu durum da değişkenler arasında uzun dönem bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. VAR analizinin uygulanmasında ise veriler durağan oldukları seviyelerde kullanılmışlardır. Çünkü durağan olmayan seriler kullanılarak yapılan tahminler doğru olmayan sonuçlar ortaya koyabilmektedir.

VAR analizinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve varsayım ayrıştırmaları söz konusu seriler arasında uzun dönemli bir etkileşimin söz konusu olmadığına işaret etmektedir. Değişkenlerin birbirlerindeki bir standart hatalık şoklara gösterdikleri anlamlı tepkiler en geç dördüncü dönemde ortadan kalkmıştır. Varyans ayrıştırması analizinden elde edilen sonuçlarda, söz konusu değişkenlerde meydana gelen değişimlerin neredeyse tamamının kendisindeki şoklardan kaynaklandığı, yani söz konusu değişkenlerin dışsal olarak hareket ettiği görülmektedir. Bu analizler ışığında,

çalışmanın amacı bakımından, yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirisi üzerinde etkinliği olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Küreselleşmeyle birlikte teknolojiadaki değişmeler, finans piyasalarının serbestleşmesi uluslararası sermayenin kolayca yer değiştirmesini sağlamıştır. Gelişmiş ülkelerde yüksek kar elde edemeyen sermaye yüksek kar elde edebileceği başka bölgelere doğru akmaya başlamıştır.

Gerekli finansman ihtiyacını yurt içindeki tasarruflarla karşılayamayan gelişmekte olan ülkeler ise daha çok yabancı sermayeyi kendilerine çekmeye çalışmışlardır. Fakat uzun vadeli sermaye hareketleri yanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin de zamanla artması bu ülkelerin ekonomik yapılarını olumsuz etkilemeye başlamıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin daha çok spekülasyon amaçlı olması ve kısa sürede sürü şeklinde aniden piyasadan çıkabilme özelliği 90'lı yıllarda bir çok gelişmekte olan ülke ekonomisinde, bu yatırım türünün krizlerle birlikte anılmasına neden olmuştur.

Kriz yaşayan ekonomilerin bu krizlerin etkilerinden kurtulmaya başlamasıyla birlikte yabancı portföy yatırımlarına yönelik bu şüpheli yaklaşımda değişimler meydana gelmiştir. Bu dönemde Literatürde yabancı portföy yatırımlarının ekonomiler üzerinde olumlu etkilerinin olduğunu ortaya koyan hatta doğrudan yatırımlara oranla yerel ekonomi açısından daha faydalı olduğunu savunan çalışmalar yapılmıştır.

Yabancı portföy yatırımlarının büyüme ve sermaye piyasalarının gelişimi üzerindeki etkisi bir çok çalışmada araştırılmış, yabancı sermaye hareketlerinin sermaye piyasalarının gelişmesine olumlu katkı sağlayarak bu sayede ekonomilerin uzun dönem

gelişiminde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalarda yabancı portföy yatırımlarının, risk paylaşımına ve etkin kaynak dağılımına imkan sağladığı için, yerel ekonomiler açısından son derece önemli olduğu ortaya konulmuştur.

Çünkü sermaye piyasaları küçük ve dağınık tasarrufları birleştirerek sanayiye finansal kaynak aktaran bir sistemdir. Sanayileşme için ihtiyaç duyulan yatırımlar çoğunlukla orta ve uzun vadeli fonları gerektirir. Sermaye piyasasında orta ve uzun vadeli fon arz edenler ile bu fonları talep edenler aracı kurumlar aracılığıyla ve menkul kıymetler vasıtasıyla fon alışverişinde bulunurlar. Böylelikle sermaye piyasası finansal kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasına yardımcı olur.

Yatırımcıların, uluslar arası çeşitlendirme yoluyla oluşturdukları portföylerin, dolayısıyla sınırlar arası portföy yatırımlarının fiyatlar üzerindeki etkisi, özellikle gelişmekte olan ülkeler ekseninde, bir çok çalışmada incelenmiştir. Merton (1987) ve Errunza ve Losq (1985) çalışmalarında, böyle bir dışsal etkinin Meksika hisse senetleri fiyatlarında, diğer değişkenler sabit iken, kalıcı bir artış yarattığını ve bu artışın çeşitlendirme, risk paylaşımı ve düşük risk primi beklentisi nedeni olduğunu ortaya koymuşlardır. Allen ve Gale (1991) ise çalışmalarında, yabancı portföy yatırımlarını yerel hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisini kabul etmekle birlikte, bu etkinin nedeni azalan likidite riskine bağlamışlardır.

Benzer şekilde, bir çok çalışmada yabancı portföy yatırımları ile yerel hisse senedi fiyatları arasında eş zamanlı, pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur (Bohn ve Tesar, 1996; Clark ve Berko, 1996). Henry (1997) araştırmasında, sermaye piyasaları liberalizasyon çalışmalarına, sermaye piyasalarının pozitif tepki verdiğini tespit etmiştir.

Clark ve Berko (1996), tarafından yapılan çalışmada, portföy yatırımlarındaki beklenmedik %1'lik artışın, Meksika hisse senedi fiyatlarında %13'lük bir artışa neden olduğu ortaya konmuştur. Clark ve Berko'ya (1996) göre kalıcı olan bu artışın nedeni daha iyi risk paylaşımı, artan likidite ve azalan sermaye maliyetinden kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde Güney Kore sermaye piyasaları üzerinde araştırma

yapan Jun (1993) ise, bir milyar dolarlık yabancı satın almalarının, Kore hisse senetleri üzerinde ortalama %24'lük artışa neden olduğunu belirlemiştir.

Sermaye piyasalarında likiditeyi arttırması bu sayede riski azaltması nedeniyle gerekli finansman ihtiyacını yurt içindeki tasarruflarla karşılayamayan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için, yabancı portföy yatırımlarının önemi artmaktadır. Bu tez çalışmasında, yabancı portföy yatırımlarının, hisse senedi getirisi üzerine etkisi incelenmiştir. Ve bu etki İMKB'de ekonometrik olarak test edilmiştir.

VAR analizi kullanılarak yapılan testler sonucunda elde edilen bulgular, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasında bir nedensellik ilişkisi göstermemektedir. Ancak üretim endeksinin yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirisinin Granger nedenseli olduğu yapılan testlerde ortaya konmuştur. VAR analizinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve varsayım ayrıştırmaları söz konusu seriler arasında uzun dönemli bir etkileşimin söz konusu olmadığına işaret etmektedir. Değişkenlerin birbirlerindeki bir standart hatalık şoklara gösterdikleri anlamlı tepkiler en geç dördüncü dönemde ortadan kalkmıştır. Varyans ayrıştırmaları analizinden elde edilen sonuçlarda, söz konusu değişkenlerde meydana gelen değişimlerin neredeyse tamamının kendisindeki şoklardan kaynaklandığı, yani söz konusu değişkenlerin dışsal olarak hareket ettiğini göstermektedir. Bu analizler ışığında, çalışmanın amacı bakımından, yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirisi üzerinde etkinliği olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özetle, uygulama sonuçlarına göre, İMKB'de yabancı portföy yatırımları hisse senedi getirisi üzerinde bir etkiye sahip değildir. Her ne kadar her iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,93 olsa da, bir başka ifade ile bu iki değişken birlikte hareket ediyor olsa da, aralarında bir nedensellik ilişkisi bulunmamıştır.

Ortaya çıkan bu sonuç, ilgili literatürle çelişmektedir. Böyle bir sonucun ortaya çıkma nedeni yabancı portföy yatırımları değişkenini temsil eden ve İMKB'nin internet sitesinden temin edilen saklama bakiyeleri tutarlarından kaynaklanmış olabilir. Çünkü ilgili veriler 2005 yılının şubat ayına kadar yabancılara ait saklama bakiyelerini vermektedir. Sonraki dönemlerin verilerine ise Takasbank'ın internet sitesinden ulaşılmaktadır. İlgili kurumlar tarafından yayınlanan bu veriler arasındaki çelişkiler söz

konusudur. Son yıllarda yabancıların sahiplik oranı %40 ile %70 arasında değişirken, İMKB tarafından yayınlanan yabancı saklama bakiyelerini, ilgili dönemim piyasa değerine oranladığımızda %15 civarı sonuçlar elde edilmektedir. Bu nedenle konu ile ilgili sonraki çalışmalarda, yabancı yatırımları temsilen daha sağlıklı veriler kullanılması yararlı olacaktır.

KAYNAKÇA

Adabag, C. M., Ornelas, J. R., (2004). "Behavior and Effects of Foreign Portfolio Investors on İstanbul Stock Exchange"

Erişim Adresi: <http://www4.fe.uc.pt/eefs/pap/adabag&ornela-11.pdf>

Erişim Tarihi: 03.08.2005

Aggarwal, Raj (1995). "Investing in Emerging Markets: Challenge and Opportunities", *Global Portfolio Diversification, Risk Management, Market Microstructure and Implementation Issues*, Edited Raj Aggarwal and David C. Schirm, Academic Press

Akçay, B. ve Öğretmen E., (1995). "Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de Mali Piyasalar", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 32 (Ekim 1995), s. 43-57

Akdiş, Muhammet. "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye:Finansal Krizler-Beklentiler", *Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi*, Yıl:7, Sayı:26, (Ekim-2002), s.1-45

Akdiş, Muhammet. "Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler", İstanbul, YASED Yayınları No:33,1988

Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2002) "The Making of the Turkish Crisis" UNCTAD, Cenevre.

- Akyüz, Y. ve Cornford, A., (1999). "Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System", UNCTAD Discussion Paper.
- Ali Alp(1999). "Uluslararası Finansal Sistemin Yeni Mimarisi" *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Nisan 1999, s. 12-21
- Aslan, Serkan (2001). "Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye", *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul.
- Ataç, Kurter(2000), "Küreselleşme; Bir Değerlendirme", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, cilt 18, sayı 1, 2000
- Aydoğuş, İsmail(2001). "Global Büyüme ve Kriz", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 2, Sayı 1, Temmuz 2001.
- Aysu İnel, Nesrin Sungur(2003). "Tek Tartışma Metinleri Yabancı Sermaye Hareketlerinin Temel Makro Ekonomik Değişkenler Üzerinde Etkisi"
- Bekaert, G., ve Harvey, C., (1998). "Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns", NBER Working Paper No. 6669.
- Bekaert, G., Harvey, C., Lumsdaine, R., (2000). "The Dynamics of Emerging Market Equity Flows", NBER Working Paper No. 7219.
- Bohn, H., ve Tesar, L.L., (1996). "US Equity Investment In Foreign Markets: Portfolio Rebalancing Or Return Chasing?" *American Economic Review* 86, s. 77-81.
- Boratav, Korkut. (1994), "Türkiye'yi Adeta Bir Borsaya Dönüştürdüler", *İktisat, İşletme ve Finans*, Mayıs-Haziran.
- Boratav, Korkut. (2001) "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri" *İktisat, İşletme ve Finans*, No 186

- Buch M.Claudia, Heinrich Raulph, Capital Flows to Transition Economies,How risky is financial İntegration.www.icogec.org/research/FORD/Kort-sum/buch-heinrich.sum
- Bulutoğlu, Kenan (1970), “*Türkiye’de Yabancı Sermaye*”, Gerçek Yayınevi, İstanbul.
- Calvo Guillermo, Leiderman Leonardo ve Reinhart Carmen (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in latin America”, IMF Staff Papers, Vol.40, No.1, March
- Clark, J ve Berko, E. (1996). “Foreign Investment Fluctitions and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico” Research Paper from Federal Reserve Bank of New York, Kasım 1996, No: 9635
- Cömert, Faruk(1998). “Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü, Geleceği”, *Hazine Dergisi*, Ekim 1998, sayı 12
- CSIS (Center for Strategic and International Studies). 2002, “Factors Influencing Foreign Investment Decisions”. (<http://www.globalization101.org/issue/investment>)
- Dağlı, H. ve Terzi. H., (1994). "Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyona Geçiş: L. Amerika ve Türkiye Deneyimi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*.
- Dahlquist, M. Ve Robertson, G. (2004) “A Note on Foreigners Trading and Price Effects Across Firms”, *Journal of Banking & Finance*, 28, s. 615-632.
- Derviş, K. ve Petri, P.A., 1987, “The macroeconomics of successful development:What are the lessons?”, Presented for the NBER Conference on Macroeconomics, March, 13-14, Mass: Cambridge.
- Dooley Michael, Fernandez Arias Eduardo ve Kletzer Kenneth (1996). “Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries”, *The World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1

- Erdilek, Asım (1998). “Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Değerlendirilmesi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Haziran, 1998.
- Erol , Ahmet (2000). “Yabancı Sermaye ”, *Mükellefin Dergisi* , Sayı:93 , s.72-83.
- Errunza, V. ve Etienne L., (1985), “International assets pricing under mild segmentation: Theory and Tests” *Journal of Finance* 40, s. 105-124
- Fernandez Arias Eduardo(1996). “The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?”, *Journal of Development Economics*, Vol.48
- Fernandez Arias Eduardo ve Montiel Peter(1996). “The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview, *The World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1, January
- Fisher, S., 1998, “Capital Account liberalization and the role of the IMF” in should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? *Essays in international Finance* no:207, Princeton University, Princeton.
- Fisher, S.,Cooper, R., Dornbush, R., Garber, P.M., Massad, C., Polak, J.J., 1998, “Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?” *Essays in international finance* no:207, Princeton University, Princeton
- Frankel Jeffrey ve Okongwu Chudozie (1996), “Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence”, *International Journal of Finance Economics*, Vol.1
- Güloğlu, B., Altunoğlu, E., (2002), “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri” , *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim 2002

- Günçavdı, Ö., M. Bleaney and A. McKay (1999), "The Response of Private Investment to Structural Adjustment-A Case Study of Turkey", *Journal of International Development*, Vol. 2.
- Güven, Samih(2001). "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Ağustos 2001.
- Helleiner, G.K. (1997), "Capital Account Regimes and The Developing Countries", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol.VIII, UNCTAD.
- Henry, P. B. (2000) "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", *Journal of Finance* 55, s. 529-564.
- IMF occasional papers no:77, determinants and systematic consequences of international capital flows, Washington DC march 1991, 24-26
- International Finance Corporation, IFC, (1996-1999), Emerging Stock Markets
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, March 11, 2005, International Financial Statistics.
- İktisadi Kalkınma Vakfı (2002). "Avrupa Birliği'nin Sermayenin Serbest Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı Ve Türkiye'nin Uyumu"
- İMKB Araştırma Müdürlüğü, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", *İMKB Dergisi*, Kasım 1994, İstanbul.
- Karlık, Rıdvan(2002), "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>
- Kılıçoğlu, Devrim(1998). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımları ve Türkiye", *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Korkmaz, Turhan (2001) “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü” *İMKB Dergisi*, Cilt:5, Sayı:17, Ocak/Şubat/Mart 2001.
- Krugman, Paul., (1997). “Currency Crises”
Erişim Adresi: <http://web.mit.edu/krugman/crises.html>
Erişim Tarihi: 13.06.2005
- Levine, Ross ve Sara Zervos, (1998) “Stok market development and long run growth”, *World Bank Economic Review* 10. s. 323-340
- Mejia, A., L., (1999), "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", IMF Working Paper, International Monetary Fund.
- Oktar, S., (1995), "Uluslar Arası Sermaye Akışı ve Sıcak Para", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 32, Kasım 1995.
- Öztürk, Nursel , “Özelleştirme Eğitim Notları”
Erişim Adresi: http://www.ydk.gov.tr/egitim_notlari/ozellestirme.htm
Erişim Tarihi: 23.05.2004
- Saliğoğlu, İsmet (1998). “Türkiye’de Yabancı Sermaye”, Yüksek Lisans Tezi, *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara
- Seyidoğlu, Halil(1996), *Uluslararası İktisat*, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Solnik, Bruno., "Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically", *Financial Analysts Journal*, Jan-Feb 1995, s.92.
- Stiglitz, J.E., 2000. “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, World Development Report.
- Ulengin, B. and N. Yentürk (2001), "Impacts of Capital Flows on Aggregate Spending Categories: the Case of Turkey", *Applied Economics*, Vol. 33.

UNCTAD, World Investment Report 2004: The Shift Towards Services, annex tables B.1 ve B.2.

Uras, Gngr (1979). "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İktisadi Yayınlar, 1. Baskı, İstanbul.

Uygur, Ercan. (2001) "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" *Türkiye Ekonomisi Tartışma Metni*, No: 2001/01, Ankara.

Warther, V. A. (1195). "Aggregate Mutual Fund Flows And Security Returns", *Journal of Financial Economics* 39, s. 209-235

William F. Sharpe, "Capital Assets Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk", *Journal Of Finance*, Cilt XIX, No:3, Eylül 1964, s.425-442.

World Bank., (1997). "Private Capital Flows To Developing Countries: The Fioad To Financial Integration ", *A World Bank Policy Research Report*.

www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc.2002.

Yüce, Ayşe., (1997). "Türkiye'de liberalizasyon hareketlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi" *İMKB Dergisi* Cilt: 1 No: 4 Ekim-Aralık 1997 s. 1-13

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER:

Adı/ Soyadı : Emin Hüseyin ÇETENAK
Adres : Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü Balcalı Kampüsü
Yüreğir /ADANA
Telefon Faks : 322-3387254-60 (Dahili186) / 322-3387283-84
GSM : 0 505 790 1771
Elektronik Posta : cetenak@cu.edu.tr
Doğum Tarihi : 02.01.1976

EĞİTİM:

Tarih : Şubat 2006 – Devam ediyor
Kurum : Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Program : Doktora

Tarih : Eylül 2002 - Şubat 2006
Kurum : Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Program : İşletme Yüksek Lisansı

Tarih : Eylül 1998 – Haziran 2002
Kurum : Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F.
Program : İşletme Lisans