

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI VE BORSA BİLİM DALI

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE ETKİSİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Hazırlayan: **SELİN SARILI**

İSTANBUL, 2010

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI VE BORSA BİLİM DALI

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE ETKİSİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Hazırlayan: **SELİN SARILI**

Danışman: **YRD. DOÇ. DR. DİNA ÇAKMUR YILDIRTAN**

İSTANBUL, 2010

ÖNSÖZ

Günümüzde dünya konjonktürü ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan gelişmeler, finansal liberalizasyon ve sonucunda kısa vadeli sermaye akımları, siyasi etkenler ve yaşanan krizlerin etkisi, finans sektörünü ve dolayısıyla reel ekonomiyi önemli derecede etkilemektedir. Bu değişimler global yatırımcıların kararlarında ve tercihlerinde büyük rol oynamaktadır.

Global oyuncuların risksiz yüksek getiri elde etme iştahları sonucunda oluşan yatırım kararları ile finans piyasalarımıza büyük fonlar gelmektedir. Bununla birlikte içerde ve dışarıda yaşanan ekonomik krizler bu büyük fonları tedirgin ederek hızlı bir şekilde çıkmalarına neden olmaktadır. Bu tür yabancı sermaye hareketleri finans değişkenleri üzerinde azımsanamayacak etkilere neden olmaktadır.

Bu tezin oluşumunda bana yol gösteren, zaman ayıran danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Dina ÇAKMUR YILDIRTAN'a teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Tezin oluşumunda bana her zaman olduğu gibi gönülden destek veren annem Filiz SARILI'ya, babam Ömer SARILI'ya, yardımlarından dolayı arkadaşım Doğukan ÖZGEN ve Selin UĞURAL'a teşekkürlerimi sunarım.



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler
Üzerine Etkisi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Selin SARILI

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 23.06.2010

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Yrd.Doç.Dr.Zeynep Dina ÇAKMUR YILDIRTAN

Üye

Yrd.Doç.Dr.Murat AKBALIK

Üye

Yrd.Doç.Dr.Ayşegül BÖLÜKBAŞI

İÇİNDEKİLER

Türkçe Özet ve Anahtar Kelimeler	VI
İngilizce Özet ve Anahtar Kelimeler	VII
Tablolar Listesi.....	VIII
Şekiller Listesi.....	IX
Kısaltmalar	X
Giriş	1

1.BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI KAVRAMI

1.1. Sermaye Piyasaları.....	2
1.1.1. Sermaye Piyasalarının Doğuşu ve Gelişim Süreci	2
1.1.2. Sermaye Piyasalarının Önemi	3
1.1.2.1. Ekonomik Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi	3
1.1.2.2. Sosyal Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi	4
1.1.3. Sermaye Piyasalarının Olumlu ve Olumsuz Etkileri.....	5
1.1.3.1. Sermaye Piyasalarının Olumlu Etkileri.....	5
1.1.3.2. Sermaye Piyasalarının Olumsuz Etkileri.....	6
1.2. Türkiye Sermaye Piyasasının Doğuşu ve Gelişimi	7
1.2.1. Türkiye Sermaye Piyasasının Türleri	8
1.2.1.1. Birincil Piyasalar	8
1.2.1.2. İkincil Piyasalar	9
1.2.1.3. Para ve Sermaye Piyasaları	9
1.2.2. Türkiye Sermaye Piyasasının Yapısal Modeli İçindeki Kurumlar.....	10
1.2.2.1. Aracı Kurumlar	10
1.2.2.2. Kolektif Yatırım Kurumları	10
1.2.2.2.1. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı	11
1.2.2.2.2. Menkul Kıymetler Yatırım Fonu.....	11
1.3. Uluslararası Sermaye Piyasası	12
1.3.1. Uluslararası Sermaye Piyasası İşlemleri	12
1.3.1.1. Hisse Senedi	13
1.3.1.2. Türev Mali Araçlar	14
1.3.1.3. Tahvil	14
1.3.1.4. Eurobond	15
1.3.2. Uluslararası Sermaye Piyasalarının Sınıflandırılması	16
1.3.2.1. Gelişmiş Piyasalar	16
1.3.2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar	16
1.4. Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımları	17
1.4.1. Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ...	18
1.4.1.1. Siyasi İstikrar	19
1.4.1.2. Hukuki Düzenlemeler	19
1.4.1.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme.....	20
1.4.1.3.1. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması	21
1.4.1.3.2. Finansal Piyasalardaki Serbestleşme	21

1.4.1.3.3. Özelleştirme Çalışmaları	22
1.4.1.3.4. Makro Ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefi	23

2.BÖLÜM

YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

2.1. Yabancı Sermaye Kavramı	25
2.1.1. Doğrudan Sermaye Yatırımları	26
2.1.2. Dolaylı Sermaye Yatırımları	26
2.1.3. Resmi Sermaye Yatırımları	27
2.2. Türkiye’de Yabancı Sermayenin Gelişimi.....	28
2.2.1.1980 Öncesi Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları	28
2.2.2.1980 Sonrası Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları	28
2.3.Yabancı Sermayenin Yatırım Yapılan Ülke Üzerine Etkileri.....	29
2.3.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri	30
2.3.2. Sermaye Piyasaları Üzerine Etkileri	31
2.3.3. Uluslararası Ekonomik İlişkiler Üzerine Etkileri	33
2.3.4. Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri	33
2.4. Gelişmekte Olan Ükelere Giden Yabancı Sermaye Artışının Nedenleri	34
2.4.1. Gelişmekte Olan Ükelere Fon Akışının Nedenleri	35
2.4.1.1. İçsel Faktörler	35
2.4.1.2. Dışsal Faktörler	36
2.4.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Yatırımlar	37
2.4.2.1. Özel Sermaye Akımı	37
2.4.2.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Fon Türleri	38
2.4.2.3. Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar	38
2.5. Yabancı Sermayeyi Ülkeye Çekmek İçin İzlenecek Politikalar	39
2.5.1. Yabancı Sermaye Politikaları	39
2.5.1.1. Makro Ekonomik Politikalar	40
2.5.1.1.1. Ödemeler Dengesine İlişkin Politikalar	40
2.5.1.1.2. Faiz Oranları, Döviz Kurları ve Enflasyon’a İlişkin Politikalar	41
2.5.1.1.3. Ekonomik Büyüme’ye İlişkin Politikalar	42
2.5.1.2. Mikro Ekonomik Politikalar	42
2.5.1.3. Siyasi Politikalar	43
2.5.1.4. Sosyal Politikalar	43
2.5.1.5. Vergisel Politikalar	44
2.5.2. Gelişmekte Olan Ülke Uygulaması	45
2.5.2.1. Türkiye’nin İzlediği Yabancı Sermaye Politikaları	45
2.5.3. Gelişmiş Ülke Uygulamaları	46
2.5.3.1. İngiltere’nin İzlediği Yabancı Sermaye Politikaları	46
2.5.3.2. İsveç’in İzlediği Yabancı Sermaye Politikaları	47
2.6. Sermaye Akımları İle İlgili Sorunlar ve Riskler	48
2.6.1. Makro Ekonomik Risk	48
2.6.2. Global Risk	49
2.6.3. Ülkedeki Siyasal Konjonktürle İlgili Riskler	50

2.6.4. Finansal Krizlerle İlgili Riskler	51
--	----

3. BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları	53
3.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalar	55
3.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Yatırımcılar Üzerine Etkileri	57
3.1.3. Uluslararası Finansal Piyasalarda Volatilité	58
3.2. Risk Tanımı, Risk Türleri ve Sınıflandırılması	59
3.2.1. Risk Türleri	59
3.2.1.1. Sistematiik Risk	60
3.2.1.1.1. Enflasyon Oranı Riski	60
3.2.1.1.2. Faiz Oranı Riski	61
3.2.1.1.3. Pazar Riski	62
3.2.1.2. Sistematiik Olmayan Risk	63
3.2.1.2.1. Yönetim Riski	63
3.2.1.2.2. Faaliyet Riski	63
3.2.1.2.3. Endüstri Riski	64
3.2.1.2.4. Finansal Riski	64
3.2.2. Riskin Dağıtılması	65
3.2.3. Uluslar arası Portföylerde Çeşitlendirme ve Portföy Riski	67
3.3. Global Finans Merkezleri	68
3.3.1. Global Finans Merkezlerinin Örnek Ülke Uygulamaları	69
3.3.2. Bölgesel Finans Merkezi Olarak Dubai	69
3.3.3. Bölgesel Finans Merkezi Olarak İstanbul	71
3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler	74
3.4.1. Milli Gelir ve Sermaye Piyasası	74
3.4.2. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Piyasası	75
3.4.3. Konjonktür Hareketleri ve Sermaye Piyasası	76
3.4.4. Devletin Ekonomi İçerisindeki Payının Artması ve Sermaye Piyasası	77

4.BÖLÜM

ZAMAN SERİLERİ ANALİZİ

4.1. Regresyon Varsayımları	78
4.1.1. Otokorelasyon	78
4.1.1.1. Otokorelasyonun Sonuçları	79
4.1.1.2. Otokorelasyonun Araştırılması	80
4.1.1.2.1. Q Testi	80
4.1.1.2.2. Breush&Godfrey(LM) Testi	80

4.1.2. Değişen Varyans Testi (Heteroskedasite)	81
4.1.2.1. Değişen Varyansın Nedenleri	82
4.1.2.2. Değişen Varyansın Sonuçları	82
4.1.2.3. Değişen Varyansın Araştırılması	82
4.1.2.3.1. ARCH-GARCH (Oto regresif Değişen Varyans)	82
4.1.2.3.2. White Testi	83
4.1.3. Normal Dağılım	84
4.1.3.1. Jarque-Bera Testi	84
4.2. Zaman Serileri Analizi	84
4.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı	85
4.2.1.1. Durağanlık Şartları	85
4.2.2. Durağan Olmamanın Yarattığı Problemler	86
4.2.3. Zaman Serisinin Durağan Olup Olmadığının Tespiti ve Durağanlaştırılması	86
4.2.3.1. Dickey-Fuller 1979 (Birim Kök) Testi	87
4.2.3.1.3. Dickey-Fuller Denklemleri	87
4.2.3.1.4. ADF Denklemleri	88
4.3. Ortak Bütünleme Analizi	89
4.3.1. Engle&Granger Yaklaşımı	89
4.4. Metodoloji ve Veriler	89
4.4.1 Net Sermaye	91
4.4.2. Dolar Kuru	92
4.4.3. A Tipi Değişken Fon	94
4.4.4. İMKB-100 Endeksi	95
4.4.5. Gösterge Tahvil Faizi	96
4.4.6. Serilerin Durağanlıklarının Sınanması	99
4.4.7. Eş Bütünleşme Analizi	100
4.4.7.1. Dolar Kuru ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi	100
4.4.7.2. A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi	101
4.4.7.3. İMKB ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi	102
4.4.7.4. Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi	103
4.4.8. Basit Doğrusal Regresyon Modelleri	104
4.4.8.1. Dolar Kuru'nun Kümülatif Sermaye'ye Regresyonunun Analizi	104
4.4.8.1.1. Dolar Kuru Modeli Regresyon Varsayımları	104
4.4.8.1.2. Dolar Kuru Modelinin Yorumlanması	105
4.4.8.2. A Tipi Değişken Fon'un Kümülatif Sermaye'ye Regresyonunun Analizi	106
4.4.8.2.1. A Tipi Değişken Fon Modeli Regresyon Varsayımları	106
4.4.8.2.2. A Tipi Değişken Fon Modelinin Yorumlanması	107
4.4.8.3. İMKB'nin Kümülatif Sermaye'ye Regresyonunun Analizi	107
4.4.8.3.1. İMKB Modeli Regresyon Varsayımları	108
4.4.8.3.2. İMKB Modelinin Yorumlanması	109
4.4.8.4. Gösterge Tahvil Faizi'nin Kümülatif Sermaye'ye Regresyonunun Analizi	109
4.4.8.4.1. Gösterge Tahvil Faizi Modeli Regresyon Varsayımları	109
4.4.8.4.2. Gösterge Tahvil Faizi Modelinin Yorumlanması	110
4.4.9. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli	111
4.4.9.1. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Regresyon Varsayımları	111
4.4.9.2. Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinin Yorumlanması	113
Sonuç	114
Ekler	116
Ek 1: Dolar ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli	116
Ek 2: Dolar ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi	117

Ek 3: Dolar ve Kümülatif Sermaye Otoregresif Değişen Varyans Testi	118
Ek 4: Dolar ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi.....	119
Ek 5: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli.....	119
Ek 6: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi.....	120
Ek 7: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye White Testi	121
Ek 8: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi.....	121
Ek 9: İMKB ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli	122
Ek 10: İMKB ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi	123
Ek 11: İMKB ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi	124
Ek 12: İMKB ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi	125
Ek 13: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli.....	125
Ek 14: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi.....	126
Ek 15: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi.....	127
Ek 16: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi	128
Ek 17: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli	128
Ek 18: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Otokorelasyon Testi.....	129
Ek 19: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Değişen Varyans Testi.....	130
Ek 20: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Normal Dağılım Testi.....	131
Ek 21: Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi	131
Ek 22: Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi Korelogramı	132
Ek 23: Dolar Kuru Hata Terimleri Birim Kök Testi	133
Ek 24: A Tipi Fon Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi	134
Ek 25: A Tipi Fon Hata Terimleri Birim Kök Testi.....	135
Ek 26: A Tipi Fon Korelogramı	136
Ek 27: İMKB Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi	137
Ek 28: İMKB Hata Terimleri Birim Kök Testi	138
Ek 29: Gösterge Tahvil Faizi Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi.....	139
Ek 30: Gösterge Tahvil Faizi Hata Terimleri Birim Kök Testi.....	140
Ek 31: Gösterge Tahvil Faizi Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi Korelogramı	141
Ek 32: Kümülatif Sermaye Miktarı Durağanlığının Sınanması	142
Ek 33: Dolar Kuru Durağanlığının Sınanması	143
Ek 34: A Tipi Fon Durağanlığının Sınanması.....	144
Ek 35: İMKB'nin Durağanlığının Sınanması.....	145
Ek 36: Gösterge Tahvil Faizi Durağanlığının Sınanması.....	146
Ek 37: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Net Sermaye Girişi Miktarı	147
Ek 38: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Kümülatif Net Sermaye Miktarı.....	148
Ek 39: 2005 Aralık- 2009 Haziran Dönemi Aylık Dolar Kuru.....	149
Ek 40: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık İMKB100 Endeksi.....	150
Ek 41: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Gösterge Tahvil Faizleri.....	151
Ek 42: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık A Tipi Değişken Fon Fiyatları.....	152
Kaynakça.....	153

Özet

Bu tezde yabancı sermaye yatırımları, doğrudan yatırımlar, dolaylı yatırımlar; yani portföy yatırımları ve özel yatırımlar incelenmiştir. Doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının ülke üzerindeki etkileri üzerinde durulmuş ve ülkeye yabancı yatırımları çekebilmek için izlenecek politikalardan bahsedilmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının makro ekonomik göstergeler ve IMKB-100 endeksi üzerindeki etkisi ekonometrik analiz yoluyla açıklanmaya çalışılmıştır. Verilere bakıldığında kriz dönemlerinde ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarında azalma görülmekte, krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte yeniden yabancı portföy yatırımlarında artma gözlemlenmektedir. Bu hipotez çerçevesinde, 2005 Aralık ve 2009 Haziran dönemleri veri alınarak Zaman Serisi Analizi yapılmıştır.

Anahtar Kelimeler: yatırım, hisse senedi, borsa, endeks

Abstract

In this thesis, Foreign Capital Investments, Direct Investments, Indirect Investments; in other words, Portfolio Investments and Private Investments have been analyzed. The effects of Foreign Direct & Indirect Investments on the country have been stressed and the policies that could be followed in order to attract the foreign investments' attention on a country have also been mentioned. Foreign Portfolio Investments' effect on macro economic indicators and Istanbul Stock Exchange (ISE)-100 Index has been tried to analyzed & interpreted with the econometric analysis. By the guidance of the data it has been seen that, there is a decline in the Foreign Portfolio Investments in times of crisis and once the effects of the crisis subside, an increase in such investments occur again. In accordance with this hypothesis, a Time Series Analysis has been made by the data used for the terms December 2005-June 2009.

Key Words: investment, share, stock market, index

TABLÖLAR LİSTESİ

TABLO.1. Dünya Borsalarının Sınıflandırılması	68
TABLO.2. Dolar ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon	94
TABLO.3. A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon.....	95
TABLO.4. İMKB ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon.....	96
TABLO.5. Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon	98
TABLO.6. Serilerin Durağanlıkları	99
TABLO.7. Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi.....	100
TABLO.8. Dolar Kuru Hata Terimleri Birim Kök Testi	100
TABLO.9. A Tipi Fon Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi	101
TABLO.10. A Tipi Fon Hata Terimleri Birim Kök Testi	101
TABLO.11. İMKB Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi.....	102
TABLO.12. İMKB Hata Terimleri Birim Kök Testi	102
TABLO.13. Faiz Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi	103
TABLO.14. Faiz Hata Terimleri Birim Kök Testi.....	103
TABLO.15. Dolar ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli.....	104
TABLO.16. Dolar ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi.....	105
TABLO.17. A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli.....	106
TABLO.18. A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi	107
TABLO.19. İMKB ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli	107
TABLO.20. İMKB ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi.....	109
TABLO.21. Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli.....	109
TABLO.22. Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi.....	110
TABLO.23. Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi	110
TABLO.24. Çoklu Regresyon Modeli	111
TABLO.25. Çoklu Regresyon Modeli Normal Dağılım Testi.....	112

ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL.1. Yıllık Yabancı Alım Satımları (Tüm Hisseler).....	72
ŞEKİL.2. Aylık Yabancı Alım ve Satımları	73
ŞEKİL.3. Otokorelasyon Sonucu	79
ŞEKİL.4. Net Sermaye.....	90
ŞEKİL.5. Kümülatif Net Sermaye	90
ŞEKİL.6. Dolar Kuru	90
ŞEKİL.7. A Tipi Değişken Fon.....	90
ŞEKİL.8. İMKB–100 Endeksi	90
ŞEKİL.9. Gösterge Tahvil Faizi.....	90
ŞEKİL.10. Logaritması Alınmış Kümülatif Sermaye	98
ŞEKİL.11. Logaritması Alınmış Dolar Kuru	98
ŞEKİL.12. Logaritması Alınmış A Tipi Değişken Fon	98
ŞEKİL.13. Logaritması Alınmış İMKB–100 Endeksi	98
ŞEKİL.14. Logaritması Alınmış Gösterge Tahvil	98
ŞEKİL.15. Durağanlaşmış Kümülatif Sermaye	99
ŞEKİL.16. Durağanlaşmış Dolar Kuru	99
ŞEKİL.17. Durağanlaşmış A Tipi Fon.....	99
ŞEKİL.18. Durağanlaşmış İMKB–100	99
ŞEKİL.19. Durağanlaşmış Gösterge Tahvil.....	99

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AGE	Adı Geçen Eser
AR-GE	Araştırma-Geliştirme
DF	Dickey Fuller
DIFC	Dubai International Financial Centre
DIFX	Dubai International Financial Exchange
EKK	En Küçük Kareler
FDI	Financial Direct Investment
GaWC	Globalization and World Cities Study Group and Network
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
IMF	Uluslararası Para Fonu
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	Ekonomik ve Kalkınma İşbirliği Teşkilatı
KDV	Katma Değer Vergisi
OBRD	Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi
S.	Sayfa Numarası
SHT	Saf Hata Terimi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
WFE	Dünya Borsalar Federasyonu

GİRİŞ

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

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

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

Çalışmamızda Türkiye'ye 2005 Aralık ile 2009 Haziran dönemleri arasında yapılan yabancı portföy yatırımlarının ekonomik göstergeler üzerindeki etkisini incelenecektir. Birinci bölümde Türkiye'deki Sermaye Piyasaları'nın ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin gelişiminden bahsedilecektir. Uluslararası alandaki sermaye piyasalarıyla birlikte, uluslararası yatırım araçları da bu bölümde incelenecektir.

İkinci bölümde sermaye çeşitleri aktarıldıktan sonra doğrudan sermaye yatırımları üzerinde durulacaktır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, yatırım yapılan ülkeye ekonomik olarak katkıları incelenecektir. Ayrıca yabancı sermayenin çeşitlerinden ve istihdama, finansal derinleşmeye, ekonomik büyümeye olan katkılarından bahsedilecektir.

Üçüncü bölümde yabancı portföy yatırımlarından bahsedilecektir. Ülkemize yapılan yabancı portföy yatırımları, yatırımların ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri, portföy yatırımlarında risk kavramları açıklanmaya çalışılacaktır.

Dördüncü ve son bölümde ise ekonometrik çalışma yapılmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının ekonomi göstergeler ve İMKB100 endeksi ile arasındaki ilişkiler ekonometrik analiz yöntemiyle incelenmeye çalışılmıştır.

1.BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI KAVRAMI

1.1. Sermaye Piyasaları

1.1.1. Sermaye Piyasalarının Doğuşu ve Gelişim Süreci

Sermaye piyasaları ekonomik ihtiyaçların artmasıyla birlikte ortaya çıkmıştır. Sermaye arz edenlerle talep edenlerin karşı karşıya getirildiği sermaye piyasaları ekonomik ihtiyaçların giderilmesine katkıda bulunmaktadır.

Dünyada sanayileşmenin başlamasıyla birlikte sermaye ihtiyacı artmıştır. Sermayenin karşılanması için yeni araçlar arayan şirketler için sermaye birikimini iyi bir getiriyle değerlendirmek isteyen yatırımcılar bir çıkış yolu yaratmıştır. Böylelikle fon fazlalığı olan kişilerden fon talep edenlere önemli bir sermaye akışı olmaya başlamıştır.

Oluşan fon akışıyla birlikte şirketlerin karlarını arttırması ve ülke ekonomisine katkısı da artmıştır. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarındaki gelişmeyi yakalayamayan az gelişmiş ülke veya gelişmekte olan ülkelerde, sermaye piyasalarından daha çok yatırımlar altın ya da dövizle yapılmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarının gelişimi yavaşlamaktadır. Çünkü biriken sermaye, fon dönüşümüne katkıda bulunmamaktadır.

Şirketlerin halka arz edilmesiyle birlikte sağlanan fon dönüşümü yine fon sahiplerinin ve arz edenlerin ihtiyaçları doğrultusunda opsiyon, forward, futures gibi finansal işlemler ortaya çıkmıştır.¹

¹ Famil Şamiloğlu, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu*, Gazi Kitabevi, ISBN: 975-8640-16-X, Ankara 2002, s.173

1.1.2. Sermaye Piyasalarının Önemi

1.1.2.1. Ekonomik Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi

Bir ülkenin ekonomik kalkınması ve büyüme gerçekleştirebilmesi üretimini arttırmasına, sanayileşmeye önem vermesine bağlıdır. Ülkede bulunan şirketlerin uluslararası alanda rekabet edecek güçte olabilmesi ve ihracatı arttırması kalkınmaya katkı sağlayacaktır. Bu noktada önemli olan unsur ise sermaye birikimidir.

Gelişmekte olan ülkelerde bulunan eksiklik, tasarrufların yatırım yerine tüketime yöneliyor olmasıdır. Hem bireysel yatırımcılar hem de şirketler açısından düşünüldüğünde tasarrufların değerlendirilebileceği alternatif araç sermaye piyasalarıdır. Birikimlerin tüketim yerine yatırıma dönüştürülmesi, şirketlerin büyümesini ve kişisel gelirlerin de artmasını sağlayacaktır.

Sermaye piyasalarının şirket bütçesine yaptığı katkı, ucuz maliyetli sermaye kazandırmasıdır. Şirketler halka arz edilerek hisselerinin değer kazanmasıyla sermaye artırımına gidebilmektedirler. Banka kredileri de bir diğer sermaye kaynağı olsa da faiz oranları düşünüldüğünde sermaye piyasalarında maliyetin daha düşük olduğu görülecektir.

Küçük yatırımcılar açısından düşünüldüğünde sermaye piyasaları paralarını değerlendirebilecekleri bir alandır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde faiz her zaman enflasyon oranının üzerinde olmamakta, paranın alım gücü korunamamaktadır. Ayrıca küçük tasarrufların her zaman yatırıma dönüştürülmesi de mümkün olmamaktadır. Bazen yeterli miktarda birikim olmamakta, bazen de yeni yatırıma girilecek risk göze alınamamaktadır. Bu nedenle küçük yatırımcılar portföylerini farklı şirket hisselerinde değerlendirerek risklerini dağıtmaktadırlar.²

Sermaye piyasaları gelişmiş olduğu takdirde ekonomi üzerinde etkisi büyüktür; ancak portföy yönetimi bu noktada bireysel yatırımcı açısından önem taşımaktadır. Ekonominin yönüyle ilgili tahminlerde bulunulması, şirketlerin bilançolarının incelenmesi önem taşımaktadır

² Mehmet Bolak, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul 1991, s.65

Şirketler de bu şekilde karlarını arttırdıklarında hisse senetlerinin fiyatı artmakta, hem küçük yatırımcı hem de şirketler kazanmaktadır. Şirketler de arttırdıkları tasarruflarını yeni yatırım alanlarında değerlendirmekte ve ülke ekonomisine katkılarını arttırabilmektedirler.³

1.1.2.2. Sosyal Açıdan Sermaye Piyasalarının Önemi

Sermaye piyasalarının ülke ekonomisine katkısı olduğu gibi, sosyal yönden de toplumun refahına katkısı vardır. Ekonomik olarak ülkede üretimin arttırılmasıyla birlikte elde edilen gelirin topluma eşit olarak dağıtılması, toplumda adaletli bir gelir dağılımının olması hedeflenmektedir.

Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının en büyük yatırımcıları emeklilik şirketleridir. Sadece emeklilik şirketleri değil sigorta şirketleri de fonlarını sermaye piyasalarında değerlendirirler. Emeklilik şirketleri topladıkları kaynakların bir kısmını sermaye piyasalarında değerlendirirler. Bu şekilde ellerindeki fonu büyütürerek halka daha iyi şartlarda hizmet verebilmekte ve toplumun refahına katkıda bulunmaktadır.

Şirketlerin halka arz edilmesiyle birlikte, şirketler karlılıklarını arttırdıkları, büyükleri oranda borsadaki fiyatları artacak ve şirket değer kazanacaktır. Dolayısı ile şirketler arasında rekabet artacak ve daha etkin bir sermaye piyasasının oluşması sağlanacaktır. Spekülasyona çok açık olmayan, derinliği olan borsalarda işlem yapmak küçük tasarruf sahipleri için cazip hale gelecektir. Bu şekilde çalışmayanların veya emekli olanların, şirketleri detaylı bir şekilde inceleyerek, ekonomiyi takip ederek tasarruflarını değerlendirebilecekleri bir alan oluşmaktadır.⁴

Yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi ve ülkenin tanıtılması konusunda da sermaye piyasalarının önemi büyüktür. Globalleşen dünyada artık her piyasada işlem yapmak mümkün hale gelmiştir. Sermaye sahibi yatırımcılar da karlarını arttırabilecekleri piyasalar aramaktadırlar.

³ Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Kitapevi, 5. Baskı, Bursa 2004, s.21

⁴ Karşlı, a.g.e.,s24

Sermaye piyasalarının istikrarlı olduğu, borsa getirilerinin yüksek olduğu ülkeler de yabancı sermaye çekmek açısından ülkeyi cazip hale getirmektedir. Hem küçük sermaye sahiplerinin ülkeye çekilmesi hem de yabancılara ülkenin tanıtımının yapılması, ülkeye olabilecek yeni yatırımların çekilmesini sağlayacaktır. Bu da toplum refahına katkıda sağlayacak bir unsurdur.

1.1.3. Sermaye Piyasalarının Olumlu ve Olumsuz Etkileri

1.1.3.1. Sermaye Piyasalarının Olumlu Etkileri

Menkul kıymet pazarları, fon arz edenlerle fon talep edenlerin karşılaştığı piyasadır. Fon talep eden şirketler sermayelerine daha ucuz yolla ulaşmayı hedeflerken, küçük yatırımcılar da tasarruflarını değerlendirebilecekleri kazanca dönüştürebilecekleri bir araç olarak sermaye piyasalarını görmektedir.

Sermaye piyasaları şirketlere büyüme imkânıyla birlikte uluslararası arenada tanınma imkânı sağlar. Borsaya kote ettirilen şirketlerin uluslararası alanda pazarlama imkânları artar. Borsaya kote ettirilen şirketler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın denetimi altındadır. Yatırımcıları ve şirketi mağdur edecek spekülâtif hareketlere karşı işlemler takip edilmektedir.

Borsada işlem gören şirketlerin fiyatları, şirket performansını gösterir. Şirketler geliştikleri sürece piyasada kalmaya devam edeceklerdir; ancak şirketlerin satılmak istenmesi veya şirket evlilikleri gibi durumlarda, borsada hisse senetlerinin satın alınması yoluyla şirket birleşmeleri kolaylıkla gerçekleştirilebilir. Hem şirketlerin piyasadan çekilmesi hem de şirkette oluşan krizlerin işsizliğe yol açması önlenmiş olur.⁵

Şirketlerin borsada sağlamış olduğu performanslar küçük yatırımcılar için yatırım kararlarında etkili olurken, diğer yandan ekonominin genel durumu hakkında da bilgi verir. Hisse senetlerinin genel ortalaması ülkenin ekonomik durumunun göstergesi niteliğindedir. Sermaye piyasaları bu yönüyle kişilere ülkenin genel ekonomik ve siyasi durumunu izleme imkânı verir.⁶

⁵ Ali Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, ISBN:975-6540-03-7, Ankara 2002, s.144

⁶ Nuray Kondak, *Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişim, Finansal Araç ve Kurumları*, Der Yayınları, ISBN:975-353-162-1, İstanbul, 1998, s.60-62

Sermaye piyasalarında yerli yatırımcıların tasarruflarını enflasyonda erimekten kurtarıırken yabancı yatırımcı da yüksek getirilerden faydalanmak isteyecektir. Ülkeye gelen yabancı parayla birlikte ülkede döviz artışı meydana gelecektir. Doğru politikalar izlendiğinde döviz artışının yol açacağı krizlerden korunmak mümkündür. Sermaye piyasalarının yalnızca yerli yatırımcıyı değil yabancı yatırımcıları da ülkeye çekmesi şirketlerin uluslararası pazarda tanınırlığı açısından önemlidir.

1.1.3.2. Sermaye Piyasalarının Olumsuz Etkileri

Menkul kıymet pazarlarında hem yatırımcıların hem de şirketlerin elde ettiği getirilerden bahsettik. Fakat borsada işlem gören şirketler büyük şirketlerdir. Dolayısı ile küçük veya orta büyüklükteki şirketlerin borsaya kote ettirilmesi gibi bir durum söz konusu olamamaktadır. Büyük şirketler bu imkânlardan faydalanırken diğer şirketler için ucuz fon bulma imkânı bu yolla mümkün olmamaktadır.

Gelişmekte olan ve gelişmemiş ülke borsalarında yatırımcılar açısından sorunlar oluşabilmektedir. Borsada yatırım yaparken tam enformasyonun sağlanması önemlidir. Yatırımcılar da bu varsayım altında hareket etmektedir; ancak bazen şirket yöneticileri tarafından bu kural ihlal edilmektedir. Şirket çıkarına yönelik kullanılmak üzere yanıltıcı bilgilerle şirketi kara geçirilecek girişimlerde bulunulabilmektedir.⁷

Her ne kadar şirketler denetime tabi olsalar da gelişmekte olan ülkelerde bu tür sorunlarla karşılaşmaktadır. Şirket satılmaları durumunda şirket yöneticileri kendi çıkarlarına yönelik, gizli bilgileri dışarıya verebilmekte şirket satışından kar elde etmeyi hedeflemektedirler.

Yabancı yatırımcılar açısından düşündüğümüzde gelişmemiş veya derinliği yeterince sağlanamamış piyasalarda yabancı sermaye giriş ve çıkışlarında dalgalanmalar görülebilmektedir. Bu da piyasalarda yerli yatırımcı açısından zarara yol açmaktadır.⁸

⁷ Alp,a.g.e.,s.147

⁸ Kondak, a.g.e., s.68

Yabancı yatırımcıların tam enformasyona sahip olma konusunda da eksikliği vardır. Bu nedenle yatırımcılar tedirginlik yaşamakta ve sermaye piyasalarına yatırım yapmaktan kaçınabilmektedirler.

1.2. Türkiye Sermaye Piyasasının Doğuşu ve Gelişimi

Türkiye’de sermaye piyasasının geçmişi Osmanlı Dönemine dayanmaktadır. O dönemlerde Avrupa’da başlayan sanayi devrimiyle birlikte şirketler kurulmuştur Kurulan anonim şirketlerin halka arz edilmesiyle birlikte, hisse senedi ve tahvil ihracı başlamış ve Türkiye’deki tacirler de buna ilgi göstermiştir.

Daha sonra Türkiye’de kurulan yabancı şirketlerin tahvil ihracı başlamıştır; ancak bu ilk adımları atılan sermaye piyasası Kurtuluş Savaşı ve Cumhuriyetin ilanıyla birlikte ortadan kalkmıştır.⁹

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1960’lı yıllarda hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Daha sonra tasarruf bonoları piyasadan çekilmiştir. Bununla birlikte Türkiye Sınai Kalkınma Bankası’nın hisse senedi piyasasının oluşmasına katkısını unutmamak gerekir. Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişmesinde tasarruf bonolarının, yatırım holdingleri ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası önemli bir yer teşkil etmektedir.

Bu olumlu gelişmelerin yanında 1979–1982 yıllarına bankerler olayları damgasını vurmuştur. Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen hiper enflasyondur. Yüksek enflasyon mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir haline getirmiştir. Bunu kendi çıkarlarına kullanan bankerler, denetleyici bir kurulun olmamasının da verdiği rahatlığı kullanarak birçok insanı mağdur etmiş ve batıklar ortaya çıkmıştır.¹⁰

Ülkemizde alternatif yatırım alanlarının varlığı, altına dövizle yatırım yapılması, işletmelerin de ucuz banka kredilerinden yararlanma olanağı bulması sermaye piyasasını etkisiz kılmıştır.

⁹ Karşı, a.g.e., s.31

¹⁰ Karşı, a.g.e., s.33

24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte mevduat ve kredi faiz oranları arttırılmış böylece sermaye piyasalarının ön plana çıkarılması sağlanmıştır.¹¹

Sermaye talebinin artmasıyla birlikte sermaye piyasasının gelişmemiş olması yeni kanuni düzenlemelerin yapılmasını gerektirmiştir. İlerleyen zamanlarda sermaye piyasalarında işlem hacminin artmasıyla birlikte ihraç edilen finansal araçlar enflasyona karşı koruyucu bir etkiye sahip olmuştur. Böylece şirketler halka arz edilerek uzun dönemli sermaye sağlamış oldular ve küçük tasarruf sahipleri de yatırımlarını kazanca dönüştürerek işletmelere ortak olma fırsatı kazanmışlardır.

1.2.1. Türkiye Sermaye Piyasasının Türleri

Sermaye piyasalarında fon arz edenler fon talep edenler, bunları bir araya getiren aracı kurumlar ve bu işlemlere konu olan finansal araçlar vardır. Sermaye piyasalarında alıcılar ve satıcılar açısından bakıldığında birincil ve ikincil piyasalar vardır. Birincil piyasalar menkul kıymetlerin satıcılar tarafından halka arz edilmesi, menkul kıymetlerin el değiştirmesi ise ikincil piyasaları oluşturur.¹²

1.2.1.1. Birincil Piyasalar

Birincil piyasalar işletmelerin gereksinim duydukları fonları doğrudan doğruya fon sunucularından karşılamak amacıyla oluşturulan piyasadır. Birincil piyasada fon arz edenlerin, fon talep edenlere ilk kez menkul kıymet satışı gerçekleşir.¹³

Dolayısıyla birincil piyasada fonlar sadece bir kez satılabilir. Son yıllarda kamu ve özel sektör tahvillerinde, halka açık anonim şirketlerin çıkardığı hisse senetlerinde artış meydana gelmiştir. Bununla birlikte doğrudan fon talep edenlerin de birincil piyasa da fon alımı yapması birincil piyasaların gelişimine katkıda bulunmuştur.

¹¹ Semih Bükler ve Rıza Aşıkoğlu **Sermaye Piyasası**, Eskişehir, 1992, s.22

¹² Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Kitapevi, İstanbul 2001, s.20-23

¹³ Bükler ve Aşıkoğlu, a.g.e., s5

1.2.1.2. İkincil Piyasalar

İkincil sermaye piyasası daha önce fon kullanıcılarının piyasaya sürdükleri, piyasada mevcut menkul kıymetlerin alım satımına yönelik işlemlerin yapılması olmakla birlikte, işletmelerin menkul kıymetlerinin aracı kurumlar kanalıyla da satın alınarak tekrar piyasaya sürülmesi olarak da tanımlanabilir.¹⁴

Yatırımcılar birincil piyasada satılan menkul kıymetleri aldıktan sonra, vadesi dolmadan ikincil piyasada satabilirler. Bu şekilde menkul kıymetler birincil piyasada sadece bir kez satılabilir. Böylelikle ikincil piyasalar kolay likidite elde etme işlevini yerine getirmiş olmaktadır. Eğer fon talep edenler aldıkları menkul kıymeti ikincil piyasada değerinin karşılığında veya kar elde ederek satacağını düşünmüyorsa, bu durumda menkul kıymetin birincil piyasada satış fiyatı etkilenecektir.¹⁵

1.2.1.3. Para ve Sermaye Piyasaları

Finansal piyasalar sağlanan fonların sürelerinin uzunluğuna göre para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılır. Para piyasaları bir yıldan kısa vadeli yatırımların, sermaye piyasaları ise bir yıldan uzun süreli yatırımların yapıldığı piyasalardır.

Para piyasaları genellikle işletme sermayesi yatırımlarının, sermaye piyasaları ise sabit sermaye yatırımlarının finansmanı için başvurdukları finansal piyasalardır. Bu iki piyasada vade farklılıklarıyla birlikte enstrümanlar da farklılık göstermektedir. Sermaye piyasalarında tahvil, hisse senetleri gibi getirisi ve riski daha yüksek enstrümanlar işlem görürken, para piyasalarında bono, repo, döviz alım-satım sözleşmeleri gibi riski düşük enstrümanlar yer almaktadır.¹⁶

¹⁴ Bükler ve Aşıkoğlu, a.g.e. , s.6

¹⁵ Konuralp, a.g.e., s.19

¹⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, ISBN:975-7516-08-2, İstanbul 1994, s.198

1.2.2. Türkiye Sermaye Piyasasının Yapısal Modeli İçindeki Mali Kurumlar

1.2.2.1. Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar fon arz edenlerle fon talep edenlerin karşılıklı anlaşmalarını sağlayan kurumlardır. Birincil piyasalarda şirketlerin ilk defa halka arzında veya daha önce halka arz edilmiş şirketlerin ikincil piyasalarda hisse senetlerinin alınıp satılmasında aracılık yapan kurumlardır. Bankalar da yatırım şirketi kurarak aracı kurum görevini yerine getirebilmektedir.

Aracı kurumlar halka arza aracılık yapabilmekte ancak kendi kurumlarının halka arzında yer alamamaktadırlar. Şirketler birincil piyasada halka arzı gerçekleştirirken talep ettikleri fona elde etmekte ve yatırıma dönüştürmektedirler. Daha sonra ise ikincil piyasada menkul kıymetler el değiştirirken doğrudan şirketlere fon akışı devam etmez.¹⁷

1.2.2.2. Kolektif Yatırım Kurumları

Yatırım yapacak olan kişi öncelikle elindeki tasarrufu en iyi şekilde değerlendirmek, en az riskle en fazla getiriye elde etmek isteyecektir. Burada da yatırım konusunda portföy oluşturma konusunda bilgili bir kişinin devreye girmesi gerekecektir; ancak burada güvenilirlik ve yatırımı yapacak olan kişinin tam bilgiye ulaşacağından emin olması gerekmektedir.

Kolektif yatırım kurumları da piyasaların gelişmesi ve istikrara kavuşmasında farklı portföy yapılarına sahip kuruluşlar olarak yatırımcılara riski dağıtmaları ve maksimum getiriye elde etmeleri konusunda yardımcı olmaktadır.¹⁸

¹⁷ Bolak, a.g.e., s.65

¹⁸ Bükür ve Aşıkoğlu, a.g.e., s.14

1.2.2.2.1. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı

‘Yatırım ortaklıkları, böyle bir ortaklığa katılan bireylerin birikimlerini çeşitli finansal varlıklara yatırarak riski dağıtmak ve sınırlandırmak ve bu arada bu kurumlara fon sunanların tek başlarına sağlayamayacakları uzmanlık sayesinde yatırım portföyünü etkin bir biçimde yönetmek olanağı sağlayan finansal kurumlardır.’¹⁹

Yatırım ortaklıkları anonim şirket şeklinde kurulur. Tahvil ihraç edemezler, genel mal varlıkları ve menkul kıymetler birbirinden bağımsız değildirler. Sabit sermayeli ve değişken sermayeli olarak kurulabilirler. Değişken sermayeli yatırım ortaklığında, ortak sayısı arttıkça hisse senedi ihraç edilir, azalınca da hisse senetleri tedavülden çekilir.

Yatırım ortaklığının amaçlarından birkaçını sıralarsak; araştırmalar ve ileriye yönelik tahminler yaparak ortaklık sermayesinin değerini korumak ve gelir sağlamak, elde edilen gelirleri, tasarrufları uzun vadeli yatırımlara dönüştürmek, yatırımın riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak olduğunu söyleyebiliriz.²⁰

1.2.2.2.2. Menkul Kıymetler Yatırım Fonu

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35. maddesine göre: Halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına Menkul Kıymetler Yatırım Fonu adı verilir.

Yatırım fonunda, yatırım ortaklığında olduğu gibi tüzel bir kişilik yoktur. Dolayısı ile fon mal varlığı ile kurucu mal varlığı ayrıdır. Türkiye’de yatırım fonlarını sadece bankalar kurabilmektedir.

Yatırım fonları yatırımcılara bazı avantajlar sunar. Bunlardan biri yatırımcının portföyünün profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi, alım satım zamanlamasının iyi yapılması ve riski en aza indirecek şekilde portföy oluşturulmasıdır.²¹

¹⁹ Bolak, a.g.e.,s.66

²⁰ Bükler ve Aşıkoglu,a.g.e., s.15

²¹ Bolak,a.g.e.,s.67-68

Yatırım fonları toplu menkul kıymet alımlarında kişisel alımlara göre maliyet avantajı sağlanmaktadır. Bir diğer avantajı ise, sermaye artırmı, hisse senetlerinin bölünmesi, yenilenmesi, temettü tahsilâtı gibi işlemlerin külfetinden ve riskinden yatırımcı korunmaktadır.

1.3. Uluslararası Sermaye Piyasası

1980’li yıllardan itibaren başlayan globalleşme süreciyle birlikte birçok ülkede sermaye piyasalarını yeniden yapılandırma veya sermaye piyasası kurulması yönüne gidilmiştir. Sermaye piyasaları fon fazlası olanlardan fon talebi olanlara kaynak akışının sağlanması açısından büyük önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarıyla birlikte şirketler uluslararası alanda kendilerini tanıtmaya imkânı bulmaktadır.

Gelişmiş piyasalarda alternatif yatırım alanlarının fazla olması, enstrümanların çeşitliliği sermayenin yatırım tercihinin bu ülkelerde olmasını sağlarken, diğer yandan yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda yüksek riskle birlikte yüksek getiri elde etmeyi hedeflemeleri, riski dağıtmak için bu ülkeleri tercih etmesine neden olmaktadır.

Gelişmiş sermaye piyasalarına entegre olma sürecinde regülasyonların uygulanması ve yatırımcıların aydınlatılması büyük önem taşımaktadır. Çünkü yatırımcılar yatırım tercihlerini yaparken bunları göz önünde bulundururlar.²²

1.3.1. Uluslararası Sermaye Piyasası İşlemleri

Uluslararası sermaye piyasası işlemlerinde de, ulusal sermaye piyasası işlemlerinde olduğu gibi birincil ve ikincil piyasalar bulunmaktadır. Birincil piyasa işlemleri ilk kez piyasaya sunulan menkul değerleri ifade ederken, ikincil piyasalarda daha önce piyasaya arz edilmiş menkul kıymetlerin alım satımı yapılır.

Uluslararası piyasalarda işlem gören araçlar menkul kıymetlerdir. Bu noktada da ulusal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerle benzerlik gösterir.

²² Kudret Vurgun, **Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) Ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler**, IMKB Araştırma Yayınları No:4, İstanbul 1994, s.1

Ulusal ve uluslararası piyasalar arasındaki temel fark, fon arz edenlerle fon talep edenler arasındadır. Ulusal sermaye piyasalarında fon arz edenler şirketlerdir. Fon talep edenler ise işletmeler ve halktır. Uluslararası sermaye piyasalarında ise fon sunanlar tek bir ulus ile sınırlı değildir.

Birçok ülkeden uluslararası şirketler, finansal kuruluşlar, yatırımcılar fon sunmaktadırlar. Bununla birlikte fon talep edenler de global düzeyde olup, fon ihtiyacı duyan devletler, global işletmeler bunların arasında yer almaktadır.

Ayrıca uluslararası sermaye piyasası işlemlerinde kullanılması zorunlu olan bir para birimi yoktur. İşlem yapılan farklı merkezlerde farklı para birimleri kullanılabilir. Uluslararası sermaye piyasası işlemleri dünyadaki gelişmiş ülkelerde yapılmakta ve para birimleri de bu ülkeye göre değişiklik göstermektedir.²³

1.3.1.1. Hisse Senedi

Hisse senetleri, yatırılan sermaye karşılığında hisse senedini ihraç eden firmanın her yıl bir temettü veya dividant ödemesi esasına dayanır. Yatırımcılar ek olarak hisse senedinin değer kazanmasından kazanç elde ederler. Uluslararası yatırımlardaki önemli yatırım araçlarından biridir. Hisseli sermaye arayan şirketler, iç piyasaya hisse senedi ihraç edebilir ve aynı anda bunları yurtdışında pazarlayabilir.

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı iki yolla yapılır. Bunlardan bir tanesi tek dilimli ihraçtır. Euro hisse senetleri Euro piyasalarda satılmak üzere ihraç edilir, Avrupa ülkeleriyle birlikte Amerika Japonya gibi gelişmiş ülke piyasalarında da hisse senedini satmak mümkündür. Bir diğer yöntem ise iki dilimli ihraçtır. Bu yöntemde hisse senetler ulusal ve uluslararası dilim olarak ikiye ayrılır. Uluslararası dilim yabancılara satılabilir. Yabancı bir piyasada borsaya girmek isteyen ihraç firmaları, yerel piyasaların borsaya kayıt koşullarına uymak zorundadırlar.²⁴

²³Rıza Aşıkoğlu, *Globalleşme Sürecinde Uluslar arası Finansal Yönelimler*, TC.Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No:2, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Yayınları No:2, Kütahya, 1993, s.70-71

²⁴Fazıl Tekin, Tülay Arın, Sacit Önen, Billur Yaltı Soydan, Eser Karakaş, *Uluslararası Mali İlişkiler*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:944, Eskişehir, 2004, s.5

1.3.1.2. Türev Mali Araçlar

Türev piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. En basit türev araçta gelecekte belirlenmiş bir tarihte belli bir değere sahip olacak tek bir asıl mali varlık vardır. Türev piyasaların tanımı forward, futures, swap ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir.²⁵

Türev piyasalar özellikle 1970’li yıllarının ortalarından sonra gelişme göstermiştir. İlk önce faiz haddi ve döviz kuru üzerinden yapılan sözleşmeler ortaya çıkmış, ilerleyen yıllarda farklı araçlar da kullanılmaya başlanmıştır. Yatırımcıların faiz oranı, kur değişimleri ve fiyat değişimindeki riske karşı korunmak istemesinden kaynaklı olarak türev ürünlere yönelmişlerdir. Türev piyasalardaki vadeler, sözleşme büyüklüğü alınacak teminatlar ve fiyatlar gibi kriterler ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir.

Günümüzde türev mali araçlar mali piyasalarda hakim araçlar haline gelmişlerdir. Türev piyasalardaki işlem hacminin artışının nedenlerinden birkaçını sıralayacak olursak, faiz oranı sözleşmelerindeki hızlı artış, riskten kaçınmak için swapların artması, 2000 yılından itibaren dünya piyasalarındaki belirsizliğin artmasını söyleyebiliriz.²⁶

1.3.1.3. Tahvil

Tahvil, devletlerin hazine, merkezi devlet, yerel yönetimler, kamu iktisadi kurumları, kalkınma bankaları gibi kuruluşları ve şirketlerin bankalardan kredi olarak borçlanmak için kullanabilecekleri bir imkândır.

Uluslararası tahvil türleri ve bu türlerin alım satımının yapıldığı piyasalara göre üçe ayrılırlar. Bunlar Yabancı Tahvil Piyasaları, Euro Tahvil Piyasaları ve Özel Plasman Piyasalarıdır. Yabancı tahviller bir şirketin veya devletin, bir kamu kuruluşunun yabancı bir ülkede satılmak üzere yabancı ülkenin parası cinsinden ihraç ettiği tahvillerdir.²⁷

²⁵ Türev Piyasaları Swap ve Options, s.4, www.baskent.edu.tr, ,02.02.2010

²⁶ Mehmet Baha Karan ve Ali Argun Karacabey, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri,Sorunları Ve Geleceği**,Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:140, 1. Basım, ISBN:975-6951-37-0, Ankara 2003,s.20

²⁷ Tekin ve Arın, Önen, Soydan, Karakaş, a.g.e., s.14

Yabancı tahviller, çıkarıldıkları ülkenin regülasyonlarına tabidirler. Euro tahviller, Euro merkezlerde çıkarılan ve Euro cinsinden belirlenmiş tahvillerdir. Euro tahviller hiçbir regülasyona tabi değildirler ancak yerel parası Euro olan ülkeler dışında pazarlanabilirler.

Yatırımcılar risk ve getirilerini düşünerek en uygun portföy seçimini yaparlar; ancak uluslararası tahvillerde farklı bir durum ortaya çıkmaktadır. Uluslararası faiz arbitrajı, döviz cinsi veri iken yabancı tahvillerin getirisi ulusal faiz haddinden farklı ise ortaya çıkar.

Yabancı yatırımcılar tahvil aldıklarında bu riski azaltmak için forward sözleşmeleri yapabilir veya farklı dönemlere ait tahviller alabilirler. Forward sözleşmeleriyle şimdiden döviz kurunu sabitleyerek, ileride alacakları parayı garanti edebilirler. Farklı vadelerdeki tahvillerin de faiz yapıları farklı olacağından riski dağıtmış olacaklardır.²⁸

1.3.1.4. Eurobond

Eurobond devlet ya da şirketlerin kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, uluslararası para birimleri üzerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli bir borçlanma aracıdır. Eurobondlar ülkenin dış borçlanmasında kullanılan ve genellikle Euro ve Dolar cinsinden ihraç edilen enstrümanlardır.²⁹

Eurobondlar tanım olarak devlet tahvilleri ve hazine bonoları ile benzerlik gösterirler; ancak bu kâğıtlar iç borçlanmaya yönelikken, eurobondlar dış borçlanmaya yöneliktir. Ülkemizde nominal değer üzerinden hesaplama yapılmakta ve vadesi geldiğinde yine nominal değer üzerinden geri dönüşü olmaktadır. Uluslararası piyasalarda işlem gördüğünden, ekonomik ve politik dalgalanmalara karşı fiyat değişimleri görülebilir.

Uluslararası piyasalara ihraç edilmesine rağmen eurobondlar, ihracı yapan devletin vatandaşları da bu enstrümandan yararlanabilirler. Orta veya uzun vadede döviz cinsinden iyi bir getiri elde etme imkânı sağlayan eurobondların vadeleri 5 ile 30 yıl arasında değişmektedir. Vadesinden önce nakde çevrilebilmekte, getiri de çevrilen tarihteki piyasa koşullarına göre değişmektedir.

²⁸ Tekin ve Arın, Önen, Yaltı Soydan, Karakaş, a.g.e., s.3

²⁹ <http://www.msxlab.org/forum/ekonomi/189315-eurobond-nedir.html>, 02.02.2010

1.3.2. Uluslararası Sermaye Piyasalarının Sınıflandırılması

1.3.2.1. Gelişmiş Piyasalar

Bir piyasanın gelişmenin hangi seviyesinde olduğuna dair ortak bir karar verilememiştir; ancak önemli olan gelişmişlik düzeyine uygun en uygun objektif kriterin tespit edilmesidir.

Piyasaların gelişmişlik düzeyinin belirlenmesinde genel olarak, çeşitli uluslararası finansman kuruluşları ve finans uzmanları tarafından dünyadaki hisse senedi piyasaları ile ilgili olarak hazırlanan araştırma raporları sırasıyla, piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, sermaye piyasasına gelen yurtiçi tasarrufların gayrisafi milli hâsılaya oranı, yerel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, borsada işlem gören menkul kıymet çeşitliliği, akışkanlık, yoğunlaşmalar, dışa açıklık derecesi, yeni ihraç miktarları, borsaya kote şirket sayısı, ortalama şirket büyüklükleri, teknolojik altyapı ve borsanın kuruluş tarihi gibi kriterler kullanılmaktadır.³⁰

Gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarında 21.yüzyılın başında iki önemli değişim dikkat çekmiştir. Bunlardan biri teknoloji hisselerindeki artışken, diğeri ise gelişmiş ülkeleri sermaye piyasaları arasındaki yüksek korelasyondur. Yüksek korelasyonun nedenleri, finansal ve ekonomik küreselleşme ile küresel bilgi teknolojisindeki gelişmeler ve portföy yöneticilerinin risk yönetiminde benzer kural ve yöntemlere dayanması olarak ifade edilebilir.³¹

1.3.2.2. Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş ülke piyasalarına göre derinliği daha az olan piyasalardır. Piyasada fazla şirketin olmaması, işlem hacminin az olması piyasadaki iniş çıkışın fazla olmasına neden olmaktadır. Bu noktada piyasalara daha fazla yatırımcının çekilmesi ve sermaye piyasalarının yatırım alanı olarak teşvik edilmesi derinliği artırıcı bir unsur olacaktır.

³⁰ Murat Doğu, **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:27, Ankara 1996.,s.3

³¹ Karan ve Karacabey, a.g.e., s.19

Bu noktada yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenleri öne çıkmaktadır. Sermaye piyasaları ne kadar derinleşirse, risk o kadar azalır. Gelişmiş olan ülkelerin sermaye piyasalarında sanayileşmenin ve şirketlerdeki büyümenin etkisinin sermaye piyasalarına yansıdığı düşünülürken, gelişmekte olan ülkelerde diğer ülkelerin ekonomilerinin etkili olduğu görülmektedir.

Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) sermaye piyasalarının volatilitésinin yüksek olması, yüksek riskle birlikte yüksek getiri elde edilmesini sağlar. Aynı zamanda gelişmiş ülkelere göre büyüme potansiyeli daha fazla olduğundan, yatırımcıların tercih ettiği ülkeler olmaktadır. GOÜ’lerde hisse senetlerinin değeri altında işlem görmesi gibi durumlarda, hisse senedini değeri altında alıp getiri elde etmek de yatırımcılara avantaj sağlamaktadır.³²

GOÜ’ler hem kendi ekonomik göstergelerine, hem ülke içindeki politik durumlara karşı, hem de yabancı ülkelerin ekonomik ve sermaye piyasası göstergelerine karşı çok duyarlı olduğundan iniş çıkışlar fazla olmaktadır. Bununla birlikte hukuksal düzenlemelerin yetersiz olması, ülke dışına sermaye çıkışının engellenmesi, vergilerin çok olması yatırımcıları GOÜ’lerden uzaklaştırabilmektedir.

1.4. Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımları

Sermaye piyasalarında hisse senedi ihracını büyük ölçüde sanayi kuruluşları yapmaktadır. Ülkedeki sanayi kuruluşlarının yani üretimin fazlalığı, ülkenin gelişmişliğinin bir göstergesidir. Gelişmiş sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcılar daha çok bireysel değil kurumsal yatırımcılardır. Ülkemizde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye piyasalarında daha çok bireysel yatırımcılar işlem yapmaktadırlar. Gelişmiş piyasalarda emeklilik şirketleri, vakıflar birikimlerini sermaye piyasalarında değerlendirerek getirilerini arttırmayı hedeflemektedirler.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcı profili arasındaki farklılıkla birlikte, gelişmekte olan piyasaların yatırım için tercih edilir olmasının nedeni gelişmiş piyasalardaki arbitraj fırsatlarının azalmış olmasıdır.³³

³² Seyidoğlu,a.g.e.,s198-199

³³ Karan ve Karacabey,a.g.e.,s.23

Gelişmiş ülkelerin büyümelerinin yavaşlaması, büyümeye yeni başlayan gelişmeye açık ülkelere yönelimin olmasına neden olmuştur. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere düşük fiyatlardan hisse senedi alınıp yüksek getiriler sağlanabilmektedir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olması borsanın gelişmişliğiyle ve işlem hacmiyle doğru orantılıdır. Gelişmekte olan piyasalarda işlem hacmi gelişmiş ülkelere göre daha azdır, bu da diğer piyasalara göre daha sığ olduğunu gösterir. Dolayısı ile piyasa şoklara karşı daha etkili hale gelir ve dalgalanmalardan kaynaklanan kayıplar yaşanabilir. Bu gibi istikrarsızlıktan kaynaklanan kayıpların ortadan kaldırılması ise portföy çeşitlendirmesiyle mümkün olmaktadır.³⁴

Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki korelasyon düşüktür. Dolayısı ile gelişmiş bir ülkedeki oluşabilecek krizin her bir ülkeyi aynı derecede etkilemediğini ve doğru orantılı olmadığını söyleyebiliriz. Bu nedenle yatırımcılar gelişmiş ülkelere yatırımlarını yaparken, gelişmekte olan ülkelere yüksek getiri imkanlarını da göz önünde bulundurarak farklı ülkelere portföy çeşitlendirmesine gitmektedirler. Globalleşen dünyada gelişmekte olan ülkeler yatırımcılar açısından alternatif oluşturmakta ve yatırımlarını değerlendirebilecekleri uygun koşulları sağlamaktadır.

1.4.1. Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Yatırımcılar elde ettikleri getirileri arttırmak amacındadırlar. Gelişen ülke piyasaları da düşük fiyat yüksek getiri imkânı sağladığından yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Gelişmekte olan piyasaların sığ olmasından kaynaklanan dalgalanmalar arbitraj fırsatı yaratmakta, bunu da yatırımcılar değerlendirmek istemektedirler. Bu ülkelere hisse senetlerinin değerinin altında işlem gördüğünü söylemek mümkündür.³⁵

Yabancı yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yaparken hem gelişmiş ülkeleri hem de gelişme gösteren büyümekte olan ekonomileri portföylerine almaktadırlar.³⁶

³⁴ Karşı, a.g.e., s.29

³⁵ Meral Varış Tezcanlı ve Sibel Kumbasar Bayraktar, Oral Erdoğan, Handan Görgünay, Ebru Tan, Efser Uytun, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, IMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul 1994., s.47

³⁶ Stephen Lofthouse, **Readings Investments**, Perfect Yayıncılık, 1. Basım, İstanbul, s.457

Sermaye piyasalarının, yerli yatırımcılar için olduğu kadar yabancı yatırımcılar için de cazip hale gelmesi önemlidir. Bu noktada portföy yatırımlarını etkileyen hususlar önemlidir. Bunlar da ülkenin genel ekonomik durumu, hukuki düzenlemeleri, siyasi istikrar gibi unsurlardır.

1.4.1.1. Siyasi İstikrar

Ülkelerin yabancı sermayeyi çekebilmeleri için ülkenin ekonomik ve siyasi koşullarının uygun olması gereklidir. Yatırımcı öncelikle elde edeceği getiriyi düşündüğünden, bunu etkileyecek olumsuz unsurlardan korunmak ister. Yatırımcının katlanacağı ülke riski değerlendirilmeye alındığında, bu riskten kaçınmak isteyecektir. Bu nedenle yatırım kararı alınan ülkenin siyasi koşulları önem kazanmaktadır.

Bir ülkedeki iktidarın yabancı portföy yatırımlarına yönelik uyguladığı politikalar yatırımcıyı ülkeye getirebilecek bir unsurdur. Eğer yatırımcıya engel oluşturacak vergiler uygulanıyorsa, yatırım kısıtlamaları varsa veya paranın transferi konusunda sorun yaşıyorsa yatırımcı bu ülkeden uzak duracaktır.³⁷

Sadece iktidarda olan hükümet değil aynı zamanda istikrarlı gidecek bir siyasi yapının olması da önemlidir. Koalisyon hükümetleri yerine tek partili hükümetler yabancı yatırımcı için bir tercih nedenidir. Ayrıca siyasi düzenin borsa üzerindeki etkisi de göz önünde bulundurulursa, iniş çıkışların ve belirsizliğin olduğu ülkeleri yatırımcıların tercih etmeyeceği açıktır.³⁸

1.4.1.2. Hukuki Düzenlemeler

Devletler etkin piyasa işleyişinin müdahale etmek yerine serbest piyasa ekonomisiyle olduğunu düşünmelerinin ardından, finansal piyasalar üzerinde yürütme işlevi yerine denetleme tarafına yönelmişlerdir. Uluslararası finansal sınırların kalktığı son dönemlerde, gelişmekte olan ülkeler hukuki yapılarını gelişmiş ülkelerin hukuki yapılarına uyumlu hale getirmek durumundadırlar.

³⁷ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.50

³⁸ Şamiloğlu, a.g.e., s.193

Sermaye piyasalarında fon arz edenlerle talep edenleri buluşturan aracı kurumlar önemli bir yer tutmaktadır. Aracı kuruluşların uluslararası arenada serbestçe işlem yapabilmesinin önündeki engeller olumsuz nitelik taşımaktadır. Yatırımcılar diğer ülkelerde portföy yatırımı yapacakları zaman, kendi ülkelerindeki aracı kurumlar yardımıyla güvenilir bir şekilde yatırımlarını gerçekleştirebilmelidirler.

Yatırımcılar açısından bir diğer unsur ise tam enformasyona sahip olmalarıdır. Hem piyasalar hakkında hem de yatırım yaptıkları şirketle ilgili bilgiler en doğru şekilde yerli yatırımcıyla aynı anda ulaşmak istemektedirler. Bununla ilgili düzenlemelerin yapılması yine yatırımcı için önemli bir unsur olacaktır. Yatırımcıların gittikleri ülkede hukuki sorunlarla karşılaşmayacak olmalarından güvende olmaları gerekmektedir. Hukuki yollara başvurdıkları takdirde, sorunsuz olarak halledilmesi ve yerli yatırımcıdan ayırt edilmeyeceklerini veya sınırlayıcı etkenlerin bulunmaması önemlidir.³⁹

Gelişen piyasaların, gelişmiş piyasalara entegre olma sürecinde yapması gereken düzenlemeler vardır. Bunlardan birkaçını sıralamak gerekirse muhasebe düzenlemelerinin açıklığı, işlem standartlarının gelişmiş piyasalarla uyumlu olması, türev finansal ürünler, spekülasyon veya insider trading gibi durumları önleyici tedbirler alınmasıdır.⁴⁰

Gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcılar önemli bir yer tutmaktadır. Gelişen piyasalarda da kurumsal yatırımcıları teşvik edici düzenlemeler yapılarak sermaye piyasalarındaki yatırım potansiyelini arttırmak mümkündür. Piyasanın derinleşmesi işlem hacmine de bağlı olduğundan kurumsal yatırımcıların buna katkı sağlayacağı açıktır.⁴¹

1.4.1.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikalarında uygulayacağı serbestleşme hareketleri, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesini kolaylaştıracaktır. Özellikle bu politikalarda gelişmiş ülke pazarlarının uyguladığı politikalara yakınlaşmaya çalışılması önemlidir.

³⁹ Şamiloğlu, a.g.e., s.191

⁴⁰ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.51

⁴¹ Vurgun, a.g.e., s.2

Ekonomik serbestleşmenin sağlanması için yapılabilecekler kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmesi ve özelleştirme yoluyla piyasaların derinliğinin ve likiditesinin sağlanması olarak sıralanabilir.⁴²

1.4.1.3.1. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması

Gelişen piyasalarda kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması serbest piyasaya entegrasyonun sağlanması açısından önemlidir. Sermaye kısıtlamalarının tamamen serbest bırakılması ya da sıkı kısıtlamaların olması doğru değildir. Ülkeyi krize sokmayacak sınırlar içinde tutulmalıdır.

Yabancı yatırımcılar açısından, yatırım yapılacak ülkenin para biriminin konvertibl olması önem taşımaktadır. Yatırım risklerini değerlendirirken döviz riski bu çerçevede incelenir. Kendi para birimlerinin ülke para birimindeki ani değer kayıpları, kambiyo işlemlerindeki zorluklar yabancı yatırımcı açısından engel teşkil etmektedir.⁴³

Ülkede uygulanan ekonomi politikalarından kaynaklı, merkez bankalarının döviz müdahale etmeye meyilli olmaları döviz riskini de beraberinde getirir. Serbest piyasa ekonomisi uygulamada, bu müdahalelerden dolayı tam anlamıyla serbestleşmemektedir.; ancak ulusal piyasalara uyum sürecinde sermaye giriş ve çıkışlarına yönelik kısıtlamaların kaldırılmasıyla birlikte, yabancılara kur riski yaratacak engellemelerden de kaçınmak gereklidir.

1.4.1.3.2. Finansal Piyasalardaki Serbestleştirme

Finansal piyasalardaki serbestleşme sermaye ve kambiyo kısıtlamalarıyla birlikte finansal piyasalardaki serbestleşmeye de bağlıdır. Sermaye piyasalarındaki yatırımcı sayısının ve işlem hacminin artması piyasaları derinleştirici bir unsurdur. Hisse senetlerine yönelik talebin artması da piyasadaki işlem hacmini arttıracak ve piyasadaki ani şokların azalmasını sağlayacaktır. Bununla birlikte uygulanacak doğru özelleştirme politikalarıyla birlikte finansal serbestleşme sağlanacak ve piyasa kendi içinde dengeye gelmeye başlayacaktır.

⁴² Alp,a.g.e.,s.252

⁴³ Tezcanlı ve Bayraktar,Erdoğan,Gürgünay,Tan,Uytun,a.g.e.,s.53

Ülkedeki sanayi kuruluşlarının hisse senedi ihraç etmelerinin teşvik edilmesi gerekir. Bazı şirketler kapalı şirket olarak kalmayı tercih etmektedirler; ancak uygulanacak teşviklerle sermaye piyasasında işlem görecektir şirket sayısı artırılabilir. Bu şekilde hem yabancıların ülkedeki şirketleri tanınması kolaylaşacaktır, hem de ülkeye gelen sermayede artış meydana gelecektir.⁴⁴

Sermaye kısıtlamaları ülkenin ekonomi politikalarından birisi değildir. Dolayısı ile sermaye kısıtlamaları ve finansal serbestleştirme uygulanırken, bunun ne düzeyde olacağı önceden belirlenmelidir. Sonradan kriz zamanında devlet politikalarıyla kambiyo kısıtlamalarına müdahale edilmesi söz konusu olmadığından, serbestleşme sürecinde öncelikle ülkede finansal istikrarın sağlanmış olması gereklidir.⁴⁵ Uluslararası piyasalara entegre olma sürecinde, ülkeye yabancı para çekişini sağlamanın yanında yaşanabilecek olumsuzluklardan da korunmak gerekir.

1.4.1.3.3. Özelleştirme Çalışmaları

Finansal serbestleşme sürecinde doğru uygulanan özelleştirmelerin hisse senetlerinin uluslar arası dağılımını arttırıcı bir etkisi vardır. Özelleştirmeye birlikte piyasada rekabetin artmasıyla, piyasa daha etkin bir hale gelecektir. Özelleştirmenin öncelikli amacı ekonomik dengeleri sağlamak, yabancı sermayeyi çekmek değildir. Piyasada doğru teşviklerle birlikte, güçlü bir özel sektör yaratılması amaçlanmaktadır. Piyasada yeni oluşacak şirketlerle birlikte, gümrük vergilerinin indirilmesi piyasaların dışa açılmasını ve uluslararası piyasalara entegrasyonu sağlayacaktır.⁴⁶

Özelleştirme sürecinde makro ekonomik koşulların yerine getirilmesi gereklidir. Özelleştirme uygulanırken elde edilen gelirin daha sonra nerelere yatırım yapmada kullanılacağı önem taşımaktadır. Cari harcamalara paranın yönlendirilmesi yerine, daha verimli olarak değerlendirilmesi gerekir. Örneğin Meksika özelleştirmeden elde ettiği geliri, iç borç miktarını azaltarak faizlerin düşürülmesi yönünde kullanmıştır. Latin Amerika’da ise yapılan özelleştirmeler hisse senedi arzını arttırmış ve dolaylı olarak ekonomik dengenin sağlanmasına ve ülkelerin makroekonomik istikrarının sağlanmasına katkıda bulunmuştur.

⁴⁴ Mustafa Duran, *Türkiye’de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Yazı Dizisi 32, Ankara 2002, s.41-43*

⁴⁵ Tezcanlı ve Bayraktar,Erdoğan,Gürgünay,Tan,Uytun,a.g.e.,s.54-55

⁴⁶ Şamiloğlu,a.g.e.,s.201

Özelleştirme yapılan ülkede yerel halkın da desteğinin kazanılması önemlidir. Örneğin Şili’de özel emeklilik fon sistemi oluşturulmuş böylece devletin sosyal güvenlik üzerindeki tekeli kırılmıştır. Düşük vergi sistemleriyle şirketlerin kısa sürede öz sermaye oluşturmaları sağlanırken, tasarruf sahiplerinin de bunu emeklilik sistemiyle kazanca dönüştürmeleri hedeflenmiştir.⁴⁷

1.4.1.3.4. Makro Ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefleri

Devletin uyguladığı para ve maliye politikaları kuşkusuz ki sermaye piyasaları üzerinde oldukça etkilidir. Özellikle faiz oranlarıyla ilgili olarak uygulanan politikalarda yüksek faiz yabancı sermayeyi ülkeye çekerken, düşük faiz ise yatırımcıyı ülkeden kaçırarak etkiye sahiptir. Para ve maliye politikalarıyla ilgili alınan kararlar, sermaye piyasalarından elde edilen kazancı etkilerken, diğer taraftan yabancı yatırımcıların ülkeye bakış açısını da etkilemektedir.⁴⁸

Yabancı yatırımcıyı ülkeye çekebilmek için uygulanan politikaların ekonomik büyümeye katkı sağlayacak ve makro ekonomik istikrarı sağlayacak politikalar olması gerekir. Bu politikalarda amaç düşük enflasyonla birlikte döviz kurunda istikrarın sağlanmasıdır. Bu şekilde yerli yatırımcının sermaye piyasalarından elde ettiği gelirlerin enflasyona karşı korunması sağlanmış olur.⁴⁹

Bütçe açıklarının kapatılması, bütçe gelirlerinin giderlere göre daha üst seviyeye çıkarılması makro ekonomik dengenin kurulması açısından önemlidir. Bu dengenin sağlanmasında vergi denetiminin sağlanması ve kamu harcamalarının azaltılması önem taşımaktadır.

Bütçe açıklarının azaltılmasında ekonomiye katkı sağlayan ihracatın arttırılması da önemlidir. Bu bağlamda ihracatın arttırılmasına yönelik özelleştirme hareketleri bütçe açıklarını azaltıcı etki yaratacaktır.

⁴⁷ Doğu,a.g.e.,s.76

⁴⁸ Duran,a.g.e.,s.47

⁴⁹ Tezcanlı ve Bayraktar,Erdoğan,Gürgünay,Tan,Uytun,a.g.e.,s.58

Doğru yapılan özelleştirmelerle birlikte sadece ekonomik dengelerin sağlanmasına katkıda bulunulmayacak aynı zamanda dünya piyasalarına entegre olma sürecinde de şirketler için büyük bir adım atılmış olacaktır.⁵⁰

⁵⁰ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.57

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

2.1. Yabancı Sermaye Kavramı

Sanayi devrimiyle birlikte kapitalizmin gelişimi ve sermaye birikimi sonucunda dünyada ticari ve endüstriyel ilişkilerde gelişmeler gözlenmiştir. Başta ulusal işletmeler faaliyette bulunurken, daha sonra uluslararası ve çok uluslu şirketler faaliyete başlamıştır. Sonrasında ise bu uluslararası faaliyetler ülkelerin ekonomik değişmelerini ve gelişimlerini etkileyecek düzeye ulaşmıştır.

Ekonomik ve Kalkınma İşbirliği Teşkilatı (OECD) normlarına göre Doğrudan Finansal Yatırımlar (Financial Direct Investment-FDI) bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların, bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını yansıtmaktadır.

‘Yabancı sermaye yatırımcısı, yerleşik olduğu ülkeden başka bir ülkede şube, büro, bağlı kuruluş ya da ortaklık biçiminde doğrudan yabancı sermaye yatırımına sahip olan şahıslar, şirketleşmemiş kamu ya da özel teşebbüsler, devletler, birbiriyle bağlantılı bireyler, birbiriyle bağlantılı şirket ve/veya şirketleşmemiş girişimcilerdir.’⁵¹

‘Uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder. Uluslararası sermaye hareketleri; Özel Sermaye Hareketleri, kalkınma amaçlı, hibe ve kredi şeklindeki Resmi Sermaye Hareketleri ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları diye üç ana başlık altında toplanabilir.’⁵²

Ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlik, ülkeler arasındaki kaynak aktarımıyla finanse edilmektedir. Böylece ödemeler dengesi açıklarının finanse edilmesi sağlanmış olur.

⁵¹ Hayrettin Demircan, **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 35, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara 2003,s.1

⁵² Muhsin Kar ve Akif Kara, Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, www.dtm.gov.tr , 25.12.2007

Finansal pazarlar aracılığıyla fon fazlası olanlar ve fon talep eden ülkeler ortak bir pazarda buluşmakta, böylece tasarruf sahiplerinin elindeki fon fazlası etkin bir şekilde değerlendirilebilmektedir.

2.1.1. Doğrudan Sermaye Yatırımları

‘Doğrudan yabancı yatırım, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini artırarak kendine bağlı duruma getirmesi yoluyla yaptıkları yatırımlardır.’⁵³

Doğrudan yabancı sermaye hareketleri, maddi varlıklarla birlikte maddi olmayan varlıkların da uluslararası transferini gerektirir. Bu nedenle yabancı sermaye getiren tarafa fona sahip olduğu gibi fonu yönetme hakkını da verir; ancak portföy yatırımlarında tahvil, bono gibi yatırım araçlarıyla sermaye çekildiğinden, fonun yönetimi yatırım yapan kişinin elinde olmamaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye ulusal kaynak sağlamada yardımcı olmaktadır; ancak kaynakların yönetiminin yabancılardan olmasından kaynaklanan bir bağımlılık söz konusudur. Sağladığı döviz girişiyle birlikte hem sermaye birikiminde hem de cari açığın kapatılmasında dolaylı bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte dünyadaki kaynak dağılımında etkinlik sağladığı gibi, üretimde yeni teknolojilerle birlikte verimliliği de arttırmaktadır.⁵⁴

2.1.2. Dolaylı Sermaye Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.⁵⁵

⁵³ Yased, *Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, İnceleme Yarışması, İstanbul 1988, s.9

⁵⁴ Cumhuriyet Üniversitesi, <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf>, 25.12.2008

⁵⁵ Yased, a.g.e., s.16

Uluslararası sermaye hareketlerinde ekonomik etkinliğin sağlanmasında dolaylı yatırımlar önemli bir rol oynamaktadır; ancak bu yatırımları yapan tasarruf sahiplerinin birikimlerinin finansal pazarlar tarafından doğru değerlendirilmesiyle gerçekleşebilmektedir.⁵⁶

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalararası olarak yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği tahvil ve hisse senetleri, yabancılar tarafından o ülke sınırları içerisinde işlem görüyorsa uluslararası, yabancı ülkelerde işlem görüyorsa piyasalararası (offshore) işlemlerdir.

Yabancı portföy yatırımları, rakamlara göre doğrudan yatırımlara göre daha az tercih edilmektedir. Bunun nedenlerinden biri, uzun vadede doğrudan yatırımların daha karlı olmasıdır; ancak yabancı portföy yatırımlarında, ülkede bir risk görüldüğünde portföy ülkeden çekilerek riskten kaçınmak mümkündür. Türkiye’de de borsanın %75’i yabancıların portföylerinden oluştuğundan yabancı portföy hareketleri borsayı etkilemektedir.

2.1.3. Resmi Sermaye Yatırımları

Resmi sermaye yatırımları; gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde ise devletlerarası bir borçlanma söz konusudur.

Kredi ve bağış şeklindeki bu yardımların verilmesinde ekonomik sosyal ve siyasi birtakım faktörler etkili olabilmektedir. Genellikle dış devletler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınınca gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler bu yardımlarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmaya çalışmaktadırlar.⁵⁷

⁵⁶ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkın ve Can Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No:6, İstanbul 1995, s.35

⁵⁷ Kar ve Kara ,a.g.e, 25.05.2009

2.2. Türkiye’de Yabancı Sermayenin Gelişimi

2.2.1. 1980 Öncesi Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları

Türkiye’de yabancı sermayenin girişi Osmanlı Devleti’ne kadar dayanıyor olsa da asıl süreç II. Dünya Savaşı sonrasında başlamıştır. II. Dünya Savaşı sonrasında hızla kalkınma sürecine giren ülkeler yabancı sermayeye kapılarını açmışlardır. Bu süreç içerisinde II. Dünya Savaşı’ndan oldukça güçlü çıkan Amerika, gelişmekte olan ülkelere yardımda bulunmuş, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Ekonomik ve Kalkınma İşbirliği Teşkilatı kurulmuştur.

Türkiye de bu süreci olumlu değerlendirmek için yabancı sermayenin teşvik edilmesine karar vermiştir; ancak beklenen olumlu sonuç alınamamıştır. Yabancı sermayenin, Osmanlı’daki kadar fazla imkân sağlayan kapitülasyonları bulamaması, o dönemde Türkiye’de izlenen politikalar ve halkın yabancı sermayeye olan güvensizliği bu dönem içerisinde yabancı sermayenin gelmesi konusunda beklenen sonucun alınamamasına neden olmuştur.⁵⁸ Bunlarla birlikte Türkiye’nin beklenen koşulları sağlayamamasının yanında, diğer ülkelerin istenilen koşulları sağlaması bizim tercih edilmememizde önemli bir etkiye sahiptir.

2.2.2. 1980 Sonrası Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları

1980 sonrasında Türkiye’de hem politik ve sosyal anlamda bir değişiklik yaşanmış, hem de yabancı sermayeyi ülkeye çekebilecek yeni girişimlerde bulunulmuştur. Yabancı yatırımların teşvik edilmesi amacıyla, yabancılara yerli yatırımcıya tanınan, her sektöre yatırım yapabilme hakkı tanınmıştır.

Böylece Türkiye’yi daha cazip bir hale getirebilmek amacıyla 1980 öncesinde yabancılara getirilen kısıtlamalardan bazılarının kaldırılması yolu benimsenmiştir. Önemli gelişmelerden bir diğeri faiz oranlarının serbest bırakılarak IMKB’ nin kurulmuş olmasıdır. Bu şekilde yabancılara rekabetçi ve etkin bir ortam sağlanmıştır. IMKB’nin kurulmasıyla bankalar dışında finansman kaynağı sağlanmıştır.⁵⁹

⁵⁸ Ankara Üniversitesi, <http://acikarsiv.ankara.edu.tr/fulltext/2473.pdf>, 11.02.2009

⁵⁹ Cumhuriyet Üniversitesi, <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf>, 04.03.2009

Yabancılarla sağlanan teşviklerle birlikte ödemeler dengesi açığını, tasarruf yetersizliği ve teknoloji yetersizliği sorunlarının ortadan kalkabileceği öngörülmüştür. Gerçekten de bu dönemde yapılan teşvikler sonuç vermiş ve Türkiye'ye gelen yabancı sermaye miktarında önemli bir artış gözlenmiştir. Bununla birlikte ithalat ihracat yaptığımız ülkeler ile Türkiye'ye yatırım yapan ülkelerin hemen hemen aynı sıraları paylaşıyor olması, yabancıların ticaret için Türkiye'de pazarlarını geliştirmek istedikleri ve bu nedenle yatırıma yöneldikleri sonucu doğmaktadır.⁶⁰

2.3. Yabancı Sermayenin Yatırım Yapılan Ülke Üzerindeki Etkileri

Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerin sermaye yetersizliği konusundaki sıkıntılarına bir çözüm olan yabancı sermaye akımı birçok konuda ülke ekonomisine katkı sağlamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte, ülkeye sadece fon akışı değil, bununla birlikte teknoloji, istihdam, üretimin artması, işletmecilik bilgisi de sağlanmaktadır. Türkiye de 1980'lerden önce izlediği içe dönük politikasını, ödemeler dengesindeki açıklar nedeniyle değiştirmiş ve yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlayacak teşviklerde bulunmuştur.

II. Dünya Savaşı sonrasındaki dönemlerde, gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeden uzak durmaya çalışmalarının nedenlerinden biri de yabancıların yerli yatırımcıyı mağdur etmesi ihtimaliydi; ancak yabancı sermayenin gelişmesiyle birlikte rekabetin artması bir anlamda piyasada etkinliği sağlayıcı bir unsur olarak görülmeye başlanmıştır. Rekabetin artmasıyla birlikte, tüketici refahında artış gözlenmektedir. Yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinin ayrıca politik etkileri de söz konusudur. Böylece ülkeye yeni ihracat ve pazarlama alanları sağlanmış olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere gelen diğer yabancı sermayeler, eğer üretim alanına kaydırılabiliyorsa ve fon doğru değerlendiriliyorsa bu durumda ekonomide kalkınma ve büyüme söz konusu olacaktır; ancak yapılan araştırmalara göre, dolaylı yabancı sermaye yatırımlarında, yabancıların finansal pazarlarda yaptıkları işlemlerin ülkenin ekonomik büyümesine katkı sağlamadığı saptanmıştır. Doğrudan ve hibe şeklindeki yatırımlarda ise hem ülkede ekonomik büyüme hem de sermaye birikiminde artış görülmektedir.⁶¹

⁶⁰ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Görgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.105

⁶¹ Kar ve Kara, a.g.e., 25.12.2008

2.3.1. Reel Ekonomi Üzerindeki Etkisi

Bir ülkenin ekonomik kalkınmasını gösteren verilerden biri de kişi başına düşen milli gelirdir. Ülkenin refahı arttıkça milli gelirin de arttığı kabul edilir. Kişi başına düşen geliri arttırmaya katkı sağlayacak en önemli faktör üretimin arttırılmasıdır. Üretim kapasitesinin arttırılması veya yatırım için kaynak oluşturulması ise tasarruflardaki artışa bağlıdır; ancak gelişmekte olan ülkelerde milli gelir düşük olduğundan, kişilerde tasarruf eğilimi az olmaktadır. Dolayısıyla özel veya şahsi yapılabilecek tasarruflarda istenilen miktara ulaşamamaktadır.

Ülke içindeki üretimi arttırmak ve dolayısıyla refah düzeyinde artışı sağlayacak yatırımlara alternatif olan yabancı yatırımlar da bu noktada devreye girmektedir. Ülkeye gelen yabancı sermaye hem ülkeye kapital sağlamakta hem de elde ettiği karlarla yeni yatırımlara yönelerek ülke hâsılasına katkıda bulunmaktadır. Ülkeye gelen döviz uzun zamanda cari açık üzerinde olumlu etki yaratabilmekte, ödemeler dengesindeki açıkların kapatılmasında da yarar sağlamaktadır.

Sermaye tasarruf darboğazından kurtulmak isteyen ülkeye kapital getirerek rahatlama sağlayan yabancı sermaye aynı zamanda ülkedeki istihdam sıkıntısı üzerinde de etkilidir. Kendi imkânlarıyla yeterli istihdam sağlama olanağına sahip olmayan az gelişmiş ülkeler için, yabancı sermaye çok önemli bir istihdam kaynağı oluşturmaktadır. Ülkeye sermaye girişinin olumlu etkilerinin yanında ülkeden sermaye çıktığı takdirde sermaye stokunun azalmasıyla birlikte, hem ödemeler dengesi hem de işsizlik sorunları yeniden ortaya çıkacaktır.

Yabancı sermayenin ülkeye katkılarından bir diğeri de tekelleri kırması ve ülkede rekabeti arttırmasıdır. Ülkedeki rekabetin artması da istihdam üzerinde etkilidir.

Yabancı sermayenin sağladığı kaynak bazen hükümetler tarafından işin kolayına kaçmak olduğundan da daha çok tercih edilebilmektedir. Özellikle ülkede bütçe açığı sürekli hale gelmişse ve ülkede sıkı para politikası uygulayıp bütçe açıkları kapatma yoluna gidilmiyorsa, yabancı sermaye ülkeye kapital sağlanması açısından sürekli bir fayda getirmeyecektir.⁶²

⁶² Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.29

Ülkeye sermaye girişinde ödemeler dengesi üzerindeki etkisinin yanı sıra, bunun ödemeler dengesine sürekli yansması olması da önemlidir. İthal edilen ara malların yarattığı etkilerin de kapatılabilmesi için ihracatın arttırılacağı alanlar yaratılması zorunludur. Yabancı sermayenin ülkeden yapacağı ihracat, olumlu etkilerden biridir. Uluslararası piyasada yer edinmiş olan bir sermayenin ülkeye gelmesi bu açıdan ödemeler dengesini olumlu etkilemektedir. Bununla birlikte yerli yatırımcının, rekabetin arttığı bir ortamda, kendisi de rekabete dâhil olarak tasarruflarını arttırıp ihracatını arttırmaya yönelmesi gerekmektedir.

Bu noktada söyleyebiliriz ki yalnızca ülkeye sermayenin çekilmesi önem taşımamaktadır. Yabancı sermayenin ülkenin refahına katkı sağlayacak alanlara yönlendirilebilmesi, ihracatı teşvik etmesi de önem taşımaktadır. Yoksa sadece bütçe açıklarını kapatmaya yönelik yabancı sermaye aktarımı, bütçe açıklarının katlanarak büyümesine yol açacak ve sermayeden beklenen verim alınamayacaktır.

Ülkemizdeki gibi gelişmekte olan ülkelerin, sıcak para akışını sağlamak için izlediği yollardan birinin de kısa vadeli yabancı sermaye çekmek olduğunu söylemiştik. Bunu da enflasyon seviyesinin altında kalan döviz kuru ve enflasyonun üzerinde seyreden faiz oranlarıyla sağlamaktadırlar; ancak düşük tutulan döviz kurları ihracatçıyı olumsuz etkilemektedir. Düşük dövizle ithalata aynı şekilde devam edilirken, ihracatçı ise mağdur olmaktadır. Bu durumda yine kronikleşen cari açık söz konusu olmaktadır. Bunlar da hükümetlerin izleyeceği politikalarla çözüme kavuşabilmektedir. Aksi halde gittikçe büyüyen cari açık, uluslararası piyasaya açılmış bir ülkeye sağlaması gereken mali derinleşme yerine, mali istikrarsızlığı daha da derinleştirmektedir.

2.3.2. Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri

Yabancı sermaye kalkınmada önemli bir araç olarak görülmektedir. Sermaye piyasalarında yapılan yabancı alımları da bunda önemli bir rol oynamaktadır. Finansal piyasaların derinliğine bağlı olmakla birlikte, finansal aktiflerin hisse senedi fiyatlarını arttırıcı bir etki yaratmaktadır.⁶³

⁶³ Fuat Gürlelel, Kerem Alkın ve Sadi Uzunoğlu, *Avrupa Sermaye Piyasaları ve Türk Sermaye Piyasaları*, İMKB Araştırma Yayınları No:10, İstanbul 1997, s.106-110

Global sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, ülkelerin özelleştirmeye giderek yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye yönlendirmektedir. Geçmiş dönem rakamlarına bakıldığında, yapılan özelleştirmelerde şirket hisse senetlerinin üçte biri yabancılar tarafından alınmıştır.

Yabancı yatırımcıların diğer yükselen finansal piyasalarda marjinal alıcı olarak sayısı artmaktadır. Yurtdışından gelen taleple, piyasadaki aktiflerin fiyatları yükselmekte, bu da yurtiçindeki yatırımcılar içinde finansal araçları cazip hale getirmektedir.

Ülkemizde olduğu gibi yabancıların yoğun olarak bulunduğu ülkelerde, talebin yarattığı fiyat artışıyla birlikte, yabancıların piyasadan çekilmesi de fiyatlar üzerinde düşüş etkisi yaratmaktadır.

1990 yılından sonra doğrudan sermayeden daha fazla oranda dolaylı sermayenin ülkemize girmiş olduğu görülmektedir.⁶⁴ Doğrudan sermayenin ülkeye girişi ve çıkışı, portföy yatırımlarındaki kadar kolay olmamaktadır. Portföy yatırımları ülke ekonomisinden etkilenebilmekte ve ülkeyi terk edebilmektedir. Ancak doğrudan yatırımların bir krizle birlikte ülkeyi terk etmesi söz konusu değildir. Krizler ancak daha sonra ülkeye çekilebilecek yabancı sermayenin gelmesini engelleyebilir.

Doğrudan yatırımların daha uzun vadeli olmasından dolayı likiditesi yoktur. Ancak kısa vadeli sermaye hareketleri likiditesi yüksek varlıklardan oluşmaktadır. Bu nedenle herhangi bir kriz durumunda kolay bir şekilde nakde çevrilebilir. Fakat bu dönüşüm kriz zamanlarında veya ülke ekonomisinde sorunlar olduğunda kolay olmayabilir.

Türkiye gibi sermaye piyasasında derinliği sağlayamamış olan gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımlarının ülke ekonomisinde dalgalanmalara yol açtığı görülmektedir. Özellikle borsadaki yabancı paylarının yüksek olduğu düşünülürse dalgalanmanın ekonomi üzerindeki etkisi daha iyi anlaşılabilir. Yabancıların ülkeden çıkmak istemesiyle birlikte, yerel paradaki değer azalması ve bununla birlikte döviz fiyatlarında artış görülmektedir. Ülkede yabancı portföy yatırımlarından kaynaklanan bu dalgalanmanın etkisinden arınabilmek için, sermaye piyasalarının daha etkin bir şekilde çalışması sağlanmalıdır.⁶⁵

⁶⁴ Alp ,a.g.e, s.275

⁶⁵ Alp, a.g.e, s.278

2.3.3. Uluslararası Ekonomik İlişkiler Üzerine Etkileri

Uluslararası ilişkiler yabancı yatırımların transferinde büyük önem taşımaktadır. Hem ülkeye gelmeden önce bir ülkenin yabancı ülkelerle ilişkileri, hem de yabancı yatırımcı ülkeye geldikten sonrasında ülkenin tanıtımı için ilişkiler önem taşımaktadır. Çünkü yatırım yapan çokuluslu şirketlerin, uluslararası pazardaki itibarıyla, bir ülke hakkındaki gözlemleri önem taşımaktadır. Bu hem ülkeye yeni kaynakların çekilebilmesini sağlayabilir veya kötü bir itibar ülkeden yabancı yatırımcıyı uzaklaştırabilir.

Uluslararası ilişkilerin etkisi dışında bir de teknoloji etkisi önem taşımaktadır. Ülkelerin üretimde ara mal ithal etmesinde üretimi arttırmasında veya diğer çokuluslu şirketlerle rekabet edebilmesi için, yeterli teknoloji düzeyinde olması, dolayısıyla teknolojiyi üretimine dâhil etmesi gerekmektedir. Bu da araştırma-geliştirme (Ar-Ge) çalışmalarıyla sağlanmaktadır; ancak bilindiği gibi Ar-Ge şirkete büyük bir maliyete neden olmaktadır. Bu nedenle yabancı sermayenin getirdiği teknoloji de üretim üzerinde etkili olabilmektedir.⁶⁶

Yabancı sermaye ülkeye girerken, üst düzey yöneticisini de beraberinde getirmekte, bu da şirkete yeni bir yönetim anlayışı ve farklı sistemler getirebilmektedir. Bu da hem kalifiye işgücünün oluşmasını, hem de diğer şirketlerin de rekabete katılarak kendilerini geliştirmeye yönlendirmektedir.

2.3.4. Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri

Finansal küreselleşme olgusuyla birlikte bankaların da ulusal ekonomilere girişi ve yeni arayışları başlamış bulunmaktadır. Finans alanında sınırların kalkması, daha yüksek getiri ve daha az risk imkânını yatırımcılara sunmuştur. Bankalar ise rekabetin artmasıyla birlikte, karlarını daha da arttırabilecekleri yeni bölge arayışlarına girmişler ve gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir. 1980 dönemi sonrasında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bankacılık krizleri, yabancı bankaların bu ülkelerde şube açmaları, bankaları satın almaları ya da ortak olmaları için fırsat yaratmıştır.

⁶⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz , **Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 1993,s.220-223

Türkiye’de de son yıllarda yabancılara satılan banka sayısında artış görülmüştür. Ülkeye yabancı bankanın girmesi rekabeti arttırmaktadır. Müşterilerine daha kaliteli, çeşitli ve düşük maliyetli ürünler sunarak, teknolojiyi ve farklı yönetim bilgilerini kullanarak ulusal bankalara karşı üstünlük sağlamaktadırlar.⁶⁷ Bu da bankalar arası rekabeti arttırmakta, ulusal bankaları da daha yenilikçi olmaya ve ilerlemeye teşvik etmektedir. Bu nedenle yabancı bankalarının ülkeye girişinin verimliliği arttırdığını söyleyebiliriz.

Yabancı bankaların sağladığı bir diğer katkı olarak piyasaya sundukları kredi kaynaklarından bahsedebiliriz. Hem piyasada fon ihtiyacı olduğunda bunu sağlayabileceği hem de kredi arzı konusunda süreklilik kazandırarak piyasaları rahatlatılabileceği düşünülmektedir. Ayrıca ülkeye gelen yabancı portföy yatırımlarının herhangi bir kriz durumunda ülkeyi terk etmek istemesi halinde bu yatırımların yabancı ortaklı bankalara yönlendirilmesi durumu söz konusu olabilmektedir.

2.4. Gelişmekte Olan Ülkelere Giden Yabancı Sermaye Artışının Nedenleri

Küreselleşmenin etkisiyle birlikte, yabancı yatırımlardan faydalanmak isteyen ülkelerde, hükümetler tarafından özendirici tedbirler ortaya konmuştur. Gelişmiş ülkeler teşvikleri nakit yardımlar ve düşük oranlı kredilerle sağlarken, gelişmekte olan ülkeler vergi indirimleri, muafiyetleri gibi mali araçlarla rekabete katılmıştır.

Micheal Du Pont’un GOÜ’ler üzerinde yapmış olduğu bir araştırmaya göre, yabancı yatırımcıların GOÜ’leri tercih etmesindeki nedenlerden en önemlisi pazar hedefidir. Diğer etkenler ise işgücü maliyetleri, devlet destekleri, istikrarlı politikalar belirleyiciler olarak yer almaktadır.⁶⁸

GOÜ’ler finansal piyasalarda dolaşan sermayeden en çok yararlanan ülkeler haline gelmişlerdir. Cari işlemler açığı veren ve tasarruf açığı olan ülkeler özel kaynaklardan finansman sağlamaktadırlar. GOÜ’lerin sahip olduğu kredi değerliliği, ulusal piyasalarda fon bulmasını ve fonun maliyetini belirlemektedir.

⁶⁷ Alp,a.g.e.,s.260-262

⁶⁸ Demircan,a.g.e.,s.19

Global anlamda bakıldığında uluslararası sermaye akımlarını belirleyen en önemli unsurlar, uluslararası mali piyasalardaki yapısal değişiklikler, dünya ticaret ve ödemeler dengesi ile gelişen ve gelişmiş ülkelerdeki tasarruf ve yatırım oranlarıdır.⁶⁹

GOÜ'lere yapılan yabancı yatırımları etkileyen küresel unsurları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Amerikan ekonomisinin genişlemesi ya da daralması
- Küresel ya da bölgesel ticaret hareketleri
- Japonya'da yaşanan ekonomik daralma
- Orta Doğu krizi
- Enerji fiyatlarındaki hareketler olarak sıralanmaktadır.⁷⁰

2.4.1. Gelişmekte Olan Ükelere Fon Akışının Nedenleri

2.4.1.1. İçsel Faktörler

Gelişmekte olan ülkelerin mali piyasa yapıları, genel ekonomik durumları yabancı sermayeyi ülkeye çekme konusunda önem taşımaktadır. Yabancı yatırımcı, yatırım yapacağı ülkenin genel ekonomik durumun ve diğer değişkenleri takip ederek yatırım konusunda karar almaktadır. Ülkenin genel ekonomik durumuyla ilgili değişkenler içsel değişkenlerdir, yani ülkenin kendisinden kaynaklanmaktadır. İçsel değişkenler, dışsal değişkenlere göre daha fazla önem taşımaktadır.

Öncelikle yatırımcı bir ülkede makroekonomik istikrarın olmasıyla ilgilenir. Yatırım yaptığında elde edeceği getiri öncelik taşımaktadır. Bu nedenle daha önce ülkeye yapılan yatırımlar ve yatırımcılara yüksek getiri sunmuş olması, yeni yatırımcıları ülkeye çekme konusunda önemlidir.

Makroekonomik istikrarla birlikte fiyat istikrarı da önem taşımaktadır. Fiyatlar genel düzeyindeki değişme yatırımcının elde edeceği karı etkiler bu nedenle geçmiş dönemde ülkede fiyat istikrarının sağlanıp sağlanmamış olması dikkat çeker.

⁶⁹ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.48

⁷⁰ Demircan, a.g.e., s20

Bir diğerkonu ise döviz kuru politikalarıdır. Yabancı yatırımcı kendi ülke parasını diğerkülkenin para birimine çevirerek yatırım yapmakta ve yatırım süresi dolduğunda bu parayı konvertibl bir para birimine çevirmektedir. Bu nedenle yatırım yapılan ülke para biriminin, yatırımda elde ettireceğikarın dışında diğerkpara birimleri karşısındaki değeri de önem taşımaktadır.

Yabancı yatırımcıların ilgilendiğibir diğerkonu ise, gidilen ülkedeki yatırımlar konusundaki şeffaflık, ülke vatandaşlarıyla aynı hakka sahip olmak ve doğru bilgi alışverişinin sağlanmasıdır. Özellikle doğrudan yatırımlarda, yerel yatırımcıyla aynı hakların gözetilmiş olmasını beklemekte ve prosedürün etkin işleyip işlemediğiyile ilgilenmektedir. Son dönemde artan özelleştirme hareketiyle birlikte, menkul kıymetler kanalıyla da satışlar artmıştır. Bu nedenle yatırımcı yatırım yaptığı sektör ya da şirketle ilgili şeffaflık beklemekte, bilgi akışının doğru sağlanmasını istemektedir.

2.4.1.2. Dışsal Faktörler

Dışsal faktörler bir ülkenin kendi iç dinamikleri dışında, diğerkülke ekonomileriyle ilgilidir. Diğerk yatırım için uygun ülkelerdeki olumsuz gelişmeler, yatırımın başka ülkelere kaymasına neden olabilmektedir. İçsel faktörler kadar önemli olmasa da göreceli olarak önem taşımaktadır.

Uluslararası faiz oranları söz konusu ülke açısından önem taşıyabilmektedir. Diğerkülkelerdeki düşük faiz oranı ve düşük getiri imkânı yatırımların faizi yüksek ülkeye doğru kaymasını sağlayabilmektedir. Bu şekilde ülkeler kendi içsel değişkenlerinde herhangi bir değişiklik olmadan, yabancı yatırımcıyı diğerkülkelerdeki olumsuzluktan yararlanarak ülkelere çekebilmektedirler. Yine diğerkülkelerde yaşanan krizler, ekonomik durgunluk diğerkülkelere yabancı yatırımcıyı çekme imkânı sunabilmektedir.

Artan küreselleşmeyle birlikte, uluslararası piyasalar tek bir piyasa haline gelmiştir. Yatırımcı sayısının son yıllardaki artışı da piyasada yatırımcı çeşitliliğini arttırmış ve yatırımcılar gerek daha yüksek getiri gerekse portföy çeşitlendirmesi yapmak amacıyla farklı ülkelere yönelmeye başlamışlardır.⁷¹

⁷¹ Doğu, a.g.e.,s.54-55

Yatırımcı çeşitliliğinin artması direk yatırımlarda rekabeti de arttırmıştır. Bu şekilde düşük maliyetle üretim yapmak isteyen yatırımcılar, yeni yatırım alanları yaratmaya yönelmiş ve farklı ülkelerde yatırım yapma imkânları bulmuşlardır.

Tüm bu saydığımız faktörler tek başına yeterli olmamakla birlikte, yabancı yatırımcıları ülkeye çekmeye aracı olabilecek dışsal faktörlerdir. Öncelikle yabancı yatırımcılar için içsel değişkenler önem taşımaktadır. Bu saydığımız faktörler ise ülke ekonomisindeki herhangi bir iyileştirmeye gidilmeksizin, diğer ülke koşullarının etkisiyle piyasalarda yaratılacak iyileştirmelerdir.

2.4.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Yatırımlar

2.4.2.1. Özel Sermaye Akımı

Türkiye’de 1980’lerden sonra artış gösteren doğrudan yabancı sermaye girişiyle birlikte, 1990’dan sonra dolaylı sermaye yatırımlarında büyük bir artış yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yapılan özel sermaye yatırımları içerisinde portföy yatırımları, banka kredileri, tahvil ihraçları ve diğer krediler yer almaktadır.

1990’ların başında özel sermaye yatırımları daha çok kamu kesimi kuruluşlarına yapılırken, ilerleyen yıllarda kamu kesiminden özel kesime yönelmiştir. Ülkelerin özel sermaye çekerken kullandıkların enstrümanlar, ülkelerin kredi değerliliği, dış borç toplamı, ülkelerin mevzuatı ve kurumları ile kurumsal finansman stratejileri gibi birçok faktörü yansıtmaktadır.

Özel sermaye yatırımlarından bir diğeri ise portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları kısa vadeli tahvil ve banka kredilerine göre daha uzun vadelidir. Özel kesim veya kamu kesimi hisse senedi ve tahvilleri gibi menkul kıymetlerden oluşmaktadır. İçerdiği enstrümanların likiditesi yüksek olduğundan, ülkeyi her an terk edebilme ihtimali vardır ve bu da ekonomik dengeler üzerinde doğrudan etki yaratabilir.

2.4.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Fon Türleri

Geçen 20 yıl boyunca başta IFC olmak üzere, IMF ve Dünya Bankası, gelişmiş ülkelerdeki kurumsallaşmış şirketleri, gelişmekte olan ülkelerde yatırım yaparak, GOÜ'lerin ekonomik gelişmelerine katkıda bulunmaları için teşviklerde bulunmuştur. Yabancı sermayenin gelişile birlikte, yerel halka fon sağlanırken, daha iyi getiri imkânları sağlanmıştır. Ayrıca yabancı sermayenin girişiyle birlikte ülkedeki rekabet ortamı artarken kaynakların etkin bir şekilde dağılımı sağlanmaktadır.

Bu nedenle GOÜ' lere fon akışının sağlanması için çeşitli formlarda fonlar oluşturulmuştur. Bunlardan bir tanesi risk sermayesi fonlarıdır. Yeni kurulmuş orta veya küçük boyulu işletmelerin gelişimine katkıda bulunulması amacıyla kurulmuştur. Eğer şirkette ileride bir atılım yapma potansiyeli görülüyorsa, şirketin ilerleme kaydetmesine sermayeyle birlikte yardımcı olmak ve yüksek getiri elde etmek hedeflenmektedir.

Uluslararası portföy yatırım fonları, hisse senedi fonları ise diğer fon çeşitleridir. Bunlar borsaya kote edilmiş veya edilmemiş şirket hisse senetlerine yatırım yaparak kazanç sağlamayı hedeflemektedirler. Bir diğer fon çeşidi olan yap-işlet-devret fonu ise bir ortaklık olarak kurulabilir veya sadece yabancı yatırımcılardan oluşabilir. Genelde altyapı yatırımlarında kullanılmaktadır.⁷²

2.4.2.3. Uluslararası Doğrudan Yatırımlar

Günümüzde büyük şirketlerin kuruluş yerinden üretildiği ve pazarlandığı ülkelere doğru uzayan süreçte, birçok ülkenin yer aldığını görüyoruz. Düşük maliyetle üretim yapabilecekleri, kaynaklardan faydalanabilecekleri yerleri tercih eden şirketler gittikleri ülkede gelir arttırıcı etki yaratmaktadırlar. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı sermaye yatırımları önem taşımaktadır.

⁷² Alp,a.g.e.,s.131-133

Gittikleri ÷lkeye yeni pazarlama stratejileri, teknoloji, yönetim teknikleri götüren kurumsallaşmış şirketler, yerel şirketlerle rekabeti arttırmakla birlikte çalışma potansiyelini de yükseltmektedir. Bu şekilde gelişmekte olan ÷lkeler dış borç yükünü azaltırken, yabancı yatırımcı da karını arttırmaktadır.⁷³

2.5. Yabancı Sermayeyi Ülkeye Çekmek İçin İzlenecek Politikalar

2.5.1. Yabancı Sermaye Politikaları

İzlenen yabancı sermaye stratejilerinde temelde iki yöntem göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi yatay stratejiler, bir diğeri ise dikey stratejilerdir. Yatay stratejiler pazarın genişletilmesi ve üretimin yaygınlaştırılmasıyla ilgilidir. Dikey stratejiler ise maliyetleri düşürücü etkiye sahip, ucuz hammadde, ucuz işgücü gibi faktörleri içerir.

Günümüzde ise yabancı sermayenin çekilmesi konusunda, ucuz hammadde ve ucuz işgücünün yanında farklı etkenler de söz konusu olmaya başlamıştır. Bunlardan biri ekonomik ve siyasi istikrardır. Firmaların yatırım yaparken öncelikli hedefi kar elde edebilmektir. Siyasi ve ekonomik istikrarın olmadığı bir ÷lkede ise sürekli kar elde edilmesi mümkün olamamaktadır. Örneğin şirketler tek partili iktidara sahip olan ÷lkelerde yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Koalisyon hükümetlerinde çıkabilecek anlaşmazlıkların yaratacağı olumsuz sonuçları göze almak istememektedirler.

Özelleştirme uygulamaları da yabancı yatırımları çekebilme olanağı sağlayan bir diğ stratejidir. Ancak her ÷lkenin yatırım yapma stratejisi farklıdır. Bir örnek vermek gerekirse, Japonya özelleştirmenin getireceğı yeniden yapılandırma veya işçi çıkarma gibi sorunlarla uğraşmak istememekte, bunun yerine komple yeni yatırımlara rağbet etmektedir.

Yatırım yapan ÷lkelerin dikkat ettiği diğ unsurlar ise, sağlanan kolaylıklar, hukuki düzenlemeler ve rekabet yapısıdır. Ucuz kredi alabilmeleri, rekabeti önleyici politikalar izlenmemesi ve yatırım yapılacak ÷lkenin dünya ticareti içerisindeki yeri uluslararası şirketlerin göz önünde bulundurdıkları diğ unsurlardır.⁷⁴

⁷³ Sadi Uzunoğlu,Kerem Alkın,Can Fuat Gürlesel,**Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**,İMKB Araştırma Yayınları,No:6, Temmuz 1995,s.57

⁷⁴ Alp,a.g.e.,s.284-287

2.5.1.1. Makro Ekonomik Politikalar

Yabancı sermayenin ülkeye gelmesi, hem ülkeye finansman sağlamakta hem de ekonomik büyüme için kaynak sağlanmaktadır; ancak sermayenin gelmesi tek başına yeterli değildir. Bunun uygulanan makroekonomik politikalarla da desteklenmesi gerekmektedir. Eğer politikalar doğru uygulanmış ise beklenen ekonomik büyüme sağlanabilmekte ve istikrarsızlıklar dengede tutulabilmektedir.

Makroekonomik politikalarla desteklenmediği takdirde ise ekonomik dengeleri bozan bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.⁷⁵ Para ve maliye politikalarının istenildiği şekilde yürütülememesi sonucu piyasalarda oluşan istikrarsızlıklar, yurtiçinde talebi ve fiyatları arttırmakta, enflasyon artışıyla birlikte yatırımcılar menkul değerler piyasası yerine gayrimenkul ve altına yatırım yapmayı tercih etmekte, bunlar da yine fiyat artışına neden olmaktadır.⁷⁶

Uygulanan para ve maliye politikaları yabancı sermayenin ülkeden gitmemesi için önemlidir. Aksi halde yabancı sermayenin ülkeden çıkışıyla sorun daha da büyüyecektir. Her gelişmekte olan ülkede etkileri farklı olabileceği gibi eksik uygulanan ekonomi politikaları ülkeyi farkında olmadan bir krize sürükleyebilir. Aşağıda uygulanması gereken makroekonomik politikalar başlıklar halinde incelenmiştir.

2.5.1.1.1. Ödemeler Dengesine İlişkin Politikalar

Ödemeler dengesi belli bir zaman aralığı içerisindeki, genellikle bir yıllık süre kapsamında, bir ülkede yerleşik kişilerle, diğer ülkelerdeki tüm yerleşik kişiler arasında meydana gelen ekonomik faaliyetler sonucunda doğan fon akımını gösteren bir hesaptır.⁷⁷

Bir ülkenin ödemeler bilançosundaki dengesizlik, o ülkenin uluslararası ekonomik alanda itibarını gösterir. Dolayısıyla bir ülkenin ödemeler bilançosu yatırım yapmadan önce incelenebilecek bir göstergedir.

⁷⁵ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.23

⁷⁶ Nurdan Aslan, *Uluslararası Özel Sermaye Akımları*, İstanbul, 1995, s.88

⁷⁷ Yased, a.g.e., s.25

Eğer ülkede yüksek faiz varsa ve yabancı yatırımı çeken nedenlerden biri de yüksek faizse, bu durumda ülkeye giren dövizle birlikte döviz arzı artacaktır. Bu da dövizin değer kaybetmesiyle birlikte, yerli paranın değerini yükseltecek ve ihracat rakamları üzerinde olumsuz etki yaratacaktır.

Ülkeye giren yabancı paranın cari açık ve dolaylı olarak ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etki yaratmasını önlemek için, gelen dövizin ihracatı yatırımı teşvik edecek yönde kullanılması gerekmektedir. Ödemeler dengesinin sürekli yabancı sermaye ile finanse edilmeye çalışılması, ekonomik büyümeyi yavaşlatıcı bir etkiye sahiptir.⁷⁸

2.5.1.1.2. Faiz Oranları, Döviz Kurları ve Enflasyon’a İlişkin Politikalar

Yabancı yatırımcı için, yatırım yapacağı ülkedeki enflasyon seviyesi önem taşımaktadır. Enflasyonun belirli bir seviyede tutulamaması, fiyat artış ve azalışlarının neden olduğu istikrarsızlık, yerli yatırımcılar kadar yabancı yatırımcılar için de olumsuz etki yaratmaktadır.

Yüksek faiz oranlarıyla birlikte ülkeye gelen yabancı para, bahsettiğimiz gibi yabancı para arzı arttığından, dövizde değer kaybına neden olmaktadır. Sermaye akımı olan ülkeler bunu önlemek amacıyla döviz kurlarına müdahale edebilirler. Böylece enflasyondaki artış önlenabilmektedir. Bununla birlikte faizlerin de dengede tutulması gerekmektedir.

Bu durumda yapılacak müdahalelerin yerinde olması önemlidir. Müdahaleler yabancı sermaye girişini engellemeyecek, bununla birlikte ihracatı arttıracak şekilde olmalıdır. Aksi takdirde düşük faiz nedeniyle ülkeden sermaye çıkışıyla birlikte, değerli yerli paradan kaynaklanan ihracat rakamlarının azalması kaçınılmaz olacaktır.⁷⁹

⁷⁸ Duran, a.g.e, s.67

⁷⁹ Duran, a.g.e.,s.71-73

2.5.1.1.3. Ekonomik Büyüme'ye İlişkin Politikalar

Yüksek getirinin sağlanabilmesi için ekonomide büyüme şarttır. Ekonominin büyüyeceği beklentisi yatırımlarda artışa neden olmakta, bu da yüksek getiriye beraberinde getirmektedir. Bu nedenle yatırımcılar için büyüyen ekonomiler, getirilerini arttırmak için bir vasıtaadır.

Ekonomik büyümeden ve gelişmeden payını almak isteyen yatırımcılar, yüksek getirili finansal pazarlarda ve ülkelerde paralarını değerlendirmeyi tercih etmekte ve büyümeyi paylaşmak istemektedirler.⁸⁰ Ekonomide istikrarlı büyüme sağlanması ve artan bir büyüme hedefinin belirlenmesi, yabancı yatırımcıları ülkeye çekebilecek önemli bir unsurdur.

2.5.1.2. Mikro Ekonomik Politikalar

Yabancı sermayenin ülkeye girişindeki engeller, ülkeye sermaye çekilmesinde sorun yaratmaktadır. Şirket ortaklıklarının belirli oranlarda sınırlandırılması, belirli sektörlerde yatırım yapılmasına izin verilmesi bu sorunlardan bazılarıdır. Finansal maliyetlerin yüksek olması, teknolojinin gelişimiyle ilgili endişeler, kalifiye işgücünün bulunmayışı yabancı sermaye gelişini etkileyen diğer unsurlardır.

Ülkede uygulanan politikalar da bu konuda önemli bir etkiye sahiptir. Kredi politikalarında değişiklikler, işçilere ödenen asgari ücretlerin yükseltilmesi, gümrük vergilerinin arttırılması sonucu ithal hammadde fiyatlarının artması yabancı sermaye üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla yatırım yapılacak olan ülkede izlenen ekonomi ve maliye politikaları tek başına yeterli olmasa da, maliyetlerini düşürüp karlılıklarını arttırmak isteyen yabancı yatırımcıyı teşvik edecektir.⁸¹

⁸⁰ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.90-91

⁸¹ Şinasi Kara, **Sermaye Piyasası**, Doyuran Matbaası, İstanbul 1990, s.155

2.5.1.3. Siyasi Politikalar

Bir ülkede siyasi otoritelerin izlemekte oldukları iç ve dış politikalar, ülkeden sermaye çıkışı kadar, yabancı sermaye girişi üzerinde de etkilidir. Yatırım yapacak kişi, sermayesini aktaracağı ülkenin ekonomik istikrarı ile birlikte siyasi istikrarının olmasına da dikkat edecektir. Çok partili yönetimlerde olabilecek anlaşmazlıklar veya ülkeyi yönetenlerin başarısız olması ekonomiyi de etkileyecektir. Bu durumda yatırım da istenilen başarının yakalanamamasına neden olmaktadır.

Yatırımcı için ülkenin iç politikası kadar dış politikası da önem taşımaktadır. İlk olarak ülke içerisinde güvenli bir ortam beklemektedir. Fakat yabancı ülkelerle ilişkisi de yatırım kararlarında etkili olmaktadır.

Yatırım kararlarını etkileyen diğer unsurlardan biri ise ülkede karışıklık, savaş çıkma ihtimali, devletin yıkılma tehlikesinin olmasıdır. 1951 yılından sonra dünyada (Küba, İran, Mısır, Endonezya) gerçekleştirilen yabancıların mallarının millileştirilmesi gibi ihtimallerin olduğu ortamlardan da yabancı uzak durmak isteyecektir.

Yatırımcı uzun vadede risk taşıyacak projelerden uzak durmak isteyecek ve yatırımlarında güvende olabileceği ülkelere yönelecektir

Politik riskten güvende olmak isteyen, yönetim şeklini uygun bulduğu yerlere yatırım yapmak isteyen sermaye sahibi, bununla birlikte eğer ticari getirileri daha yüksek olacaksa politik etkenleri ikinci plana atabilmektedir. Yani siyasi faktörler yatırım kararlarında tek başına yeterli olmamakta, ticari faktörler yatırımın sağlayacağı getiri öncelik taşımaktadır.⁸²

2.5.1.4. Sosyal Politikalar

Sermaye hareketlerini ekonomik ve siyasi etkenlerle birlikte sosyal yapı da etkilemektedir. Ekonomik ve siyasi faktörler doğrudan etkili olurken, sosyal faktörler dolaylı olarak yabancı sermaye üzerinde etkili olmaktadır.

⁸² Muhammet Akdiş, Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>, 03.02.2009

Ülkenin sosyal yapısı, gelir dağılımı, etnik ve dini yapısı, eğitim düzeyi gibi etkenlerin birleşimi alınan yatırım kararlarında etkili olabilmektedir.

Ülkedeki halkın yabancı yatırım konusunda önyargılı ve tepkili olması da yatırımcıların kararları üzerinde etkili olabilmektedir. Ülkede sosyal patlama olabilme ihtimali, ideolojik görüşler nedeniyle ürünlerin boykot edilmesi, yabancı sermaye karşıtı eylemler olması yatırımcıyı olumsuz etkileyecektir.

Ekonomik ve siyasi faktörlerin olumlu yönde seyretmesi, yatırımcının yüksek kar hedefiyle doğru orantılıdır. Bunun yanında yatırımcı, şirketin diğer yatırım yaptığı ülkelerdeki varlığı ve onlarla sürdürdüğü ilişkinin zarar görmemesi adına, gittiği ülkelerdeki sosyal ortamdan zarar görmemesi ve itibarını koruması gerekmektedir. Bu nedenle sosyal boyut da dolaylı olarak önem taşımaktadır.

Ülkedeki hukuk ve adalet sistemindeki işleyiş de yatırım kararlarında etkili olabilmektedir. Bununla birlikte yatırımcının kar transferlerini ülkesine rahat bir şekilde yapabilmesi, devletin buna müdahale etmeyecek olması da önemlidir. Ana unsurlar olmamakla birlikte sermaye piyasalarının gelişmemiş olması, bürokratik engeller de yatırımcı kararlarını etkileyebilmektedir.⁸³

2.5.1.5. Vergisel Politikalar

Ülkemizde yabancı yatırımcılara yatırım konusunda vergisel anlamda teşvikler sağlanmaktadır. Bunlardan bir tanesi yatırım indirimidir. İlk başta yatırımı teşvik etmek için, yapılacak yatırım miktarına göre belli bir yüzde oranında indirim uygulanır; ancak daha sonra kesilen stopajla birlikte, yine yatırım için harcanan miktar neredeyse teşvik alınmamış seviyeye ulaşır.

Bir diğer teşvik ise gümrük muafiyetidir. Gümrük vergilerinin yüksek olduğu ülkelere göre gümrük vergilerinden muaf bırakılması veya vergilerin düşük tutulması yatırımı teşvik edici bir unsurdur.

⁸³ Tezcanlı ve Bayraktar, Erdoğan, Gürgünay, Tan, Uytun, a.g.e., s.27

Bir diğerk vergi indirimi ise Katma Değerk Vergisi (KDV)' dir. KDV yatırımın ilk aşamasında düşük tutulur veya yapılacak yatırım araçlarından hiç alınmaz.⁸⁴

Vergiler konusunda yatırımcıları itecek olan unsurlar ise alınan yüksek vergilerdir. Ekonominin yükünün oldukça büyük bir kısmı vergiler üzerindedir. Örneğink ülkemizde kurumlar vergisi oldukça yüksektir. Bu da yatırım yapma düşüncesinden caydırıcı bir unsur olabilmektedir.

Vergi konusundaki bir diğerk sıkıntı ise ülkemizdeki istihdam vergilerinin çok yüksek olmasıdır. Çalışanın gelir vergisi, sosyal güvenlik primi gibi maliyetler yüklendikçe istihdamın azalması veya kaçak işçi çalıştırılması gibi durumlarla karşılaşmaktadır.⁸⁵

2.5.2. Gelişmekte Olan Ülke Uygulaması

2.5.2.1. Türkiye'nin İzlediğı Yabancı Sermaye Politikaları

Ülkeye yatırım gelmesini sağlamak amacıyla vergilerde sağlanacak muafiyetler veya indirimler, finansal kolaylıklar ve yardımlar, yatırımı destekleyecek uygun koşulların oluşturulması yatırımcılara sağlanan teşviklerdir. Türkiye'de de ülkenin elverişli bir yatırım alanı haline gelmesi için teşvikler uygulanmaktadır.

Globalleşmenin arttığı son dönemlerde, Türkiye'nin de bu rekabette yerini alabilmesi için hem kamu alanında hem de özel sektörde adımlar atılmıştır. Kamu sektöründe kar sağlayamayan veya sürekli sübvansiyon sağlanması gereken kuruluşlarda özelleştirmeye gidilmiş ve bu şekilde ülke ekonomisine ve uluslararası alanda rekabet edebilmesine katkı sağlanılmıştır.

Bununla birlikte yine uluslararası arenada geride kalmamak için özel şirketler yabancı şirketlerle şirket evliliğı yoluna gitmiş veya şirketler yabancılara satılmıştır. Bu yolla yönetim teknoloji ve rekabet anlamında ilerleme kaydedilmiştir.

⁸⁴ Duran, a.ge., s.19

⁸⁵ Birol Kovancılar, Ülkemizde Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Yatırımların Teşviki ve Avrupa Birliğı Uygulamaları Çerçevesinde Alternatif Modeller, Türkiye Genç İşadamları Derneğı, İstanbul 2003, s.38-39

Yabancı yatırımcılara yatırım indirimi uygulandığından, çeşitli vergilerde indirim veya muafiyet sağlandığından bahsedilmiştir. Bunlarla birlikte bir diğer yatırım teşvik aracı ise, yatırımcılara sağlanan kredilerdir. Bir dönem yabancı yatırımlar hibe şeklinde finansman edilirken, sorunlar çıkması üzerine hibe ile finansman kaldırılmış ve kredi ile yatırımlar sağlanmaya başlanmıştır. Uygun kredi faizleri ve tanınan uygun ödeme süreleriyle birlikte, yatırım için elverişli şartlar sağlanmak istenmektedir.

Sektöre bağlı olarak değişse de, yatırım yapılacak olan arsa veya bölgeyle ilgili de yatırımcılara kolaylıklar sağlanmaktadır. Yine yatırımların gelişmiş olan bölgelere yönlendirilmesiyle, bölgesel kalkınma sağlanmakta böylece diğer yatırımları çekmek için elverişli alanlar oluşturulmaktadır.⁸⁶

2.5.3. Gelişmiş Ülke Uygulamaları

2.5.3.1. İngiltere'nin İzlediği Yabancı Sermaye Politikaları

Cambridge, Doğu İngiltere'nin en hızlı büyüyen, 'Silikon Vadisinin İngiliz Eşdeğeri' olarak anılan Avrupa'nın bir numaralı Ar-Ge merkezidir. Bu teknoparkın kurulması bölgeye yatırım yapmaya gönüllü ve bu konu hakkında bilgi sahibi kişilerin bir araya gelmesi sayesinde olmuştur. Buranın teknoloji potansiyeli olduğunu göstermişler ve şirket yoğunlaşmalarının başlangıcını oluşturmuşlardır. Bu şekilde hem üretimin teknolojiye hem de teknolojinin üretime katkıda bulunması sağlanmış olmaktadır⁸⁷

Bir ülkedeki eğitim koşulları da yabancı sermayeyi ülkeye çekmekte büyük önem taşımaktadır. İngiltere'nin sahip olduğu yüksek kalitedeki eğitim imkânları da yabancı yatırımlar açısından olumlu bir faktör olmuştur.

Örneğin Cambridge Üniversitesi bilimsel araştırmalarla piyasa arasında bir bağ oluşturmuştur. Hem teknolojik gelişmelerin paylaşılmasıyla iş dünyasıyla arasındaki ilişki bilimle yönetimi birleştirmiş, hem de kurduğu girişimcilik merkezi sayesinde kişileri girişimciliğe yönlendirip bilimsel olarak da desteklemiştir.

⁸⁶ Duran,a.g.e., s.7

⁸⁷ Kovancılar, a.g.e., s.89

Kullanılan Cambridge Modelinde devlet müdahalesinden olabildiğince uzak durulmuştur. Devletin herhangi bir finansal bağışta bile bulunmaması gerektiğini savunmaktadır.

Devlet politikaları yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde önem taşımaktadır. İngiltere’de yabancı yatırımı ülkeye çekmek için devlet politikalarına diğer Avrupa ülkeleri gibi önem göstermiştir. Vergisel teşviklerle hem küçük şirketleri hem de büyük kuruluşları desteklemiştir.

2.5.3.2. İsveç’in İzlediği Yabancı Sermaye Politikaları

İsveç’te 1990’ların başında yaşanan işsizlik ve bütçe açıklarıyla sonuçlanan İsveç Modeli’nden sonra, yeni yükselen trend olan enformasyon ve iletişim teknolojilerine odaklanmaya karar vermiştir. Kurulan iletişim teknolojileri kümeleşmesinden en büyük olanı Kista’dır. Bu bölgenin ucuz olmasından kaynaklı olarak öncelikle IBM ve Ericsson teknoloji merkezlerini buraya taşımaya karar vermişler ve hükümetin de bilim parkına olan desteği sayesinde zaman içerisinde Kista küresel düzeydeki birçok Ar-Ge yatırımlarının toplandığı bir alan haline gelmiştir.

İsveç’in teknoloji alanındaki yüksek başarısı, İsveç halkının bu geçişi kolay bir şekilde kabul etmesine ve teknolojinin imkânlarından faydalanmasına bağlanabilir. Teknolojinin ve bilgisayarın kullanımının teşvik edilmesi ve yaygınlaştırılmasıyla birlikte bilgisayar endüstrisinde de önemli bir patlama yaşanmıştır.

İsveç’te Stockholm Kista bölgesinde kurulan bilim parkının kalifiye eleman eksikliği duymasıyla birlikte, üniversitelerle birlikte çalışılmaya gidilmiştir. Böylece üniversiteler teorik bilgilerden çok, şirketlerin sorunlarına çözümler üretilebilecek şekilde eğitimler vermeye yönelmiştir. Ayrıca uluslararası iş yaşamına kolay adapte olunması için eğitimler ve televizyonlardaki yayınlarda İngilizce kullanılmış ve yabancıların da İsveç’e kolay adaptasyonu sağlanmıştır.⁸⁸

⁸⁸ Kovancılar, a.g.e., s.89

İngiltere'nin yabancı yatırımları çekmek için uyguladığı vergi teşvikleri İsveç'te de uygulanmış ve yabancı yatırımcıya ve yabancılara ciddi anlamda teşvikler sağlanmıştır. Ülkede şubesi bulunan şirketlerin kar payı ödemelerinde vergiler kaldırılmıştır. Yine şirketlerin ödediği kurumlar vergisi üzerinde indirim sağlanmış ve ülkeye kalifiye eleman çekmek amacıyla yurtdışından çalışmak için gelen personele vergi indirimi sağlanmıştır.

2.6. Sermaye Akımları İle İlgili Sorunlar ve Riskler

Hızla artan sermaye akımı beraberinde riskleri de getirmektedir. Bir yatırımcı yatırımından en fazla faydayı, en az riskle elde etmek isteyecektir. Yabancı yatırımcılar da riski çeşitli şekilde dağıtmaya çalışmaktadırlar. Gelişmekte olan veya az gelişmiş olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre daha fazla risk taşıyabilmektedir. Yatırımcılar da gelişen piyasalarda portföy farklılaştırmasına giderek riski dağıtmaktadırlar.

Risk unsuru ülkeye, seçilen finansal araca, ülkenin ekonomik durumuna göre değişmektedir. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda, bir takım kısıtlamalar ve bürokratik engellerle karşılaşılabilir. Yine daha az gelişmiş piyasalarda fiyat dalgalanmalarının çok olması da yatırımcı açısından risk yaratmaktadır.

Temel olarak sistematik ve sistematik olmayan riskten bahsetmek mümkündür. Sistematik risk, portföy çeşitlendirmesiyle veya başka bir şekilde azaltılamayan risktir. Sistematik olmayan riski ise farklı finansal araçlara veya farklı ülkelere yatırım yaparak azaltmak mümkündür. Karşılaşılan riskler ülkenin para ve maliye politikalarından, politik kararlardan ve global olarak dünyadaki ekonomik durumdan kaynaklanan risklerdir.⁸⁹

2.6.1. Makro Ekonomik Risk

Yerli yatırımcı için, portföy yatırımı yapmadan önce yapacağı araştırma, sektör ve firma araştırmasıdır; ancak yabancı yatırımcı içinse bu öncelikle yatırım yapılacak ülkenin belirlenmesiyle başlar. Yatırım yapılacak olan ülkede ise finansal istikrarsızlıktan, belirsizlikten uzak durmayı tercih edecektir. Örneğin yüksek enflasyonlu bir ülkeye yatırım yapmaktan kaçınacaktır.

⁸⁹ Nurhan Erkan, **Menkul Kıymet Piyasalarında Sistematik Riskler**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:60, Ankara 1997, s.7-11

Ülke seçiminden sonra ise sektörün belirlenmesi gelmektedir. Gelişmekte olan veya yeni yapılanmakta olan ancak gelecek vaat eden sektörler yatırım kararlarında dikkat çekecektir. Bununla birlikte devletin gerek kredi gerekse bütçe ile teşvik ettiği sektörler de mali piyasada olumlu etki yaratabilmektedir.

Yatırım yapılacak olan firmayla ilgili yapılabilecek temel analizler vardır. Borç ödeme gücü, ekonomik dengesizliklerden etkilenme potansiyeli, politik risklerden etkilenme durumu bunlardan bazılarıdır. Ülke seçiminde ise ülkenin para ve maliye politikalarındaki istikrar, ekonomik büyüme bu göstergelerden bazılarıdır.⁹⁰

Gerek ülke faktörünü göz önünde bulundurarak, gerekse sektörlerde dağılımın yapılmasıyla sistematik olmayan riskin bir kısmını azaltmak mümkündür. Belli sektörlerin etkilenebileceği bir durumda farklı sektöre yatırım yapılarak, etkinin azaltılması mümkündür. Ülkelerarası dağılım yapıldığıdaysa, bir ülkede çıkabilecek olan bir kriz veya bir karışıklıkta portföyü tek bir ülkeye bağlamak yerine dağılım yapıldığında, ülkede yaşanacak sarsıntıya karşı bir başka yerde portföyü garantide tutarak risk minimize edilebilir.

2.6.2. Global Risk

Dünya piyasasını kapsayan ve bütün dünyayı etkileyen faktörler global riski oluşturmaktadır. Her ne kadar finansal piyasalar her ülkede farklılık gösterse de, globalleşmeyle birlikte finansal piyasalarda da bütünleşme süreci yaşanmaktadır. Özellikle dünyada işlem gören ve fiyatı arz ve talebe göre belirlenen emtiaların ve uluslararası nitelikteki finansal araçların getirilerindeki değişimler global riskin en iyi örnekleridir.⁹¹

Global riski çeşitlendirmeye azaltmak mümkün değildir, sistematik risk grubuna girmektedir. Çünkü fiyatları global piyasada belirlendiğinden çeşitlendirmeye gitmek söz konusu olmayacaktır. Farklı finansal araçlarda çeşitlendirme yaparak riski dağıtmak mümkün olabilmektedir.

⁹⁰ Kovancılar,a.g.e.,s.29-30

⁹¹ Erkan,a.g.e.,s.34

2.6.3. Ülkedeki Siyasal Konjonktürle İlgili Riskler

Yabancı yatırımcılar, yatırımda bulunmak istedikleri ülkenin ekonomik durumuyla birlikte siyasi konjonktürüyle de ilgilenmektedirler. Ülkedeki siyasi yapı ve istikrarın sağlanmış olması yatırımcı açısından önemlidir. Ülkedeki siyasi yasal ve idari yapının bir düzene oturmuş olması ve bu konuda istikrarın sağlanmış olması yabancı sermayenin ülkeye gelmesini cazip hale getirecektir.

Ülkede yatırımcılara uygulanan teşviklerde vergi indirimlerinde yabancı uyruklar arasında veya yerli yatırımcıyla fark gözetilmesi yabancı yatırımcıyı caydırıcı bir etken olabilmektedir. Yatırımcı gittiği ülkede hem siyasi olarak hem de diğer konularda yerli yatırımcıyla aynı haklara sahip olmak isteyecektir. Bazı ülkelerde uygulanan, ihracatı arttırıp ithalatı azalmaya yönelik politikalar da, yabancı yatırımcıya ithal mal girdisi yapmaması ve belli ürünleri kullanması kısıtları getirilmektedir. Uygulanacak bu tarz kısıtlar yabancı yatırımcı için olumsuz nitelik taşımaktadır.⁹²

Ayrıca ülkede siyasi düzenin ve hukuki düzenlemelerin iyi oturmuş olmasını beklemektedirler. Herhangi bir yasal işlemde yabancılara ayrımcılık gözetilmesi veya hukuki işlemlerin uygun ilerlememesi yabancı sermayeyi ülkeden uzaklaştıracaktır. Bununla birlikte yatırımcı bir ülkeye gittiğinde karını arttırmayı hedeflemektedir. Yatırım dönemi boyunca elde edilen karın ülkeden çıkarılmasıyla ilgili yatırımcının yaşayabileceği sıkıntılar da yine yabancılara yatırım yapmaktan uzak tutabilecektir.

Globalleşmenin arttığı ve ülkelerarası finansal akışın hızlandığı son dönemlerde herkes karını arttırmayı hedeflemektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcılar rekabet anlamında sorun yaşamayacakları ve kendilerine kısıtlamaların olmayacağı yatırım bölgelerini tercih edeceklerdir.

Ülkedeki siyasi istikrarsızlıkların veya yaşanacak düzensizliklerin olması gelen yabancı sermaye üzerinde olumsuz bir etki yaratacak ve ülkeye yeni sermaye girişlerini de engelleyecektir.

⁹² Alp,a.g.e.,s.263-264

2.6.4. Finansal Krizlerle İlgili Riskler

Yabancı sermayenin yatırım yapacağı ülkeyi seçerken dikkat ettiği unsur, ülkede ekonomik ve siyasi anlamda istikrarın sağlanmış olmasıdır. Ülkede siyasi veya ekonomik anlamda çıkması muhtemel krizler sermaye girişini olumsuz etkileyecektir.

Ülkeler arasındaki finansal akımın serbestleşmesiyle birlikte ekonomiler dış şoklara karşı daha açık hale gelmişlerdir. Hükümetlerin ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi azalmış dünyada yaşanan koşullara bağlı bir ekonomi oluşmuştur. Sermayenin ülkeye çekilmesi doğru izlenecek makroekonomik politikalarla birlikte etkin bir şekilde yönetilebilir. Aksi takdirde ülkeye yabancı sermayenin yani yabancı paranın girişiyle birlikte, döviz fiyatlarında artış ve dolaylı olarak enflasyon üzerinde bir baskı yaratması söz konusu olabilir.

Bu nedenle ülkelerin kendilerine göre, yabancı sermayenin ülkeye girişinde yaratacağı etkilere karşı politikalar geliştirmesi gerekmektedir. Finansal piyasaların derinlik kazanması ve dışsal şoklara karşı duyarlılığın azaltılması sağlanmalıdır. Örneğin borsada yaşanacak bir düşüş ülkeden sıcak para çıkışına neden olacağından geçici bir krize neden olabilir. Yerli yatırımcının az olmasından kaynaklanan dışsal şoklara karşı duyarlılık, sıcak paranın önemli yer tuttuğu ekonomiler için önem taşımaktadır.⁹³

Yabancı yatırımcının ülkeye gelmeden önce ülkenin geçmiş dönem ekonomik göstergelerine göre kararlarını verdiklerini belirtmiştik. Bankacılık sisteminin oturmuş olması kredi riskinin olmaması bu aşamada önem taşımaktadır. Olası faiz artışları borçlanmaları ve dolayısı ile yatırım kararlarını olumsuz etkileyecektir. Bununla birlikte döviz fiyatlarındaki artış dövizle borçlananlar açısından yine olumsuz sonuçlar doğuracak ve şirketleri krize sürükleyecektir.

Bu nedenle ülkelerdeki istikrarın sağlanmış olması, ekonomik değişkenlerin uzun dönemde istikrarlı bir yapı göstereceğinin garantilenmiş olması yabancı yatırımcı açısından önemlidir.

⁹³ Kar ve Kara,a.g.e., 23.04.09

Siyasi krizlerin finansal krizleri tetikleyeceği göz önünde bulundurulduğunda, siyasi anlamda bir istikrarın sağlanmış olması, hükümetin teşvik politikaları ve yatırımcılara karşı izlediği politika önem taşımaktadır. Yine tek partili bir hükümetin olması da, koalisyon hükümetine göre daha istikrarlı bir yapı sergileyeceğinden yatırımcılar bunu da göz önünde bulundurmaktadır.

3.BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları

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

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

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

Aralarında yüksek korelasyon bulunan ülke borsaları birlikte hareket ettiğinden, bir borsada zarar edildiğinde, diğerinde de zarar etme olasılığı yüksek olmaktadır. Aynı durum menkul kıymetler arasındaki ilişki için de geçerlidir. Aynı yönde hareket etme eğilimi içerisinde olan menkul kıymetlerle riski azaltmak söz konusu olamamaktadır.

Portföy yatırımlarında riski azaltmanın bir diğer yolunun da endüstri çeşitlendirmesi olduğundan bahsetmiştik; ancak yapılan araştırmalar göstermiştir ki, uluslararası çeşitlendirme yapmak, sadece ulusal düzeyde yapılan endüstri çeşitlendirmesine göre riski daha fazla azaltmaktadır.⁹⁴

⁹⁴ Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., s.212

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

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

Yatırım yapılacak ülkedeki enflasyon oranları ise bir diğer önemli noktadır. Yatırımcılar enflasyon riskine karşı korunmak istemektedirler. Dolayısıyla elde edebilecekleri getiriyle birlikte alım güçlerini enflasyon karşısında korumayı veya arttırmayı hedeflerler.

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

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

Yatırım portföyleri tamamen yatırımcıların ihtiyaçlarına göre belirlenir. Aynı risk seviyesini taşıyan menkul kıymette yüksek getiri olan tercih edilir. Bu durumda yatırımcının riskin ne kadarını göze alabildiği önemlidir. Riskten kaçınmak isteyen bir yatırımcı ise getirisini daha düşük seviyede tutacaktır; ancak sadece tek yönlü yatırım yapmak yerine, yatırımcılar yüksek riskli bir menkul değerle, düşük riskli bir menkul değerden oluşan veya zıt korelasyona sahip ülke borsalarında portföy oluşturarak risklerini dağıtabilirler.⁹⁵

⁹⁵ Lofthouse, a.g.e., s.448

3.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalar

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

Uluslararası sermaye piyasaları büyük çaplı işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşıladıkları, birçok ülkenin kısmen de olsa uluslararası piyasanın bir parçasının olduğu ve birçok ülkenin tasarruf sahiplerinin işlem yaptığı piyasalardır.⁹⁶

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

Uluslararası sermaye piyasasının etkin olarak işleyebilmesi aşağıda sıralanan koşulların sağlanmasına bağlıdır:

- Ulusal ekonominin güçlü ticari ve endüstriyel potansiyele sahip olması, uluslararası piyasada işlem yapabilecek bir risk sınıfına ait olması
- Uluslararası piyasada işlem yapabilecek nitelikte fon talebi ve arzının bulunması,
- Uluslararası finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde kullanılabilecek istikrarlı para birimlerinin olması,
- Uluslararası piyasada işlem yapmak isteyen ülke yada işletmelerin uluslararası piyasalar ile entegrasyonunu sağlayabilecek etkin bir ulusal sermaye piyasasının oluşması,

⁹⁶ Aşkoğlu, a.g.e.,s.68

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

Piyasaların etkin olarak işleyebilmesi, saydığımız kriterlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Uluslararası işletmelerde de sermaye yapısının oluşturulmasında temel kriterlerinden biri sermaye maliyetini minimize etmektir. Bunu da uluslararası arenada fon talep ederek elde edebilirler. Ancak ülkelerin fon transferlerini kısıtlayıcı yasal sınırlamaların olması, sermaye maliyet minimizasyonunu engellemektedir. Bu nedenle yasal engellerin ortadan kaldırılması, etkin bir piyasa için gereklidir.⁹⁷

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

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

Finansal araçların uluslararası alanda genişlemesi daha fazla fon alıcı ve satıcısının bir araya gelmesi demektir, böylece finansal piyasalarda etkinlik artmaktadır ve büyüme artmaktadır.⁹⁸

⁹⁷ Aşıkoğlu, a.g.e., s70

⁹⁸ Vurgun,a.g.e.,s1-2

3.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Yatırımcılar Üzerine Etkileri

Uluslararası alanda karşılaşılan fon arz ve talepleri, fon sağlamak isteyen şirketler kadar yatırımcılar üzerinde de olumlu etkileri vardır. Finansal alandaki bütünleşme yatırımların artmasıyla birlikte ülke refahına katkı sağlarken, bireyler de fayda sağlamaktadır. Yatırımcılara sağladığı katkıları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.⁹⁹

- 1- Sermaye piyasalarının bütünleşmesiyle birlikte, aracı kurumlar serbestçe yatırımcılara hizmet ve ürün sunumunu yapabilmektedirler. Bunun yatırımcılar üzerindeki etkisi ise serbestleşen finansal piyasalarda fon arzı ve likiditenin artmasıyla birlikte yatırımcılar yatırım kararlarını tüm ülkelerdeki finansal gelişmeleri göz önünde bulundurarak daha istikrarlı kararlar alabileceklerdir.
- 2- Bütünleşmenin diğer bir faydası ise, yabancı yatırımcıların bizim ülkemizdeki yaptığı yatırımlarla işlem hacminin artmasına katkı sağlamasıdır.
- 3- Türkiye sermaye piyasalarında, yerli yatırımcının piyasalara çekilmesinde eksiklik yaşansa da, fiyat dalgalanmalarında ve yüksek getiri imkânlarından dolayı yabancıların ilgisini çekmektedir.
- 4- Türk sermaye piyasaları, uluslararası alanda ‘Emerging Piyasalar’ olarak adlandırılır. Emerging piyasaların özelliği hızlı gelişme potansiyeline sahip olmasıyla birlikte yüksek getiri sağlar ve aynı zamanda yüksek riski de beraberinde getirir.
- 5- Türkiye’de IMKB’de dalgalanma fazla olabilmektedir. Riskli olması da buradan kaynaklanır. Dalgalanmanın nedeni ise, ülkedeki ekonomik istikrarsızlıktan ve borsanın sığ olmasından kaynaklanmaktadır.¹⁰⁰

⁹⁹ Gürlel, Alkin ve Uzunoğlu, *Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası*, s.111

¹⁰⁰ Gürlel, Alkin ve Uzunoğlu, *Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası*, s.113-115

3.1.3. Uluslararası Finansal Piyasalarda Volatilite

Volatilite, kısa bir süre içinde borsa getiri değerlerinin belirli bir ortalama dan uzaklaşması anlamına gelmektedir. Yaşanan ani iniş ve çıkışların belli bir nedene bağlı olmaması, yatırımcıları sermaye piyasalarından uzaklaştırarak işlem hacminin artmasında olumsuz bir etki yaratmaktadır.

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

Ülkedeki gerek bireysel gerekse kurumsal tasarrufların yatırıma dönüştürülebilmesi, sermaye piyasalarının gelişmiş olması ve sağlıklı çalışmasıyla doğrudan ilgilidir; ancak Türkiye'ye bakıldığında sermaye piyasalarında yatırımcıların oranının, nüfusa göre oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkeler, finans piyasalarını geliştirmek için araştırma kaynaklarını ve zamanlarını finansal piyasalar üzerine yoğunlaştırırken, İMKB volatilitesinin yüksek seviyelerde volatilite göstermesi, yerli yatırımcıların borsaya olan talebini olumsuz etkilemektedir.¹⁰¹

Fiyatlardaki volatilite ve işlem hacmi arasında yüksek bir korelasyon olduğu çeşitli piyasalarda yapılan araştırmalarla ortaya konulmuştur. Bu ilişkinin nedeni tam olarak açıklanamasa da, yüksek korelasyonun öneminin sebepleri açıktır. Finansal piyasalar hakkında bilgi edinmek için, söz konusu piyasanın volatilitesine ve işlem hacmine bakmak gerekmektedir. Yatırımcı portföy oluştururken birçok unsuru göz önünde bulundurur. Piyasadaki fiyat volatilitesi ve fiyatlar da bu unsurlardan yalnızca biridir. Bir piyasada eğer işlem hacmi yüksek değilse bu durumda akışkanlık azdır. Bu da piyasada yüksek fiyat volatilitesi olduğunu gösterir. Eğer finansal piyasalarda işlem hacmi yüksekse, bu durumda akışkanlığın çok olduğunu ve fiyat volatilitesinin düşük olduğunu söylemek mümkündür.¹⁰²

¹⁰¹ Hurşit Güneş ve Burak Saltoğlu, *İMKB Volatilitesinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ankara, 1998, s.13

¹⁰² Doğu Üniversitesi, <http://journal.dogus.edu.tr/13026739/2010/cilt11/say11/M00238.pdf>, 04.06.2010

Yabancı yatırımcıların IMKB'yi tercih etmelerinin nedeni de yüksek fiyat volatilitesidir. Yüksek faiz oranları kısa vadeli yabancı yatırımları çeken diğer bir unsurdur. Yabancı yatırımcılar ülkeye geldiklerinde, paralarını Türk Lirasına çevirerek yatırım yaptıklarından piyasadaki döviz arzı artmaktadır. Yükselen döviz arzı ise, dalgalı kur sisteminde döviz fiyatlarında düşmeye yol açmaktadır. Kur riski ise bu noktada yabancı yatırımcılar için önem arz etmektedir. Yatırımcılar borsadan elde edecekleri getirinin, döviz kuru riskine maruz kalmasını istemeyecekler, dolayısıyla ülkeden paralarını çekmek isteyeceklerdir. Bu noktada yüksek fiyat volatilitesine sahip hisse senetleri yerine yüksek faiz veren finansal araçları tercih edeceklerdir. Türkiye'deki faiz oranları, yabancıların kendi ülkelerindeki düşük faizlerle elde edecekleri risksiz getiriden daha fazlasını yatırımcılara sağladığından Türkiye finans piyasaları cazip hale gelmektedir.

3.2. Risk Tanımı, Risk Türleri ve Sınıflandırılması

Risk genel olarak beklenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığını göstermektedir. Risk, bir konuda tahmin etme potansiyelini etkileyerek sonuçları belirleyen çevresel faktörlerdir. Finansal açıdan risk ise, bir getirinin geleceğin alternatif durumlara bağlı olması ve bu durumlardan en az birinin negatif ya da pozitif sonuçlanabilmesi durumudur.¹⁰³

3.2.1. Risk türleri

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

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

¹⁰³ Aşıkoğlu ve Bükler,a.g.e.,s.83

Piyasa bir bütün olarak yükselme trendine girdiğinde, bütün menkul kıymetlerin değeri yükselecektir. Finansal varlıkların getirileriyle, kendi sınıfındaki finansal varlıkların değerleri arasında sistematik bir ilişki vardır. Bu nedenle finansal varlıklar arasında yapılacak bir çeşitlendirmeye, sistematik riskten kaçınmak mümkün değildir. Bu riskleri genel olarak; pazar riski, faiz oranı riski ve enflasyon riski olarak sıralayabiliriz.¹⁰⁴

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

Herhangi bir ülkedeki ekonomik durumdan kaynaklanan riskler, yatırımcı açısından olumsuz bir etken oluşturur ve portföy çeşitlendirmesine giderek, göze alacağı riski azaltma yoluna gidecektir.¹⁰⁵ Sistematik olmayan risklerden farklı enstrümanlara veya farklı ülkelere yatırım yaparak kaçınmak mümkündür.

3.2.1.1. Sistematik Risk

3.2.1.1.1. Enflasyon Oranı Riski

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

Gelişmiş ülke ekonomilerinde yapılan araştırmaya göre, sabit getirili yatırım araçları enflasyona karşı koruyucu bir finansal araç olamamaktadır. Hisse senetlerine bakıldığında ise, fiyat endeksleriyle arasındaki korelasyon çok yüksek olmasa bile, enflasyona karşı koruyucu olduğu kabul edilmektedir.¹⁰⁶

¹⁰⁴ İbrahim Özer Ertuna, *Yatırım ve Portföy Analizi*, Boğaziçi Üniversitesi Yayınları No:485, İstanbul 1991,s.69

¹⁰⁵ Güven Sevil, *Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini Ve Portföy Var Hesaplamaları*,TC.Anadolu Üniversitesi Yayınları,No:1323,,Eskişehir 2001,s.3

¹⁰⁶ Konuralp, a.g.e, s.14

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

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

Menkul kıymet yatırımlarında, enflasyona karşı koruma için dikkat edilecek nokta, yatırım yapılan şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin değişebilir olmasıdır. Aynı zamanda bu şirketin satış miktarlarıyla, satış fiyatları arasındaki ilişkinin yüksek olmaması gerekir. Yatırım yapılan şirket, enflasyon oranını mal ve hizmetlerine yansıtabilmelidir.¹⁰⁷

3.2.1.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, piyasadaki faiz oranındaki değişimlerden kaynaklanan, daha önce yatırım yapılmış finansal varlıklardan elde edilecek getirilerdeki azalmayı ifade eder. Yatırım yaparken riske girmekten kaçınarak, sabit getirili finansal araçlara yatırım yapanlar faiz oranı riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar.¹⁰⁸

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

¹⁰⁷ Aşıkoğlu, Bülent, a.g.e., s.86

¹⁰⁸ Konuralp, a.g.e., s.13

3.2.1.1.3. Pazar Riski

Pazar riski bazen belli bir nedene bağılı olarak, bazen de herhangi bir neden olmadan menkul kıymet piyasalarında yaşanan dalgalanmaların oluşturduğu risktir. Piyasalarda yaşanan bu dalgalanmalar menkul kıymetlerin değerini düşürücü etki oluşturabilmektedir. Piyasadaki volatiliteden kaynaklanan riskler direkt olmayan risk olarak isimlendirilebilir.¹⁰⁹

Direkt riskler olarak, faiz oranı riski, döviz kuru riski, hisse senedi fiyatlarından kaynaklanan riskleri sınıflandırabiliriz. Döviz kuru riski hem işletmeler üzerinde hem de yatırımcılar üzerinde etkili olmaktadır. Çeşitli siyasal olaylar, ödemeler dengesindeki açıklar gibi nedenlerle meydana gelebilecek, ulusal para değerindeki azalma veya artma döviz kuru riskini oluşturmaktadır.¹¹⁰ Döviz kurlarında yaşanan değişmelerden kaynaklı olarak işletmelerin bilançolarında yaşanabilecek olumlu veya olumsuz değişimler, doğrudan şirket hisse senetleri üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarının etkisi yatırımcıların elde edeceği getiriler üzerinde etki yaratacaktır.¹¹¹

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

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında hisse senetleri, herhangi bir fiyat değişikliği gösterdiğinde bu trend uzun süre devam edebilir. Gelişmekte olan finansal piyasalarda ise dalgalanma daha yüksek olmaktadır. Hisse senetlerinin fiyat dalgalanmalarının geçmiş dönemleri incelendiğinde, fiyat hareketlerinin aralığı ne kadar genişse Pazar riskinin de o kadar fazla olacağı söylenebilir.¹¹²

¹⁰⁹ James L. Jr. Farrell, **Portfolio Management Theory and Application**, The McGraw-Hill Companies Inc., Singapur, 1997, s. 355

¹¹⁰ Edwin J. Elton ve Martin J. Gruber, **Modern Portfolio Theory and Investments Analysis**, John Wiley&Sons Inc., U.S.A., 5. Basım, s.274

¹¹¹ Sevil, a.g.e., s.10

¹¹² Konuralp, a.g.e., s.9

Pazar riski, sabit getirili menkul kıymetler üzerinde hisse senetlerinde olduğu kadar fazla etki yaratmamaktadır. Hisse senetleri içerisinde ise, yüksek kaliteli olarak adlandırılan hisse senetleri Pazar riskine karşı daha dayanıklıyken, düşük kaliteli hisse senetleri Pazar riskinden daha çok etkilenmektedirler.¹¹³

3.2.1.2. Sistematik Olmayan Risk

3.2.1.2.1. Yönetim Riski

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

Yapılacak yanlış yatırım kararları, işletmenin sabit giderlerinde artmaya yol açacak, dolayısıyla faaliyet riskinin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Şirket politikalarının, toplu sözleşmelerinin greve yol açabilecek olması ise finansal riskini olumsuz yönde etkileyecektir. Bu nedenle yatırım yapılırken, şirketin yönetim politikası hakkında bilgi sahibi olmak, yönetim riskinin doğuracağı olumsuz sonuçlardan korunmayı sağlayacaktır.¹¹⁴

3.2.1.2.2. Faaliyet Riski

Faaliyet riski şirket çalışanlarının kasıtlı veya yanlışlıkla yaptığı yanlışlar ile teknolojik hatalardan kaynaklanan risktir. Bu riske karşı sistemlerin denetiminin düzenli olması, şirket planlamasının iyi yapılması gerekmektedir. Yönetimden kaynaklanan eksiklikler prosedür yanlışlıkları faaliyet riskine neden olacağı gibi, piyasa riskine de neden olabilmektedir. Stratejik planlama bu noktada önem kazanmaktadır. İşletmenin faaliyet gösterdiği yer gibi unsurlar doğru belirlenmeli, maliyetleri arttıracak risklerden kaçınmak için şirket planlanması doğru yapılmalıdır.¹¹⁵

¹¹³ Aşkoğlu ve Büker, a.g.e., s.87

¹¹⁴ Aşkoğlu, Büker, a.g.e., s.89-90

¹¹⁵ Sevil, a.g.e., s.13

3.2.1.2.3. Endüstri Riski

Yatırımcılar açısından, tercih edilecek menkul kıymetin bağlı olduğu endüstri önem taşımaktadır. Endüstriler birbirine benzer mal ve hizmetleri üreten işletmelerdir. Ülkede izlenen politikalar, endüstri ile ilgili teşvikler veya yasalar belli endüstriler üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla bir endüstrinin etkilendiği koşuldan, farklı bir alanda üretim yapan endüstri etkilenmeyebilir. Bu noktada ortaya endüstri riski çıkmaktadır.¹¹⁶

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

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

3.2.1.2.4. Finansal Risk

‘Finansal risk şimdiki ve gelecekteki bir zaman arasında çevredeki değişimlerin bir sonucu olarak portföylerdeki olası değişimlerin ölçümü’ olarak tanımlanmıştır.¹¹⁷ Yatırımcı açısından finansal risk, bugün bir şirket hisse senedine yapılan yatırımın gelecekteki getirisi ve bu geliri elde edebilme olasılığıdır. Hisse senetlerinde şirkete ortak olan yatırımcıların, kar paylarını alması ve sermaye paylarını geri almaları konusunda herhangi bir hukuki düzenleme bulunmamaktadır.

¹¹⁶ Aşıkoğlu ve Bükler,a.g.e.,s.89

¹¹⁷ Sevil,a.g.e.,s.9

Sabit getirili yatırım araçlarına baktığımızda ise, tahviller hisse senetleriyle karşılaştırıldığında finansal risk açısından daha güvenilirdir. Tahvil sahiplerinin vade sonunda alınacak miktarın ödenmesi yasalarla korunmuştur.¹¹⁸

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

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

3.2.2. Riskin Dağıtılması

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

Yatırım yapılırken riskin dağıtılması büyük önem taşımaktadır. Makro ekonomik göstergelerdeki değişmelere göre, seçilecek yatırım aracında karar vermek mümkündür. Bu yerli yatırımcılar için olduğu kadar, yabancı yatırımcılar için de geçerlidir. Üretim sektöründe zorunlu mallar üreten bir şirketin değeri, kriz zamanlarında da çok fazla etkilenmeyecektir. Oysa lüks mal tüketimleri kriz zamanlarında daha fazla etkilenmektedir.¹¹⁹

¹¹⁸ Aşkoğlu ve Bükler,a.g.e.,s.88

¹¹⁹ Kara,a.g.e., s.351.352

Yatırımcının önem verdiği konu şayet elindeki menkulü ihtiyacı olduğu anda likide çevirebilmek ise, bu durumda alım satımı en kolay yapılabilen, en çok işlem gören hisse senetlerine yatırım yapacaktır. Bu aynı zamanda riski göze almak istemeyen bir yatırımcı da olabilir. Dolayısı ile daha çok klasik hisse senetlerine yatırım yaparak, riskten kaçınmak isteyebilecektir.¹²⁰

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

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

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

Makro ekonomik konjonktürden etkilenen bir şirket ile birlikte, konjonktürdeki azalmalardan etkilenmeyecek bir şirkete yatırım yapmak riski dağıtmak için doğru bir karar olacaktır. Böylece bir şirket zarar ederken, diğerindeki kazançla kaybını telafi edebilecektir. Endüstrilerin ekonomik koşullardan etkilenme şiddeti ve her endüstrinin hem uluslararası alanda hem de ülke içerisindeki gelişmelerden etkilenmesi aynı boyutta olmayacağı için endüstriler üzerinde dağılım yapmak uygun olacaktır.¹²¹

¹²⁰ John L. Maginn ve Donald L. Tuttle, Dennis W. Mc Leavey, Jerald E. Pinto, **Managing Investments Portfolios, A Dynamic Process**, John Wiley&Sons Inc., NewJersey, 3. Basım, 2007,s 588

¹²¹ Hüseyin Dağlı, **Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar**, Kasım 1996, Ankara, s.21-24

3.2.3. Portföylerde Uluslararası Çeşitlendirme ve Portföy Riski

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

Ülkelerin ekonomilerindeki büyüme sermaye piyasalarındaki gelişmelere de hız kazandırmıştır. Bununla birlikte menkul kıymet piyasaları daha cazip hale getirilmek için yeniden yapılanma sürecine girmiştir. Bu yapılanma 1986 yılında Londra Borsasıyla başlayan ve diğer ülke borsalarına da yansıyan bir başlangıç olmuştur. Menkul kıymet piyasalarındaki gelişmeler, yatırımcılar açısından yatırım araçlarının ve yatırım enstrümanlarının çeşitlendirilmesi ihtiyacını doğurmuştur.¹²²

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

Menkul kıymet piyasaları global finansal piyasalarla yakın bir ilişki içindedir. Örneğin dünyanın en gelişmiş borsası olan New York Stock Exchange ekonomik hayatla tamamen bütünleşmiş bir yapıya sahiptir. Bazı ülke borsaları ise, diğerlerine göre daha fazla uluslararası yatırımlara yönelmişlerdir. Hollanda, Almanya, Londra ve New York Borsaları bu örneklerden birkaçıdır.¹²³

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

¹²² Farrell, a.g.e., s.353

¹²³ Ceylan ve Korkmaz ,a.g.e.,s.210-211

3.3. Global Finans Merkezleri

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

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

Buna göre aşağıdaki tabloda Alfa grubunda yer alan şehirler, dünya ölçeğinde en önemli olarak görülen gruplardır. Her gruptaki şehirler, kendi içlerinde sıralanmıştır. Ayrıca buradaki sıralama, bir anlamda İstanbul’un rekabet etmesi gereken şehirleri de göstermektedir.¹²⁴

Tablo 1: Dünya Borsalarının Sınıflandırılması

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

Kaynak. Alparslan Budak, Global Finans Merkezleri ve İstanbul

¹²⁴ Alparslan Budak, Global Finans Merkezleri ve İstanbul, İstanbul 2007, <http://www.tspakb.org.tr>, s.3, 04.03.2010

3.3.1. Global Finans Merkezleri'nin Örnek Ülke Uygulamaları

Gelişmekte olan ekonomilerin, finans merkezi olma hedeflerini değerlendiren çalışmada, uluslararası finans merkezlerinin sahip olması gereken özellikler aşağıda sıralanmıştır:¹²⁵

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

3.3.2. Bölgesel Finans Merkezi Olarak Dubai

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

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

- Bankacılık (yatırım bankacılığı, kurumsal ve bireysel bankacılık)
- Sermaye Piyasası (hisse senedi, borçlanma senetleri, türev ürünler, emtia)

¹²⁵ Budak, a.g.e., s.11, 04.03.2010

- Varlık Yönetimi (yatırım fonlarının kuruluşu, yönetilmesi)
- Sigorta ve Reasürans
- İslami Finans
- Operasyonel Destek Faaliyetleri

Bu sektörlerde faaliyette bulunan şirketlerin, DIFC’da işlem yapabilmeleri için lisans almaları gerekmektedir. Burada faaliyette bulunmanın avantajlarını sıralayacak olursak;

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

Dubai’deki finans merkezinin (DIFC) içindeki en önemli kurumlardan biri de Dubai International Financial Exchange’dir (DIFX).Dubai kurduğu finans merkeziyle birlikte, uluslararası alanda kendini göstermek için, serbest finansal alan yaratmıştır.¹²⁶

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

¹²⁶ Budak, a.g.e., s.25, 04.03.2010

3.3.3. Bölgesel Finans Merkezi Olarak İstanbul

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

Finansın tüm alt kollarında genişlemenin sağlanması ya da tek bir finansal alanda genişlemeyi hedeflemek olabilir. Örneğin Lüksemburg, yatırım fonu merkezi, Zürih ise özel bankacılık merkezi haline gelmiştir; ancak bu noktada sektörel bir kriz olduğunda, tek bir sektöre bağımlı olmanın getireceği riske karşı ülke ekonomisi güçlü olmak durumundadır. Dolayısı ile İstanbul için daha kapsamlı bir genişleme, finans konusunda etki alanını güçlendirecektir.

Finansın alt sektörlerine yönelik genişleme üstünde çalışılabilecek sektörler aşağıda sıralanmıştır:¹²⁷

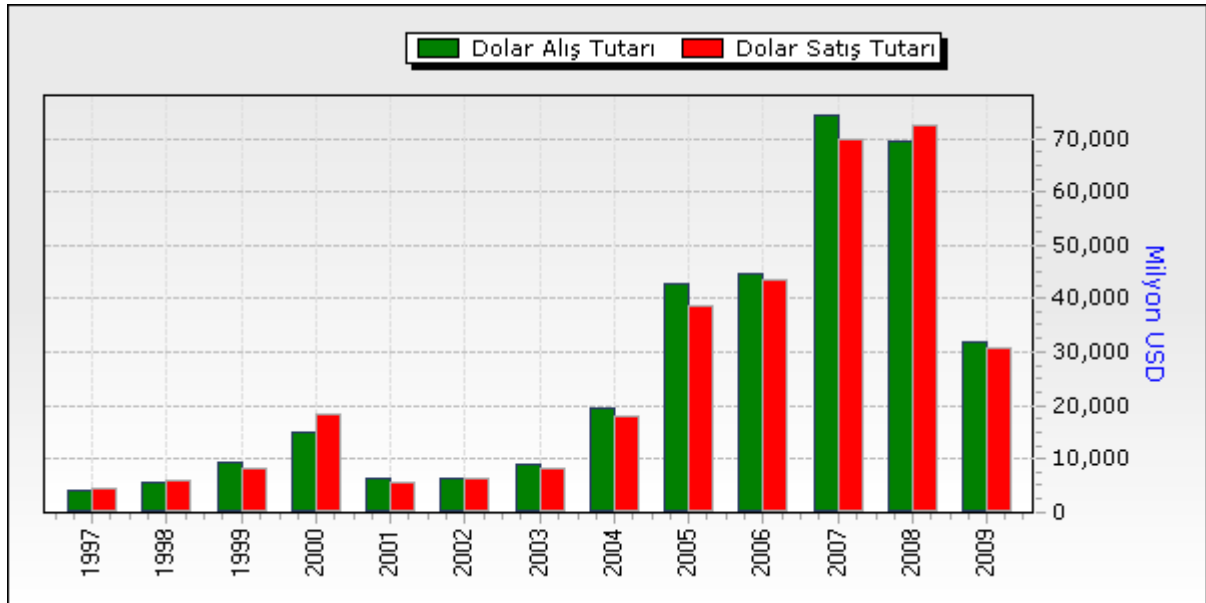
- Bankacılık (yatırım bankacılığı, özel bankacılık, kurumsal bankacılık)
- Sermaye Piyasası (hisse senedi, borçlanma senetleri, türev ürünler, emtia)
- Varlık Yönetimi (yatırım fonlarının kuruluşu, yönetimi)
- Sigorta ve Reasürans
- Diğer Finans Kurumları (faktoring, leasing, tüketici finansmanı)
- İslami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

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

¹²⁷ Budak, a.g.e., s.38, 04.03.2010

Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)'nin yayınlamış olduğu Dünya Borsa Endeksleri rakamlarına göre, 2008 yılının Ocak ayında 2007 yılının Ocak ayına oranla, Dünya Borsalarında düşüşler yaşanmıştır. IMKB'de yaklaşık %52 seviyesinde bir kayıp seviyesi söz konusuysen, gelişmiş bir borsa olan Londra borsasında bu düşüş %30 seviyelerinde kalmıştır. En fazla kayıp yaşayanlardan birisi ise krizle mücadele eden Yunanistan'daki Atina Borsası'dır. Atina Borsa endeksi yaklaşık olarak %68 seviyelerinde bir düşüş yaşarken, Kıbrıs Borsa endeksi ise en fazla düşüş yaşayan borsalardan biri olarak %80 seviyelerinde bir kayıp göstermiştir.¹²⁸

Ülkelerdeki sanayileşmenin artması, globalleşmeye uyum sağlayabilmesi ve kendini uluslararası alanda gösterebilmesi yabancı yatırımcılar açısından önem taşımaktadır. Ülkenin uluslararası alanda tanıtılıp yatırım açısından cazip hale getirilmesi gerekmektedir. Ekonomik konjonktür ise, yatırımcılar açısından en çok önem taşıyan etkidir.



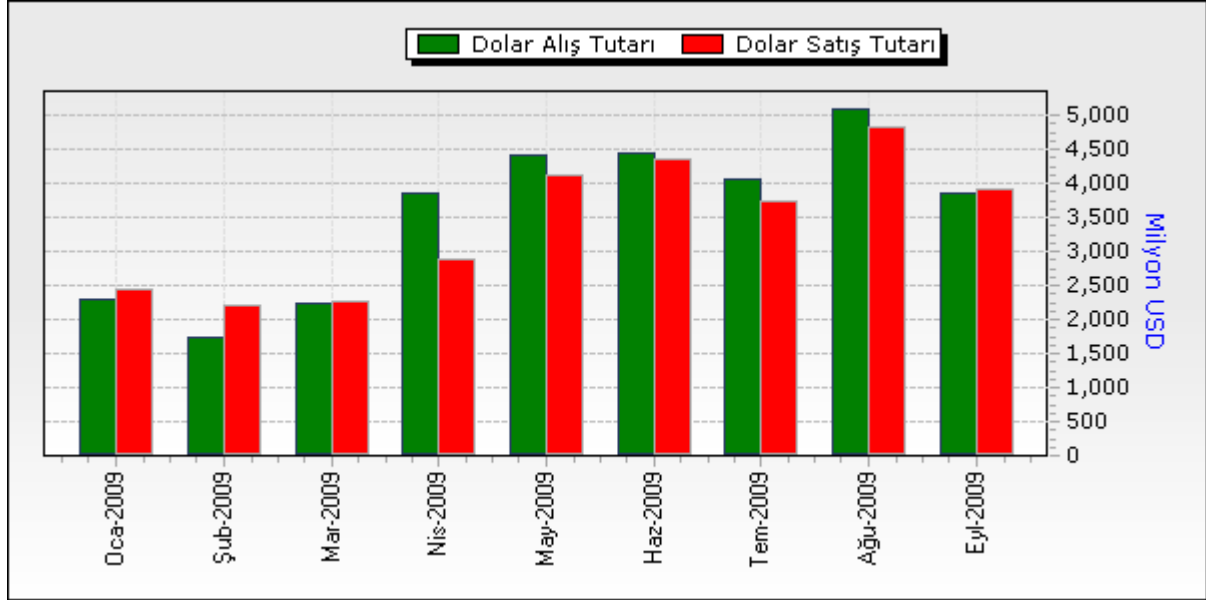
Şekil 1: Yıllık Yabancı Alım Satımları (Tüm Hisseler)

Kaynak: <http://www.finnet.com.tr/f2000/yabanci/YillikIslemSeyri.aspx>, 05.10.2009

Yukarıdaki şekile bakıldığında 2000 yılından sonra 2001 yılında, ülkemizde yaşanan krizle birlikte yaklaşık yabancı yatırımları %50 azaldığını görülmektedir.

¹²⁸ <http://www.world-exchanges.org/statistics>, 18.11.2009

Krizin yavaş yavaş atlatılmasıyla birlikte ilerleyen yıllarda yabancı portföy yatırımlarında yeniden artış görülmeye başlanmıştır. Şekilde 2009 yılında başlayan global krizin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Yaklaşık %55 seviyelerinde yabancı portföy yatırımlarında azalma olduğu görülmektedir



Şekil2: Aylık Yabancı Yatırımcı Alım ve Satımları

Kaynak: <http://www.finet.com.tr/f2000/yabanci/AylıkIslemSeyri.aspx> ,05.10.2009

Yukarıdaki aylık yabancı portföy yatırımları şekline bakıldığında 2009 yılının ilk döneminde, ekonomik konjonktür açısından krizin etkisinin daha fazla hissedildiği göz önünde bulundurulursa, yabancı portföy yatırımlarında bu dönemde herhangi bir yükselme olmadığı ve diğer dönemlere göre daha düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Ekonomik gelişmenin sağlanmasıyla birlikte, 2009'un ikinci dönemiyle birlikte portföy yatırımlarında artışın başladığı anlaşılmaktadır.

3.4. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

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

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

3.4.1. Milli Gelir ve Sermaye Piyasası

Sermaye piyasalarında talebi oluşturan en önemli etken yurtiçi tasarrufların, ulusal sermayedeki artışla birlikte sermaye piyasasına çekilmesidir. Milli gelir attıkça kişilerin tasarrufları da artacaktır. Burada önemli olan nokta ise birikimlerin yatırıma dönüştürülmesidir; ancak buradaki yatırıma dönüştürme duran bir varlığa yapılan yatırım değil, başkalarına da fayda sağlayacak bir yatırımdır.

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

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

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

Milli geliri istikrarlı bir şekilde artan bir ülkenin sermaye piyasaları da aynı düzeyde gelişim göstereceğinden, yabancı yatırımcıların piyasaya yönelik talebi artacaktır. Hisse senetlerinin kolay alınıp satılabilmesi ise piyasadaki likiditeyi arttıracak ve böylelikle kolay fon temin edilebilmesini sağlayacaktır.¹²⁹

¹²⁹ Kara,a.g.e.,s.211.212

3.4.2. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Piyasası

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

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

Tasarrufların yatırımlara dönüşmesiyle artan sermaye fazlalığı emekteki etkinlik artışını karşılayabiliyor ise ekonomide dengeli bir gelişme sağlanacaktır. Bu durumda tasarrufların yatırımlara dönüşmemesi halinde enflasyonist bir etkisinin olacaktır..¹³⁰

Dünya ekonomisindeki en büyük sorun enflasyondur. Aktif olan hisse senedi gibi yatırım araçları enflasyon karşısında, likit olma özelliklerinin dışında, artarak değerleri yükselmektedir. Hisse senetlerinin enflasyon karşısında yükselmesinin nedenlerinden biri, hisse senetlerinin esas temsil ettiği öz kaynaklarının dayanağını teşkil eden sabit varlıkları ve makineler gibi teçhizatların fiyatlarının yükselmesidir. Enflasyon karşısında hisse senetlerinin değerini koruyabilmesi bu durumdan kaynaklanmaktadır diyebiliriz.¹³¹

3.4.3. Konjonktür Hareketleri ve Sermaye Piyasası

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

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

¹³⁰ Bükler ve Aşıkoglu, a.g.e., s.19

¹³¹ Kara, a.g.e., s.213-217

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

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

Büyüyen bir konjonktürün habercilerinden bir diğeri ise yeni kurulan işletmelerdir. Eğer bir ülkede kurulan işletmeler kapanan işletmelerden fazlaysa yükselen bir konjonktür olduğu söylenebilir. Bunun tersi bir durumda ise, eğer kapanan şirketler daha fazlaysa bu durumda ürünlere olan talebin azaldığını, dolayısıyla şirketlerin karlarının ve satışlarının düştüğünü söyleyebiliriz.¹³² Bu durumda ise hisse senetlerinde düşüşler ve işsizlik kitleleri oluşacaktır.

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

3.4.4. Devletin Ekonomi İçerisindeki Payının Artması ve Sermaye Piyasası

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

¹³² Kara,a.g.e.,s.218-222

Faiz oranlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkisi çok açıktır. Eğer devlet faiz oranlarını yükseltirse bu hem özel sektörün tahvil çıkartmasını engeller hem de sermaye piyasasına olan talebi azaltır. Talep azalması ise hisse senedi fiyatlarında azalmaya yol açacaktır.¹³³

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

Devletin faiz oranlarını yükselterek tasarrufları banka yönüne doğru çekmesi sermaye piyasalarında olumsuz yönde etkiler. Yatırımcılar açısından devlet müdahalesinin olmadığı bağımsız bir sermaye piyasasının olması önem taşımaktadır. Elde edilecek olan getirilerde devletin yapabileceği müdahalelerden kaynaklanan bir belirsizlik olması yatırımcılar açısından olumsuz bir nitelik oluşturmaktadır.¹³⁴

¹³³ Duran,a.g.e.,s.73.74

¹³⁴ Kara,a.g.e.,s.223,224

4. BÖLÜM

ZAMAN SERİLERİ ANALİZİ

4.1. Regresyon Varsayımları

4.1.1. Otokorelasyon

Hata terimlerinin birbirini takip eden değerleri arasında doğrusal ilişki olması durumuna otokorelasyon denir. Zaman serilerinde genellikle pozitif otokorelasyona rastlanır.¹³⁵

$$E(u_i, u_j) = 0 \quad , \quad i \neq j \Rightarrow \text{Otokorelasyon yok.}$$

$$E(u_i, u_j) \neq 0 \quad , \quad i \neq j \Rightarrow \text{Otokorelasyon var.}$$

Otokorelasyon ikiye ayrılır:

- **Pozitif Otokorelasyon:** Seride sürekli bir artış veya artış azalış artış şeklinde bir düzen varsa pozitif otokorelasyondan şüphelenilmelidir.

- **Negatif Otokorelasyon:** Seride kısa dönemde ani işaret değişiklikleri varsa veya sürekli bir azalış söz konusu ise negatif otokorelasyondan şüphelenilmelidir.

Genellikle iktisadi değişkenlerde pozitif otokorelasyonla karşılaşılır. Bunun nedeni ise, değişkenlerde ani değişimlerin olmamasıdır ve ayrıca enflasyon sebebiyle serilerde sürekli bir artış bulunmaktadır.

$$u_t = \rho * u_{t-1} + v_t \quad , \quad -1 \leq \rho \leq 1$$

ρ : Otokorelasyon katsayısı

v_t : Rassal hata terimi

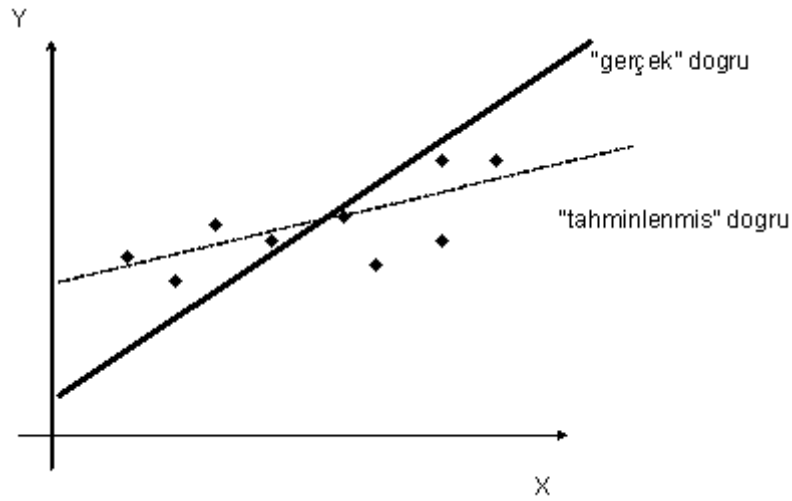
Korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin bir ölçüsüyken otokorelasyon katsayısı ise aynı değişkenin kendi değerleri arasındaki ilişkinin ölçüsüdür.

¹³⁵ http://bilgiteknoloji.net/ekonometri/ekotest/e03_otokorelasyon.asp#31, 06.06.2010

4.1.1.1. Otokorelasyonun Sonuçları

Modelde otokorelasyon varsa parametrelerin En Küçük Kareler (EKK) tahmincileri sapmasız ve tutarlıdır; ancak etkin olma özelliklerini kaybederler. Çünkü otokorelasyon varsa hata terimlerinin varyans tahmincisi sapmalı olur. Bu durumda parametre tahmincilerinin varyansları da sapmalı olur ve dolayısıyla parametre tahmincileri etkin değildir. Pozitif otokorelasyon varsa sapma negatif olur. Yani varyanslar olduğundan küçük bulunur. Bunun sonucunda t test istatistiği değeri büyük çıkar.

Pozitif otokorelasyonda sapma negatiftir. Bu nedenle parametre tahmincilerinin varyansı olduğundan küçük çıkar. Bu durumda anlamsız bir parametre tahmincisinin anlamlı olma olasılığı artar. Böylece anlamsız bir katsayının anlamlı olma olasılığı artar. R^2 de yükselir. Dolayısıyla F değeri olduğundan büyük bulunur. Sonuç olarak t ve F testleri güvenilirliğini yitirip yanıltıcı sonuç verirler.¹³⁶



Şekil 3: Otokorelasyon Sonucu

Kaynak: Dokuz Eylül Üniversitesi, www.deu.edu.tr/userweb/hamdi.emec/bol10.ppt, 06.06.2010

¹³⁶ Selahattin Gürış ve Ebru Çağlayan, **Ekonometri**, Der Yayınları, 1.Baskı, İstanbul 2000, s.407

4.1.1.2. Otokorelasyonun Araştırılması

4.1.1.2.1. Q Testi

Q Testi otokorelasyon araştırmasında uygulama kolaylığının olması ve herhangi bir varsayımının bulunmaması nedeniyle kullanılmaktadır.

$$H_0 : \hat{\rho}_1 = \hat{\rho}_2 = \dots = \hat{\rho}_k = 0$$

$$H_a : \text{En az biri farklı}$$

$$Q^* = T * (T + 2) * \sum_{k=1}^K \frac{\hat{\rho}_k^2}{T - k} \approx \chi_k^2$$

$$Q^* > \chi_k^2 \Rightarrow H_0 \text{ red.}$$

$$Q^* < \chi_k^2 \Rightarrow H_0 \text{ reddedilemez. Hata terimleri saf hata terimi özelliği göstermektedir.}$$

4.1.1.2.2. Breush&Godfrey(LM) Testi:

Bu test özellikle yüksek mertebeden otokorelasyon araştırılmasında kullanılır. Ayrıca otoregresif modellerde ve birinci dereceden otokorelasyon araştırılmasında da kullanılabilir.¹³⁷ Ki-kare dağılımına sahiptir ve serbestlik derecesi, incelenen otokorelasyonun derecesi ile aynıdır.

Otokorelasyonun belirlenebilmesi için kullanılan bir diğer yaklaşım LM Testi'dir. Uygulamalarda kullanılmak üzere seçilen test istatistiklerinden bir diğeri LM test istatistiğidir. Bunun sebebi LM test istatistiğinin herhangi bir kısıtlayıcı yönünün olmamasıdır. Durbin Watson-d test istatistiği yıllık verilerde tercih edilirken, Durbin-h test istatistiği otoregresif modellerde otokorelasyon araştırılmasında kullanılır. Durbin Alternatif test istatistiği ise Durbin-h test istatistiğinin alternatifidir. χ^2 Test istatistiği ise non-parametrik olduğu için tercih edilmemektedir.

¹³⁷ Güriş ve Çağlayan,a.g.e.,s.465

LM Testi daha çok yüksek dereceden otokorelasyonun araştırılmasında kullanılmaktadır. LM Testi şu şekilde gerçekleştirilir.

1. Tahmin edilmiş yardımcı regresyon modelinin R^2 si bulunur.
2. Bulunan R^2 değeri n ile çarpılarak LM test istatistiğine ulaşılır.

Hipotezler:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

Karar:

Hesaplanan test istatistiği χ^2 tablosundan bakılan kritik değerden daha büyük ise H_0 reddedilir ve otokorelasyon vardır denir.

4.1.2. Değişen Varyans (Heteroskedasite)

Değişen varyans, hata terimlerinin varyansının bütün örneklem için sabit olmaması anlamına gelir.

$$E(u_i^2) = \sigma^2 \text{ ise Sabit varyans}$$

$$E(u_i^2) = \sigma_i^2 \text{ ise Değişen varyans (Heteroskedasite)}$$

X_i değerlerine bağlı olarak Y_i nin koşullu varyansı, X değişkeni hangi değerleri alırsa alsın değişmemeli, yani sabit varyanslı olmalıdır. Ortalama değişse bile ortalama etrafındaki dağılım değişmemelidir. Aksi halde değişen varyans durumundan söz edilir.¹³⁸

$$E(u_i^2) = \sigma^2 * f(X_i)$$

Bağımsız değişkene bağlı olarak bağımlı değişkenin koşullu varyansı (hata terimi varyansı) bağımsız değişken değerleri ne olursa olsun aynı kalıyorsa sabit varyans durumundan, sabit kalmıyorsa değişen varyans durumundan söz edilir.

¹³⁸ Güriş ve Çağlayan, a.g.e., s.497-499

4.1.2.1. Değişen Varyans' ın Nedenleri

1. Hatasını öğrenen modeller.
2. Veri derleme teknikleri geliştikçe σ_i^2 düşebilir.
3. Dışa düşenlerin varlığı (Örneklemdaki öteki gözlemlerden çok farklı gözlemlerin varlığı).
4. Model kurma hataları (Özellikle ihmal edilen açıklayıcı değişken olması).¹³⁹

4.1.2.2. Değişen Varyansın Sonuçları

EKK tahmincileri doğrusal ve sapmasız; fakat etkin değildir. Bu durumda EKK tahmincileri En İyi Doğrusal Sapmasız Tahminci olma özelliğini kaybederler.

Değişen Varyans durumunda parametre tahmincilerinin varyansı olduğundan büyük bulunmaktadır. Anlamlı bir katsayının anlamsız yorumlanma olasılığı artar; t ve F istatistiklerine güvenilememektedir.

4.1.2.3. Değişen Varyansın Araştırılması

4.1.2.3.1. ARCH-GARCH (Otoregresif Değişen Varyans)

Kalıntıların kendi geçmiş değerlerinin değişen varyansa yol açtığı varsayımına dayanır. Bu, hata teriminin varyansında ardışık bağımlılık (otokorelasyon) anlamına gelmektedir. Otokorelasyon daha çok zaman serilerinde, değişen varyans ise daha çok yatay kesit verilerinde karşılaşılan bir sorundur; ancak hisse senedi fiyatları, döviz kurları, enflasyon oranları gibi finansal zaman serilerinde tahmin hataları bazı dönemlerde küçük, bazı dönemlerde büyük olabilmekte, bu da hata teriminin varyansının sabit değil dönemden döneme değişir olduğunu göstermektedir.¹⁴⁰ Kalıntıların kendi geçmiş değerlerinin değişen varyansa yol açtığı varsayımına dayanmaktadır. Otoregresif değişen varyans hata terimlerinde ardışık bağımlılık anlamına gelmektedir. Test aşamaları aşağıdaki gibidir:

¹³⁹ Gürış ve Çağlayan,a.g.e.,s.510-511

¹⁴⁰ http://bilgiteknoloji.net/ekonometri/ekotest/e04_degisen_varyans.asp, 06.06.2010

1. Tahmin edilmiş yardımcı regresyon modelinin R^2 si bulunur.
2. Bulunan R^2 değeri n ile çarpılarak test istatistiğine ulaşılır.

Hipotezler:

$$H_o = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

$$H_a = \text{En az biri farklı}$$

Karar:

Hesaplanan test istatistiği χ^2 tablosundan bakılan kritik değerden daha büyük ise H_o reddedilir ve değişen varyans vardır denir.

4.1.2.3.2. White Testi

Bu test tanımlama hatası olup olmadığının araştırması için yapılır. Testin aşamaları ise aşağıdaki şekildedir.¹⁴¹

$$Y_t = \alpha + \alpha_1 x_{1t} + \alpha_2 x_{2t} + u_t \Rightarrow \hat{u}_t$$

$$\hat{u}_t^2 = \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{1t}x_{2t} + \beta_4 x_{1t}^2 + \beta_5 x_{2t}^2 + e_t \Rightarrow R_u^2$$

Hipotezler:

$$H_o : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 \Rightarrow \text{Tanımlama hatası yoktur.}$$

$$H_a : \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \Rightarrow \text{Tanımlama hatası vardır.}$$

Test istatistiği:

$$N^* R_u^2 \sim \chi_p^2$$

¹⁴¹ Güriş ve Çağlayan, a.g.e., s.516

Karar:

Hesaplanan test istatistiği χ^2 tablosundan bakılan kritik değerden daha büyük ise H_0 hipotezi reddedilir ve değişen varyans vardır, denir.

4.1.3. Normal Dağılım

4.1.3.1. Jarque-Bera Testi

Modelin istatistiksel anlamlılığı incelenirken t ve f istatistikleri kullanılabilmesi için modelin hata terimlerinin normal dağılması gerekmektedir; çünkü t ve f istatistikleri normal dağılım varsayımı altında kullanılacak istatistiklerdir. Hata terimleri normal dağılmıyorsa t ve f istatistiklerinin kullanılması yanlış olmaktadır.¹⁴²

Testin hipotezleri aşağıdaki şekildedir;

H_0 : Hata terimlerinin dağılımı normaldir.

H_a : Hata terimlerinin dağılımı normal değildir.

Karar:

Jarque-Bera test istatistiğinin prob değeri 0.05'ten büyük ise H_0 reddedilemez, hata terimleri normal dağılmıştır denir.

4.2. Zaman Serileri Analizi

Zaman serisi, rassal bir değişkenin zaman içerisinde aldığı değerlerin sıralanması ile oluşturulur. Bir rassal değişkenin zaman içerisinde aldığı değerlerin sıralanmasıyla stokastik süreç elde edilir. Stokastik süreç, elemanları tesadüfî değerler olan bir kümedir.

¹⁴² Güriş ve Çağlayan, a.g.e., s.578

X rassal değişkenine ait stokastik sürecin tanımlaması yapıyorsa, bu serinin birinci ve ikinci momentlerine bakılması gerekmektedir; fakat bu dağılımın bulunması çok zor olduğundan serinin diğer özellikleri dikkate alınmaktadır.

Amaç, değişkenin zaman içerisinde izlediği yolu incelemektir. Yani serinin değerlerinin zamandan etkilenip etkilenmediğini belirlemektir. Hakkında bilgi sahibi olmak istenilen veya öngörüle bulunmak istenilen konu için incelenen seriler, eğer zaman içerisinde sistematik bir değişim gösteriyorsa seri üzerinde yapılan çalışmalar anlamlılığını yitirecektir.

Bu nedenle öncelikle zaman serilerinin sistematik değişim gösterip göstermedikleri belirlenmeli ve eğer böyle bir değişim gösteriyorlarsa serilerin bu etkiden kurtarılması gerekmektedir.

4.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı

Zamana bağlı olmayan, zamana dayanmayan, sabit olan seri durağan seridir. Ortalamasında ve varyansında sistematik değişme yoksa iki dönem arasındaki ortak varyans değeri sabit ise seri durağan seridir. Durağan serilerin trendi yoktur.

4.2.1.1. Durağanlık Şartları:

Sürecin zaman içerisinde değişmeyen sonlu ortalama ve sonlu varyansa sahip olması birinci durağanlık şartı olarak ifade edilmektedir.

$$\text{Sonlu Ortalama} \quad : \quad E(x_t) = \mu$$

$$\text{Sonlu Varyans} \quad : \quad V(x_t) = E(x_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

Sürecin kovaryans değerinin geçmiş zamandan bağımsız olması, yani sabit olmasıdır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, kovaryans değerinin sabitliği zamanlar arası farkın sabitliğine, eşitliğine bağlı olmasıdır. Kovaryans değeri zamana bağlı değil, zamanlar arası farka bağlıdır.

$$\begin{aligned}
\text{Kovaryans} \quad : \quad \text{Cov}(x_t, x_{t+k}) &= E[(X_t - \mu_{x_t})(x_s - \mu_{x_s})] \Rightarrow (\mu_{x_t} = \mu_{x_s} = \mu) \\
&= E[(x_t - \mu)(x_s - \mu) \Rightarrow (t = s)] \\
&= E[(x_t - \mu)^2]
\end{aligned}$$

$\text{Cov}(x_t, x_{t+k}) \Rightarrow k$ farkı içeren tüm büyüklükler arasında aynı kovaryans değeri vardır.

4.2.2. Durağan Olmamanın Yarattığı Problemler

Trende sahip serilerin modele konması durumunda, gerçekte ilişkisiz olan değişkenler arasında benzer trend nedeni ile anlamlı bir ilişki gözlemlenebilir. Bu durum sahte regresyon olarak adlandırılmaktadır. Bu nedenle serilerde trendin etkisi devre dışı bırakılmalıdır.

4.2.3. Zaman Serisinin Durağan Olup Olmadığının Tespiti ve Durağanlaştırılması

Serinin zaman içerisinde artan ya da azalan bir trende sahip olup olmadığını en basit anlamda gösteren ve ilk olarak bakılması gereken olgu serinin grafiğidir. Grafiğe bakıldığında serinin sahip olduğu eğilimler gözlemlenebilir. Serinin grafiğine bakılmasının amacı, istatistiksel analizlere geçilmeden önce serinin durağanlığı hakkında bir fikir edinilme gereksinimidir.

Serinin durağanlık araştırılmasında ikinci olarak bakılması gereken olgu serinin korelogramıdır. Korelogram, serinin otokorelasyon fonksiyonuna verilen addır. Durağan bir seride korelogram, birinci veya ikinci gecikmede sıfırı kesmesi gerekmektedir. Otokorelasyon fonksiyonu birinci veya ikinci gecikme haricinde daha yüksek gecikmelerde sıfırı kesiyorsa serinin durağan olmadığı anlaşılmalıdır. Kısmi otokorelasyon fonksiyonu ise serinin kaçınıcı mertebeden fark alınması gerektiğini ifade etmektedir.

Örneğin kısmi otokorelasyon fonksiyonu birinci gecikmede çok yüksek değer, diğer gecikmeler de ise daha küçük değerler alması, seriye bir kere fark alma işlemi uygulandığında serinin durağanlaşabileceğini ifade etmektedir.

Durağanlık araştırmasında üçüncü olarak bakılması gereken olgu Dickey&Fuller 1979 (Birim Kök Testi) test istatistiğidir.

4.2.3.1. Dickey-Fuller 1979 (Birim Kök) Testi

$$H_0 : \delta = 1$$

$$H_a : \delta < 1$$

$$LP_t = \alpha + \gamma * T + \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}_T$$

$$LP_t = \alpha + \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}\mu$$

$$LP_t = \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}$$

$$\mathcal{T} = \frac{\hat{\delta} - 1}{Sh_{\hat{\delta}}} \approx DF(1979)$$

Yukarıdaki denklemlerde δ değerinin aşağı sapmalı olması nedeni ile istatistik değerine Dickey Fuller (DF) denklemleri aracılığı ile ulaşılması gerekmektedir.

4.2.3.1.3. Dickey Fuller Denklemleri:

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

$$\Delta LP_t = \alpha + \gamma * T + \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}_T$$

$$\Delta LP_t = \alpha + \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}\mu$$

$$\Delta LP_t = \delta * LP_{t-1} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}$$

$$\mathcal{T} = \frac{\hat{\delta}}{Sh_{\hat{\delta}}}$$

DF Testi' ne güvenilebilmesi için, $\hat{u}_t$ 'ların "saf hata terimi" özelliği taşıması gerekmektedir. Yani $\hat{u}_t$ 'lar otokorelasyonsuz ve sabit varyanslı olmalıdır; ancak o zaman DF-1979 Testi uygulanabilir. Sabit varyansı sağlayabilmek için serinin doğal logaritması alınmalıdır.

DF denklemlerinde otokorelasyon problemi varsa otokorelasyonu ortadan kaldırmak için ADF denklemlerinin kurulması gerekmektedir. Bunun için yapılacak işlem; otokorelasyonu ortadan kaldıracak minimum sayıda gecikmeli bağımlı değişkenin bağımsız değişken olarak kullanılmasıdır. Gecikme sayısı, birden başlanılarak teker teker DF denklemine eklenmeli ve her seferinde otokorelasyon araştırması yapılmalıdır. Otokorelasyon hangi gecikme sayısında kaldırılmışsa o gecikme sayısı optimum gecikme sayısı olarak kabul edilmelidir.

4.2.3.1.4. ADF Denklemleri:

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

$$1. \quad \Delta LP_t = \alpha + \gamma * T + \delta * LP_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i * \Delta LP_{t-i} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}_T$$

$$2. \quad \Delta LP_t = \alpha + \delta * LP_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i * \Delta LP_{t-i} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}\mu$$

$$3. \quad \Delta LP_t = \delta * LP_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i * \Delta LP_{t-i} + u_t \Rightarrow \mathcal{T}$$

$$\mathcal{T} = \frac{\hat{\delta}}{Sh_{\hat{\delta}}} \approx \text{DF (1979)}$$

Test istatistiği kritik değerden daha negatif ise H_0 hipotezi reddedilir. Yani serinin birim kökü yoktur. Test istatistiği kritik değerden daha negatif değilse seriye birinci mertebeden fark alma işlemi uygulanır ve serinin ikinci birim kökü araştırılır.

4.3. Eş Bütünleşme Analizi

Eş bütünleme analizi durağan olmayan seriler için yapılır. İki veya daha fazla durağan olmayan serinin arasındaki doğrusal ilişki durağansa bu değişkenler eş bütünleşen olarak adlandırılmaktadır. Durağan olmayan serilerin doğrusal bileşimi durağansa seriler eş bütünleşendir. Eş Bütünleşme Analizi, durağan olmayan serilerin uzun dönemde bir denge noktasına yakınsayıp yakınsamadığını araştırır. Eş Bütünleşme Analizi uygulanabilmesi için değişkenlerin aynı mertebeden durağan olmaları gerekli bir koşuldur.

4.3.1. Engle&Granger Yaklaşımı

Engle ve Granger'in ortaya koydukları bu yaklaşımın basamakları aşağıdadır.

1. Serilerin bütünleme mertebelerinin belirlenmesi.
2. Ortak bütünleme regresyon denkleminin kurulması.
3. Denklemin hata terimlerinin durağanlığının araştırılması,
4. Kısa dönem ilişkisini gösteren Hata Giderme Mekanizmasının kurulması,

İki değişken için her iki değişkeninde $I(1)$ olmaları durumunda sadece 1 tane ortak bütünleme vektörü söz konusudur; ancak N değişken durumunda $(N-1)$ sayıda ortak bütünleme vektörü söz konusudur.

İki serinin ortak bütünlenen olup olmadıklarını inceleyebilmek için değişkenlerin aynı mertebeden bütünlenen olmaları gerekmektedir.

4.4. Metodoloji ve Veriler

Uygulama için Net Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları, Dolar Kuru, A Tipi Değişken Fon Fiyatı, İMKB-100 Endeksi, Gösterge Tahvil Faizleri seçilmiştir. Çalışmada kullanılan zaman serileri aylık frekansta toplanmıştır. Gözlemler 2005:12 ile 2009:06 tarihleri arasında yer almakta olup 43 gözlemden oluşmaktadır. Söz konusu değişkenler yabancı portföy yatırımları üzerinde açıklayıcı bir etkiye olduğu için seçilmiştir.

Çalışmada öncelikle serilerin durağanlıkları araştırılmıştır. Daha sonra eş bütünleşme analizi yapılmış olup, serilerin eş bütünleşen olup olmadıkları araştırılmıştır.

Uygulamada Net Sermaye Girişi değişkeni öncelikle bağımsız değişken, İMKB–100 Endeksi, Dolar Kuru, Gösterge Tahvil Faizi ve A Tipi Fon Fiyatları ayrı ayrı bağımlı değişken olarak regresyon analizleri yapılmıştır. Daha sonra Dolar Kuru bağımlı değişken kullanılarak, diğer değişkenlerle birlikte çoklu regresyon analizi ile değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir.

Uygulamada Kullanılan Veriler:

Net Sermaye = Dolaylı Yabancı Sermaye Girişi - Dolaylı Yabancı Sermaye Çıkışı

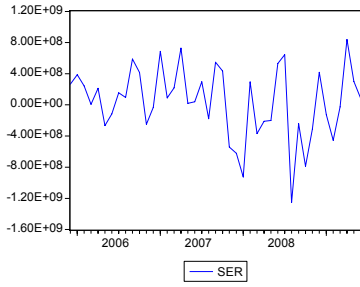
Dolar Kuru= Dolar Alış Kuru

A Tipi Değişken Fon Fiyatı

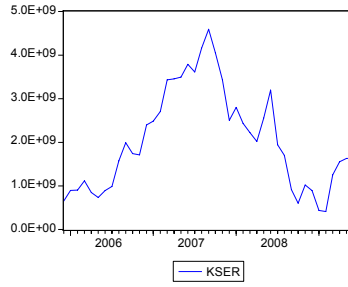
İMKB–100 Endeksi

Gösterge Tahvil Faizleri

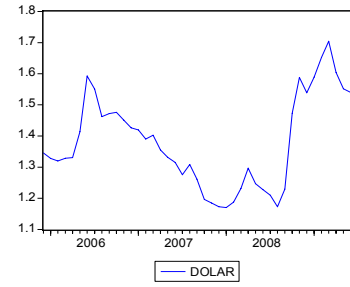
Değişkenler hakkında daha detaylı bilgi verilmeden önce, serilerin grafikleri aşağıda verilmiştir.



Şekil 4: Net Sermaye

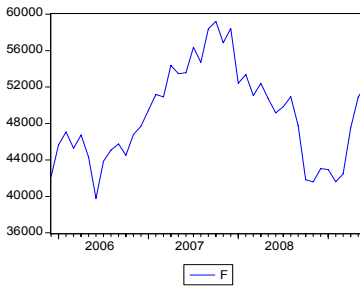


Şekil 5: Kümülatif Net Sermaye

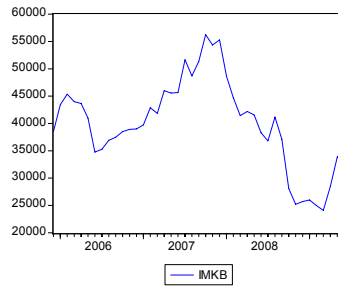


Şekil 6: Dolar Kuru

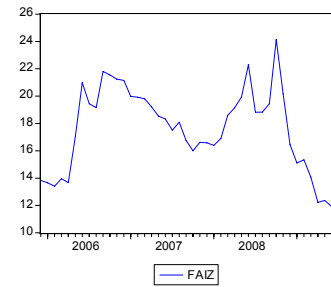
E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.



Şekil 7: A Tipi Değişken Fon



Şekil 8: İMKB-100 Endeksi



Şekil 9: Gösterge Tahvil Faizi

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.

4.4.1. Net Sermaye

Net Sermaye değişkeninin zaman içerisinde izlediği seyri gösteren Şekil 4'e bakıldığında serinin negatif değerlere sahip olduğu görülmektedir. Negatif değerler para çıkışının, para girişinden daha fazla olduğunu ifade etmektedir; fakat para çıkışının olması demek piyasada yabancı yatırımının olmadığı anlamına gelmemektedir. Şekile bakıldığında sıfır değeri bu anlamda yokluk ifade etmemektedir. Sıfır değerinin anlamı o dönemde net sermaye girişinde bir değişiklik olmadığı anlamına gelmektedir.

Piyasa ya da ekonomik göstergeler incelendiğinde değişimden çok mevcut yabancı sermaye yatırımlarının miktarları aylık bazda önem arz etmektedir. Örneğin İMKB endeksi için para girişinin sıfır olması, yabancı yatırımların olmadığı anlamına gelmemektedir. Mevcut yabancı yatırımların korunduğu anlamına gelmektedir. Dolayısı ile Net Sermaye ile diğer değişkenler arasındaki ilişki değişim bazında değil de miktar bazında incelenmesi gereken bir ilişkidir. Bu nedenle Net Sermaye ile diğer değişkenler arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılırken Net Sermaye Girişi değişkeni kullanılamaz. Bunun yerine piyasadaki net sermaye miktarını gösteren bir değişken kullanılmalıdır. Bu değişken de Net Sermaye Girişi değişkeninin kümeli değerleridir. Kümülatif Net Sermaye değişkeninin zaman içerisinde izlediği yol Şekil 5'te görülmektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkiler açıklanırken değişkenin orijinal değerlerinin kullanılması regresyon varsayımlarından değişen varyans problemiyle karşılaşma olasılığını arttırmaktadır. Logaritma işlemi serinin değerlerini küçültmesi sebebiyle değişim miktarını azaltmaktadır. Tabii logaritma ile değişim miktarı ölçme birimlerinden biri olan varyans da küçülmektedir. Bu sayede modellerde değişen varyansla karşılaşma olasılığı da azalmaktadır.

Değişkenlerin ham değerleri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişki birim bazında ifade edilebilmektedir. Değişkenlerin logaritması alınarak kurulan modellerde, değişkenler arasındaki ilişki yüzdesel olarak ifade edilir. Değişkenlerin logaritması alınarak ilişkilerin açıklanmasında böyle bir yorum farkı bulunmaktadır. Değişen varyans problemiyle karşılaşma olasılığını minimize edebilmek için değişkenin tabii logaritması alınmıştır.

4.4.2. Dolar Kuru

Ulusal para dışındaki tüm yabancı paralara ve bu para cinsinden değer taşıyan menkul değerlere döviz denilmektedir.¹⁴³ Bir ülke parasının diğer ülkelerde piyasasının olması döviz piyasası olarak tanımlanmaktadır. Bu durumun ilk örneği İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan Euro piyasalarıdır. Euro piyasalar, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Doları'nın ABD dışında işlem gördüğü piyasalara verilen addır. Euro piyasaların İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra çıkmasının iki başlıca nedeni bulunmaktadır:

1. Marshall Yardımları nedeniyle ciddi miktarlarda ABD Dolarının ABD dışına çıkması.
2. ABD'de faiz oranına tavan getirilmesi ve tasarruflardan vergi alınması nedeniyle ABD'deki yatırımcılar tasarruflarını ABD dışında değerlendirmeye başlamaları.

1944 yılında tasarlanan Bretton Woods Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi ABD Dolarına santral rolü veriyordu. Sistem altınla doların tam dönüşebilirliğini içeriyordu. Bu sistemde hala günümüzde yer alan iki örgütsel yapı olan IMF ve Dünya Bankası yer almaktaydı. IMF ülkelerin döviz kurlarını saptadıkları düzeyde tutmalarını sağlamak için danışmanlık ve kredi olanaklarını sağlamak amacıyla; Dünya Bankası ise ülkelerin ekonomik projeleri için kredi sağlamak amacıyla kurulmuştur.¹⁴⁴

Bu sistem, ilk aşamada dünya ekonomisine istikrar getirmiş, ABD'ye ise büyük siyasi ve ekonomik güç kazandırmıştır. Dış ticaret ve yatırımlar yoluyla önemli miktarda Dolar dünya piyasasına çıkmış, 1960'ların sonunda ABD'nin cari işlem açığı rekor seviyelerde artmıştır. Bu dönemde aşırı miktarda artan Dolar arzı, doların değerinin düşme ihtimalini yükseltmekteydi. Savaş sonrası toparlanan Avrupa'nın rekabet gücü de hızla artmaktaydı.

1968'den itibaren ise Fransa Merkez Bankası sahip olduğu dolarları ABD'ye göndermeye başlamış ve yerine uçak dolusu altın getirmiştir. Bu güvensizlik yaygınlaşınca ABD'den altın talebi artmaya devam etmiştir. Bu boyutta altın talebini karşılamakta zorlanan ABD, 1971 yılında Altın-Dolar standardını tek taraflı olarak durdurma kararı almıştır.

¹⁴³ <http://www.turkeyforum.com/satforum/showthread.php?t=12996>, 20.11.2009

¹⁴⁴ Seyidoğlu, a.g.e., s. 95

1973 yılında ise bu sistem tamamen ortadan kaldırılarak ülke paraları dalgalanmaya bırakılmıştır. Yani ABD Doları çıpa olmaktan çıkmıştır.¹⁴⁵ Sonuçta döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması yatırımcılar için kur riskini ortaya çıkarmış ve döviz piyasalarının doğmasına neden olmuştur.

Esnek kurların ortaya çıkması nedeniyle yatırımcılar forward ve futures sözleşmelerle kur riskini azaltmışlardır. Kurların dalgalanmaya bırakılması vadeli piyasaların doğmasına neden olmuştur.

Döviz Piyasası'nda kısa ve uzun dönemde “tek fiyat yasası” geçerlidir. Yani arz ve talep koşulları ile fiyat belirlenmektedir. Ülkede tek bir kur değeri oluşmakta ve bu kur değeri ülkenin birçok özelliğinden etkilenmektedir. Kuru belirleyen etmen dövizin arz ve talebinde meydana gelen değişimlerdir. Bu noktada arz ve talebe etki eden her faktör de kura etki edecektir.

Finansal piyasalar açısından esnek kurların yarattığı iki problem vardır:

1. Kur değişiminin portföyün getirisine olan etkisi.
2. Portföyün bir unsuru olarak dövizin de kullanılabilir olması.

Döviz Kurları esnek sistemde yatırımların getirisinde etkili olan ve bu durumdan da etkilenen bir değişken olarak karşımıza çıkması, kısa ve uzun dönemde kurların ne olacağının belirlenmesinde önem arz etmektedir.

Döviz piyasası Türkiye’de çok önemli bir yere sahiptir. Türkiye’de olup biten mal ticareti ve finansal işlemler döviz piyasası ile ilintilidir. Döviz piyasası bu nedenle hem mal piyasasından hem de diğer finansal piyasalardan etkilenmektedir.

Kısa vadeli portföy yatırımlarının gelmesi ve bununla birlikte Türkiye’de ters para ikamesinin yaşanması nedeniyle döviz arzının arttığı gözlemlenmekte ve arz fazlalığı nedeniyle de dövizin fiyatı düşmektedir.

¹⁴⁵ NTVMsNBC, <http://www.ntvmsnbc.com/news/207426.asp#BODY>, 14.02.2010

Net sermaye girişi, yabancı yatırımların Türkiye finans piyasalarında Dolar arzını arttırması sebebiyle Dolar kuru üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratmaktadır. Bununla birlikte net sermaye çıkışı da Dolar kuru üzerinde arttırıcı bir rol oynamaktadır. Bu nedenlerden dolayı Dolar Kuru ile Kümülatif Net Sermaye değişkeni arasında ters yönlü bir ilişkiden söz etmek mümkündür. Bu iki değişken arasındaki doğrusal ilişki aşağıda verilmiştir.

Tablo 2: Dolar ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon

	DOLAR	KSER
DOLAR	1	-0.5358
KSER	-0.5358	1

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.

Korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi ifade etmektedir. Bu iki değişken arasında ters yönlü orta derecede bir doğrusal ilişki bulunmaktadır; fakat değişkenler arasında ilişkinin fonksiyonel şekli doğrusallıkla açıklanabilecek kadar basit düzeyde değildir.

Değişkenler arasında ilişkinin olması doğrusal olduğu anlamına gelmez. Değişkenler arasında kübik, logaritmik, parabolik olarak tanımlanabilecek farklı fonksiyonel yapılarıdaki ilişkiler regresyon analiziyle ortaya konulmalıdır.

Regresyon analizinde değişen varyans problemini minimize edebilmek için, Dolar değişkeninin tabii logaritması alınmıştır.

4.4.3. A Tipi Değişken Fon

Yatırımcıların küçük ya da büyük her türlü birikiminin, profesyonel yöneticiler tarafından çeşitli sermaye piyasası araçlarına dağıtılarak yönetildiği mal varlığıdır.¹⁴⁶ Hazine bonusu, devlet tahvili, repo, hisse senedi ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşturulan fon portföyleri, fon iç tüzüklerine uygun olarak profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilir. Yatırım fonlarına katılma belgesi olarak iştirak edilir. Birikimlerin pek çok farklı sečenek ile değerlendirilmesi şansına sahip olunur.

¹⁴⁶ www.ziraatportfoy.com.tr/images/ziraat.swf, 06.06.2010

Yatırım fonu portföyünde yer alan menkul kıymetlerden elde edilen kar payı, faiz geliri, sermaye kazancı günlük olarak fonu elinde bulunduran yatırımcılara payları oranında yansıtılmaktadır. Aşağıda Fon Fiyatları ile Kümülatif Net Sermaye arasındaki ilişki verilmiştir.

Tablo 3: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon

	F	KSER
F	1	0.8564
KSER	0.8564	1

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

İki değişken arasındaki korelasyon katsayısı %85 gibi pozitif yönlü, güçlü bir ilişkiyi ifade etmektedir.

4.4.4. İMKB–100 Endeksi

Türkiye'nin 2001 krizinin ardından dalgalı kur sistemine geçmesi ve yüksek enflasyon nedeniyle yüksek nominal faizlerin Dolar bazında yüksek reel getiri elde etmesi Türkiye'ye kısa vadeli yabancı portföy yatırımlarını çekmiştir. Kısa vadeli portföy yatırımları hazine bonosu, devlet tahvili gibi değerlere gitmekle birlikte İMKB'ye de gelmektedir. Yabancı yatırımcılar paralarını Türk lirasına çevirerek kendilerine Türk lirası cinsinden enstrümanlarla portföy oluşturmuşlardır. Bu nedenle portföy yatırımları kendini İMKB'de göstermektedir. Çünkü her gelen yabancı yatırımcı menkul kıymetlere talep yaratarak İMKB endekslerini arttırıcı bir rol oynamaktadır. Yabancı yatırımcıların gelmesi Türkiye'de döviz arzını arttırmakta ve dolayısıyla serbest dalgalı kurda döviz kurunu aşağı çekmektedir.

Yabancı yatırımcıların Türkiye'ye gelmesinin nedeni Türk Lirasına verilen yüksek faizdir. Türk lirasının risksiz getirisi diğer ülkelerin kendi para birimlerindeki risksiz getiriden çok daha yüksektir. Bu nedenle TCMB'nin faiz politikası önem arz etmektedir; ama unutulmamalıdır ki TCMB sadece gecelik faizleri kontrol edebilmektedir. TCMB'nin belirlediği faizler piyasa açısından sadece baz değer olarak alınması gerekir; çünkü uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlerden daha düşük olması beklenemez.

Net sermaye miktarıyla İMKB–100 arasındaki ilişki aşağıda verilmiştir.

Tablo 4: İMKB ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon

	KSER	İMKB
KSER	1	0.7049
İMKB	0.7049	1

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Net sermaye miktarı ile İMKB–100 Endeksi arasında pozitif yönlü güçlü bir doğrusal ilişki bulunmaktadır. Bu değer İMKB–100 Endeksinin fiyatlanırken yabancı sermayenin önemli bir rol üstlendiğini ifade etmektedir.

4.4.5. Gösterge Tahvil Faizi

Türkiye’ye kısa vadeli yabancı portföy yatırımlarının çekilmesini sağlayan faktörün yüksek nominal faizlerin Dolar bazında yüksek reel getiri sağlaması olduğundan bahsedilmişti. Kısa vadeli portföy yatırımları içerisinde hazine bonosu, devlet tahvili gibi menkul değerlerde yer bulmaktadır. Döviz arzının artması nedeniyle ithal maliyetlerinin ve kriz nedeniyle emeğin ucuzlaması enflasyonu aşağı çekmiştir. Bu süreçte faiz oranları da kademeli olarak aşağı çekilebilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)’nin bu süreçte birinci etkisi, para arzı üzerindeki belirleyici rolüdür. TCMB, reeskont oranını belirlemesinden dolayı, bu oranı değiştirerek faiz oranını ve ekonomideki para arzını etkileme gücü bulunmaktadır.

Devlet tahvilleri ve hazine bonoları para piyasası araçları olması özelliği ile para politikalarının yürütülmesinde ve ekonomide fon hareketinde önemli roller yüklenen menkul kıymet türleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

TCMB, piyasadan değerli kâğıtları aldığı anda ekonomideki para arzı artar, piyasada bulunan mevcut tahvil sayısı azaldığından tahvil fiyatları yükselir. Tahvil getirisi sabit olduğundan, tahvil fiyatlarının yükselmesi faizlerin düşmesine neden olur. Faiz oranlarının düşmesi yatırımları artırır. Artan para arzının toplam para talebini artırıcı etkisi ekonomide canlanmayı başlatır.

2008 kriziyle Türkiye’de yaşanan para çıkışı sonucu Dolar kurunda ve faizlerde hızlı bir yükseliş meydana gelmiştir. Yurtdışında yaşanan kriz nedeniyle Türk mallarına olan yabancı talebi etkilenmiş ve sonuç olarak çıkış önlemleri iç talebi canlandırmaya yönelik olmuştur.

Krizin ilk şok dalgası sonucu karşımıza gelen yüksek faiz oranı ve krizin yarattığı talep eksikliği Türk reel piyasaları üzerinde etkili olmuştur. Yurtdışında yaşanan finansal varlıklar üzerindeki güven problemi Türk finansal varlıklar üzerinde de kendini hissettirmiştir. Bu güven problemi de faizin fiyatlanmasında yerini bulmuştur.

Krizle birlikte karşımıza çıkan talep problemi, enflasyonu aşağıya çekmiş, dolayısı ile kademeli olarak enflasyonla birlikte faiz oranları da aşağıya çekilebilmiştir. Faiz oranlarının aşağı çekilmesinde yurtdışı otoritelerinin aldığı kriz önlemleri önemli rol oynamıştır. Yurtdışı piyasalarda yaşanan dolar arz fazlalığı ve toksit varlıkların negatif etkisini absorbe eden hareketler sonucu finansal piyasalar rahatlamaya başlamıştır, denilebilir.

Enflasyondaki düşüşün gerçekleşebilmesi için sıkı para politikasına devam edilmesi ve enflasyonist beklentilerin kırılması gerekmektedir. Beklentileri etkileyecek en önemli gelişme bütçe disiplininin bozulmamasıdır. Bütçe disiplininin kalıcı hale gelmesi enflasyonist beklentilerin gerçekleşmesinde büyük rol oynayacaktır.

Sonuçta gelen yabancı yatırımcılar nedeniyle İMKB endeksleri yukarı hareket ederken döviz kurları ise aşağı yönlü bir hareket göstermektedir. Krizde ise tam ters bir etki gözlemlenmiş ve İMKB100 endeksi 20.000 seviyelerine kadar gerilemiştir. Türk piyasalarının dışarıya nazaran daha sağlam durması krizi daha az hasarla atlatmasını sağlamıştır.

Faiz hakkında genel bir bilgi elde edebilmek için Şekil 4 ve Şekil 9’da, Faiz Oranı ve Net Sermaye grafiklerine bakıldığında 2007 yılından itibaren Türk piyasalarında para çıkışı gözlemlenmektedir. Para çıkışı yaşanırken faiz oranlarının, para çıkışını engelleyici bir rolü olmamıştır.

Faizlerin para çıkışındaki belirleyici rolünün olmaması likidite tuzağı olarak adlandırılmaktadır. Faizlerin para çıkışını engelleyememesi finans piyasalarına olan güven eksikliğinden kaynaklanmaktadır.

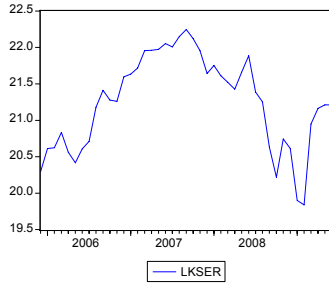
Kriz döneminde para çıkışına engel olunamamış, enflasyonun da düşmesi ve dünyadaki diğer düşük faizli politikalarla birlikte Türkiye'deki faiz oranları da şok etkisinden sonra aşağı yönlü eğilim göstermiştir. Dolayısıyla kriz döneminde hem para çıkışı yaşanmış hem de faiz oranları aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Bu iki değişken arasındaki doğrusal ilişki aşağıda verilmiştir.

Tablo 5: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Arasındaki Korelasyon

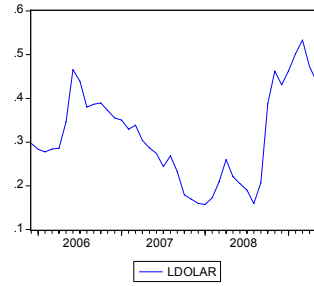
	KSER	FAİZ
KSER	1	0.2031
FAİZ	0.2031	1

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

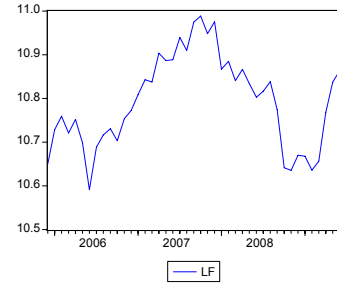
Korelasyon katsayısına bakıldığında kriz döneminde, sermaye miktarıyla faiz oranları pozitif yönlü bir ilişki izlemiştir. Finansal piyasalardaki güven bunalımı faiz oranlarıyla aşılamamış, sermaye çıkışına engel olunamamıştır. Bu nedenle faiz oranları ne kadar yüksek olursa olsun, daha fazla faiz vermek yerine kademeli olarak faiz oranları düşürülmüştür. Dolar Kuru değişkeninin de logaritması alınmıştır. Analizlerde serilen logaritmaları alınmış hali kullanılacağından, yeni serilerin grafikleri aşağıda verilmiştir.



Şekil 10: Logaritması Alınmış Kümülatif Sermaye

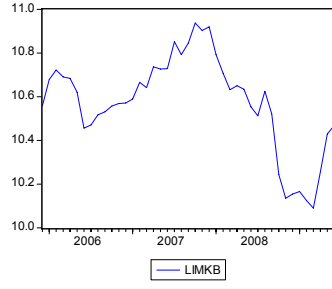


Şekil 11: Logaritması Alınmış Dolar Kuru

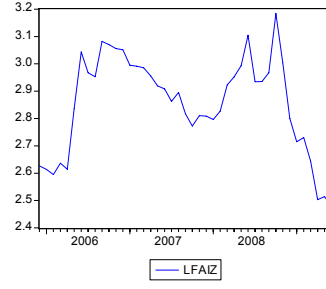


Şekil 12: Logaritması Alınmış A Tipi Fon

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.



**Şekil 13: Logaritması
Alınmış İMKB**



**Şekil 14: Logaritması
Alınmış Gösterge Tahvil**

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.

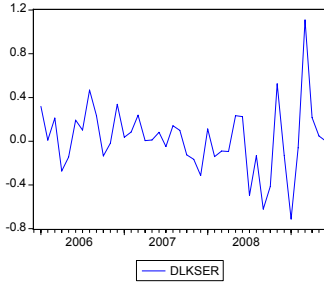
4.4.6. Serilerin Durağanlıklarının Sınanması

Tablo 6: Serilerin Durağanlıkları

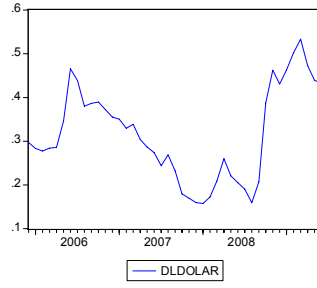
Değişken	ADF Test İstatistiği	Olasılık
LKSER(1)	-5,6077	0,0000
LDOLAR(1)	-4,4826	0,0000
LIMKB(1)	-4,7740	0,0000
LFON(1)	-6,2507	0,0000
LFAIZ(1)	-5,5631	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

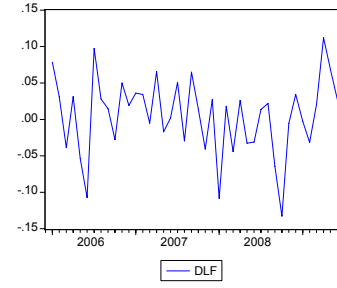
Eş Bütünleşme Analizi yapılmadan önce serilerin durağanlık araştırması yapılmıştır. Yukarıdaki tabloya bakıldığında bütün değişkenlerin birinci mertebeden durağan, yani $I(1)$ olduğu görülmektedir. Bu durumda değişkenler birinci mertebeden fark alındığında durağan olmaktadır. Serilerin hepsi birinci mertebeden durağan olduklarından eş bütünleşme analizi yapılmış ve serilerin farkları alınmadan regresyon modellerinde kullanılmışlardır. Serilerin durağan hallerinin grafikleri aşağıda verilmiştir.



**Şekil 15: Durağanlaşmış
Kümülatif Sermaye**

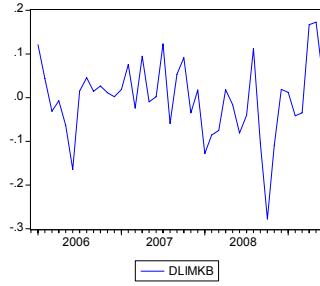


**Şekil 16: Durağanlaşmış
Dolar Kuru**

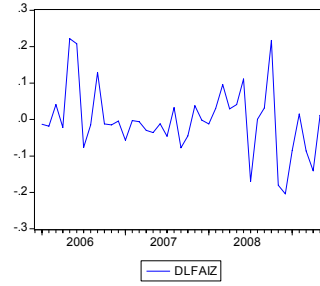


**Şekil 17: Durağanlaşmış
A Tipi Fon**

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.



**Şekil 18: Durağanlaşmış
IMKB-100**



**Şekil 19: Durağanlaşmış
Gösterge Tahvil**

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır.

4.4.7. Eş Bütünleşme Analizi

4.4.7.1. Dolar Kuru ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi

Tablo 7: Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

LDOLAR	Katsayı	Olasılık
C	2,2304	0,0000
LKSER	-0,0901	0,0002

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Yukarıda kurulmuş olan Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi (OBRD)'den elde edilen hata terimlerinin $I(0)$ olması durumunda değişkenler eş bütünleşendir. Yukarıdaki denklemin hata terimleri $U7$ olarak isimlendirilmiştir ve Ek 23'te Dolar Kuru hata terimlerinin birim kök testi verilmiştir.

Hata terimlerinin durağanlık araştırması aşağıda verilmiştir.

$$\Delta U1_t = \delta U1_{t-1} + \sum_{i=1}^{11} \beta_i \Delta U1_{t-i} + w_t$$

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

Tablo 8: Dolar Kuru Hata Terimleri Birim Kök Testi

Dolar	DF	Olasılık
Kalıntı	-2,3117	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması nedeniyle Dolar ve Kümülatif Net Sermaye değişkenleri eş bütünleşen değişkenlerdir. Ek 23'te korelograma bakıldığında hata terimlerinin Saf Hata Terimi (SHT) özelliği gösterdiği, otokorelasyonsuz olduğu görülmektedir.

4.4.7.2. A Tipi Değişken Fon ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi

Tablo 9: A Tipi Fon Ortak Bütünleme Regresyon Denklemleri

A TİPİ FON	Katsayı	Olasılık
C	7,8277	0,0000
LKSER	0.1395	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Yukarıda kurulmuş olan OBRD'den elde edilen hata terimlerinin $I(0)$ olması durumunda değişkenler ortak bütünlenendir. Yukarıdaki denklemin hata terimleri U9 olarak isimlendirilmiştir. Ek 25'te A Tipi Değişken Fon modelinden elde edilen hata terimlerinin birim kök testi verilmiştir.

Hata terimlerinin durağanlık araştırması aşağıda verilmiştir.

$$\Delta U1_t = \alpha_0 + \delta U1_{t-1} + \sum_{i=1}^{11} \beta_i \Delta U1_{t-i} + w_t$$

Tablo 10: A Tipi Fon Hata Terimleri Birim Kök Testi

A Tipi Fon	DF	Olasılık
Kalıntı	-6,9340	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

Olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması nedeniyle A Tipi Fon ve Kümülatif Net Sermaye değişkenleri eş bütünleşen değişkenlerdir.

4.4.7.3. İMKB ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi

Tablo 11: İMKB Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

LIMKB	Katsayı	Olasılık
C	5,6100	0,0000
LKSER	0,2336	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Yukarıda kurulmuş olan OBRD'den elde edilen hata terimlerinin $I(0)$ olması durumunda değişkenler ortak bütünlenendir. Yukarıdaki denklemin hata terimleri U12 olarak isimlendirilmiştir. Ek 28'de İMKB modelinden elde edilen hata terimlerinin birim kök testi verilmiştir.

Hata terimlerinin durağanlık araştırması aşağıda verilmiştir.

$$\Delta U1_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \delta U1_{t-1} + \sum_{i=1}^{11} \beta_i \Delta U1_{t-i} + w_t$$

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

Tablo 12: İMKB Hata Terimleri Birim Kök Testi

Dolar	DF	Olasılık
Kalıntı	-2,1810	0,4868

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Olasılık değerinin 0.05'ten büyük olması nedeniyle olmadığından H_0 hipotezi reddedilemez. Hata terimleri durağan değildir. Bu nedenle İMKB ve Kümülatif Net Sermaye değişkenleri eş bütünleşen değildir.

4.4.7.4. Gösterge Tahvil Faiz ve Kümülatif Sermaye Eş Bütünleşme Analizi

Tablo 13: Faiz Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

LFAIZ	Katsayı	Olasılık
LKSER	0.134416	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Yukarıda kurulmuş olan OBRD'den elde edilen hata terimlerinin $I(0)$ olması durumunda değişkenler ortak bütünlenendir. Yukarıdaki denklemin hata terimleri U11 olarak isimlendirilmiştir. Ek 30'da Faiz modelinden elde edilen hata terimlerinin birim kök testi verilmiştir.

Hata terimlerinin durağanlık araştırması aşağıda verilmiştir.

$$\Delta U1_t = \delta U1_{t-1} + \sum_{i=1}^{11} \beta_i \Delta U1_{t-i} + w_t$$

Tablo 14: Faiz Hata Terimleri Birim Kök Testi

Dolar	DF	Olasılık
Kalıntı	-2,0111	0,0436

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_a : \delta < 0$$

Olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması nedeniyle Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Net Sermaye eş bütünleşen değişkenlerdir.

4.4.8. Basit Doğrusal Regresyon Modelleri

4.4.8.1. Dolar Kuru'nun Kümülatif Sermaye'ye Regresyonun Analizi

Dolar Kuru ve Kümülatif Net Sermaye arasındaki ilişki tam logaritmik modelle tahmin edilmeye çalışılmıştır.

Tablo 15: Dolar ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

LDOLAR	Katsayı	Olasılık
C	2,2304	0.0000
LKSER	-0,0901	0,0002

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Bu modelin katsayılarının yorumlarına geçilmeden önce regresyon varsayımlarını sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır.

4.4.8.1.1. Dolar Kuru Modeli Regresyon Varsayımları

Otokorelasyon:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

$$R^2 = 0.940949$$

$$n = 25$$

$$LM = 23.523$$

$$\chi^2_{0.05,18} = 28.86930$$

$LM \langle \chi^2_{0.05,18}$ olması sebebiyle H_0 hipotezi reddedilemez. Bu durumda 18. dereceden otokorelasyon yoktur. Modelde yer alan gecikmeli hata terimlerinin parametre tahmincilerinin istatistiksel anlamlı olmaması sebebiyle, hata terimlerinin kendi içsel değerleri arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır.

Değişen Varyans:

$$H_o = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

$$H_a = \text{En az biri farklı}$$

$$R^2 = 0.8044$$

$$n = 25$$

$$nR^2 = 20.11$$

$$\chi^2 = 28.86930$$

$nR^2 \langle \chi^2_{0.05,18}$ olması sebebiyle H_0 hipotezi reddedilemez. Bu durumda modelde otoregresif koşullu değişen varyans bulunmamaktadır.

Normal Dağılım:

$$H_0 : \text{Kalıntılar normal dağılmıştır.}$$

$$H_a : \text{Kalıntılar normal dağılmamıştır.}$$

Tablo 16: Dolar ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi

JB	1,9399
Prob	0,3791

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Jarque-Bera test istatistiğinin prob. değeri 0.05'ten büyük olması sebebiyle H_0 reddedilememektedir. Hata terimleri normal dağılmaktadır.

4.4.8.1.2. Dolar Kuru Modelinin Yorumlanması

Eğim parametresine ait prob. değeri % 5’lik hata payında istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kümülatif Net Sermaye miktarında meydana gelen % 1’lik bir değişim Dolar Kuru’nda ters yönde % 0.09 ‘luk bir etki yaratmaktadır.

4.4.8.2. A Tipi Değişken Fon’un Kümülatif Sermaye’ye Regresyonunun Analizi

Tablo 17: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

A TİPİ FON	Katsayı	Olasılık
C	7,8277	0,0000
LKSER	0.1395	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Modelin yorumlanmasından önce modelin regresyon varsayımlarını sağlayıp sağlamadığı araştırılmalıdır.

4.4.8.2.1. A Tipi Değişken Fon Modeli Regresyon Varsayımları

Otokorelasyon:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

$$R^2 = 0.959401$$

$$n = 25$$

$$LM = 23.985025$$

$$\chi^2_{0.05;25} = 28.86930$$

χ^2 tablo değerinin hesaplanan test istatistiğinden daha büyük olması sebebiyle H_0 hipotezi reddedilemez, otokorelasyon yoktur.

Değişen Varyans:

$$H_o = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

H_a = En az biri farklı

$$nR^2 = 17.325625$$

$$\chi^2_{18} = 28.86930$$

χ^2 tablo değeri hesaplanan test istatistiğinden daha büyük olması sebebiyle, H_o hipotezi reddedilememektedir. Modelde otoregresif değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Normal Dağılım:

H_o :Kalıntılar normal dağılmıştır.

H_a :Kalıntılar normal dağılmamıştır.

Tablo 18: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi

JB	0,7808
Prob	0,6768

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Jarque-Bera test istatistiğinin prob. değeri 0.05'ten büyük olması sebebiyle H_o reddedilememektedir. Hata terimleri normal dağılmaktadır.

4.4.8.2.2. A Tipi Değişken Fon Modelinin Yorumlanması

Parametre tahmincilerinin test istatistiklerine ait prob değeri, 0.05 anlamlılık seviyesinden daha küçük olması sebebiyle parametre tahmincileri anlamlıdır. Ek 13'e bakıldığında, R^2 'nin % 72 gibi bir değer aldığı görülmektedir. Bu yüksek değer de yabancı sermaye hareketlerinin A Tipi Fonlar üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu ifade etmektedir. Kümülatif Sermaye Miktarında meydana gelen %1'lik bir değişime karşılık, A Tipi Fon Fiyatlarında %0.13'lük bir değişim olmaktadır.

4.4.8.3. İMKB'nin Kümülatif Sermaye'ye Regresyonunun Analizi

Tablo 19: İMKB ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

LİMKB	Katsayı	Olasılık
C	5,6100	0,0000
LKSER	0,2336	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Sabit parametre ve eğim parametre tahmincisine ait prob. değerleri 0.05'ten küçük olması sebebiyle parametre tahmincileri istatistiksel olarak anlamlıdır.

Ek 9'a bakıldığında LKser değişkeni tek başına İMKB-100 endeksinin %46'lık bir kısmını açıkladığı görülmektedir. Bu nedenle yabancı sermaye girişleri İMKB-100 endeksi üzerinde etkin bir rol oynamaktadır. Modelin katsayılarının genel olarak anlamlılığını incelemeden önce, regresyon varsayımlarını sağlayıp sağlamadığı araştırılmıştır.

4.4.8.3.1. İMKB Modeli Regresyon Varsayımları

Otokorelasyon:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

$$R^2 = 0.954327$$

$$n = 25$$

$$LM = 23.858175$$

$$\chi^2_{0.05,18} = 28.86930$$

H_0 hipotezi reddedilemez, modelde otokorelasyon yoktur.

Değişen Varyans:

$$H_o = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

$$H_a = \text{En az biri farklı}$$

$$nR^2 = 10.7025$$

$$\chi^2_{18} = 28.86930$$

χ^2 tablo değeri hesaplanan test istatistiğinden daha büyük olması sebebiyle, H_0 hipotezi reddedilememektedir. Modelde otoregresif değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Normal Dağılım:

H_0 :Kalıntılar normal dağılmıştır.

H_a :Kalıntılar normal dağılmamıştır.

Tablo 20: İMKB ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi

JB	0,3853
Prob	0,8248

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Jarque-Bera test istatistiğinin prob. değeri 0.05'ten büyük olması sebebiyle H_0 reddedilememektedir. Hata terimleri normal dağılmaktadır.

4.4.8.3.2. İMKB Modelinin Yorumlanması

LKser değişkeninde meydana gelen %1'lik bir artış, İMKB-100 Endeksinde % 0.23'lük bir artışa neden olmaktadır.

4.4.8.4. Gösterge Tahvil Faizi'nin Kümülatif Sermaye'ye Regresyonu'nun Analizi

Tablo 21: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

LFAIZ	Katsayı	Olasılık
LKSER	0.134416	0,0000

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Modelin yorumlanmasından önce modelin regresyon varsayımlarını sağlayıp sağlamadığı araştırılmalıdır.

4.4.8.4.1. Gösterge Tahvil Faizi Modeli Regresyon Varsayımları

Otokorelasyon:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

$$R^2 = 0.86093$$

$$n = 31$$

$$LM = 26.66$$

$$\chi^2_{0.05,18} = 28.86930$$

$LM < \chi^2_{0.05,18}$ olması sebebiyle H_0 hipotezi reddedilemez. Bu durumda 18. dereceden otokorelasyon yoktur. Modelde yer alan gecikmeli hata terimlerinin parametre tahmincilerinin istatistiksel anlamlı olmaması sebebiyle, hata terimlerinin kendi içsel değerleri arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır.

Değişen Varyans:

$$H_0 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

$$H_a = \text{En az biri farklı}$$

Tablo 22: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi

Ki-Kare	4,0740
Prob	0,1304

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

χ^2 test istatistiğine ait olasılık değeri 0.05'ten büyük olması nedeniyle H_0 hipotezi reddedilememektedir. Modelde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Normal Dağılım:

H_0 :Kalıntılar normal dağılmıştır.

H_a :Kalıntılar normal dağılmamıştır.

Tablo 23: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi

JB	0,0040
Prob	0,9980

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Jarque-Bera test istatistiğinin prob. değeri 0.05'ten büyük olması sebebiyle H_0 reddedilememektedir. Hata terimleri normal dağılmaktadır.

4.4.8.4.2. Gösterge Tahvil Faizi Modelinin Yorumlanması

Kümülatif Sermaye değişkenine ait parametre tahmincisinin olasılık değeri 0.05'ten küçük olması sebebiyle parametre tahmincisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Ek 5'te görülen R^2 değerinin 0.02 gibi küçük bir değer alması modelin genel olarak yeterli olmadığını ifade etmektedir; fakat parametre tahmincisinin istatistiksel olarak anlamlı olması, iki değişken arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Sermaye miktarında meydana gelen %1'lik bir değişim, faiz oranlarında %0.13 'lük bir tepkiyle karşılanmaktadır.

4.4.9. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli

Tablo 24: Çoklu Regresyon Modeli

LDOLAR	Katsayı	Olasılık
C	9,3111	0.0000
LF	-0,6637	0.0052
LİMKB	-0,3001	0.0001
LKSER	0,0835	0.0139
LFAİZ	-0,1519	0.0197

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Modelin katsayılarının yorumlanmasından önce istatistiksel olarak anlamlılığının olması gerekmektedir. Bu nedenle modelin regresyon varsayımlarını sağlayıp sağlamadığı araştırılmalıdır.

4.4.9.1. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Regresyon Varsayımları

Otokorelasyon:

$$H_0 = \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_a = \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \neq \rho_p \neq 0$$

$$R^2 = 0.991918$$

$$n = 25$$

$$LM = 24.79795$$

$$\chi^2_{0.05,18} = 28.86930$$

χ^2 tablo değerinin hesaplanan test istatistiğinden daha büyük olması sebebiyle H_0 hipotezi reddedilemez, otokorelasyon yoktur.

Değişen Varyans:

$$H_0 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_{18}$$

$$H_a = \text{En az biri farklı}$$

$$nR^2 = 19.9069$$

$$\chi^2_{18} = 28.86930$$

χ^2 tablo değeri hesaplanan test istatistiğinden daha büyük olması sebebiyle, H_0 hipotezi reddedilememektedir. Modelde otoregresif değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Normal Dağılım:

H_0 :Kalıntılar normal dağılmıştır.

H_a :Kalıntılar normal dağılmamıştır.

Şekil 25: Çoklu Regresyon Modeli Normal Dağılım Testi

Ki-Kare	3,9200
Prob	0,1409

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Jarque-Bera test istatistiğinin prob. değeri 0.05'ten büyük olması sebebiyle H_0 reddedilememektedir. Hata terimleri normal dağılmaktadır.

4.4.9.2. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Yorumlanması

Parametre tahmincilerinin prob. değerlerinin 0.05'ten küçük olması sebebiyle test istatistikleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelin F istatistiğine ait prob değeri 0.05'ten küçük olması modelin genel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Ek 17'ye bakıldığında modelin R^2 değeri bağımlı değişken Dolar'ın, bağımsız değişkenler tarafında % 72 oranında açıklandığını ifade etmektedir.

Fon fiyatlarında meydana gelen %1'lik bir değişim, Dolar Kuru'nda ters yönde % 0.66'lık bir değişime neden olmaktadır.

IMKB-100 endeksinde meydana gelen %1'lik bir değişim, Dolar Kuru'nda ters yönlü %0.30'luk bir değişime neden olmaktadır.

Net sermaye girişinde meydana gelen %1'lik bir değişim, Dolar Kuru'nda % 0.08'lik pozitif yönlü bir değişime neden olmaktadır.

Gösterge tahvile ait faiz oranlarında meydana gelen %1'lik bir değişim, Dolar Kuru'nda ters yönlü %0.15'lik bir değişime neden olmaktadır.

SONUÇ

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

Yabancı portföy yatırımları ile dolar kuru, faiz oranı, İMKB–100 endeksi, fon fiyatları arasında yüksek bir ilişki bulunmaktadır. Piyasaların istikrarı denildiğinde ilk olarak döviz kurlarının ve faiz oranlarının istikrarı önem arz etmektedir. Bu iki değişkenin öngörülebilir olması finans piyasalarının ve reel piyasaların gelişimi için gerekli bir etkidir.

Değişkenler arasında kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Kısa dönemde yabancı portföy yatırımları diğer değişkenler üzerinde belirleyici bir rol üstlenmektedir. Yabancı Portföy Yatırımlarının kısa vadede diğer değişkenler üzerindeki etkisi aşağıda verilmiştir.

Toplam Net Sermaye Miktarı’nda meydana gelen % 1’lik bir değişim Dolar Kurunda ters yönde % 0.09 ‘luk bir etki yaratmaktadır.

Toplam Net Sermaye Miktarı’nda meydana gelen %1’lik bir değişim, Faiz Oranlarında pozitif yönde %0.13 ‘lük bir tepkiyle karşılanmaktadır.

Toplam Net Sermaye Miktarı’nda meydana gelen %1’lik bir artış, İMKB–100 Endeksinde pozitif yönde % 0.23’lük bir artışa neden olmaktadır.

Toplam Net Sermaye Miktarı’nda meydana gelen %1’lik bir değişim, A Tipi Fon Fiyatlarında pozitif yönde %0.13’lük bir değişime neden olmaktadır.

Eş Bütünleşme Analizi ile değişkenlerin uzun dönemde dengeye gelip gelmeyeceği araştırılmıştır. Yabancı Portföy Yatırımları ile diğer değişkenlerin eş bütünleşen olup olmadıkları incelenmiş ve Faiz, A Tipi Fon Fiyatları, Dolar Kuru değişkenlerinin Kümülatif Net Sermaye Miktarı ile eş bütünleşen oldukları görülmüştür. Bu durum yabancı sermaye miktarı ile bu değişkenler arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak ekonomik göstergelerin kısa ve uzun vadede yurtdışı portföy yatırımlarından etkilendikleri görülmüştür.

EKLER

Ek1: Dolar ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

Dependent Variable: LDOLAR

Method: Least Squares

Date: 05/06/10 Time: 20:03

Sample: 2005M12 2009M06

Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.230443	0.462145	4.826284	0.0000
LKSER	-0.090069	0.021737	-4.143608	0.0002
R-squared	0.295163	Mean dependent var	0.316349	
Adjusted R-squared	0.277972	S.D. dependent var	0.106507	
S.E. of regression	0.090502	Akaike info criterion	-1.921505	
Sum squared resid	0.335812	Schwarz criterion	-1.839589	
Log likelihood	43.31236	F-statistic	17.16949	
Durbin-Watson stat	0.310351	Prob(F-statistic)	0.000167	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 2: Dolar ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi

Dependent Variable: U1
Method: Least Squares
Date: 05/06/10 Time: 20:21
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.365070	1.452222	-0.251387	0.8115
LKSER	0.017208	0.068115	0.252629	0.8106
U1(-1)	0.651537	0.474846	1.372102	0.2284
U1(-2)	-0.589215	0.576367	-1.022290	0.3535
U1(-3)	0.003475	0.686433	0.005063	0.9962
U1(-4)	0.001191	0.704962	0.001689	0.9987
U1(-5)	0.280395	0.691799	0.405313	0.7020
U1(-6)	-0.667198	0.753929	-0.884961	0.4167
U1(-7)	0.946673	0.780653	1.212669	0.2794
U1(-8)	-0.661873	0.864966	-0.765201	0.4787
U1(-9)	0.412394	0.886088	0.465410	0.6612
U1(-10)	-0.140413	0.988404	-0.142061	0.8926
U1(-11)	0.513632	1.054806	0.486944	0.6469
U1(-12)	-1.142574	0.883434	-1.293333	0.2524
U1(-13)	-0.003566	0.901730	-0.003954	0.9970
U1(-14)	-0.027593	0.845550	-0.032634	0.9752
U1(-15)	0.011797	0.850044	0.013878	0.9895
U1(-16)	-0.644631	0.759399	-0.848870	0.4347
U1(-17)	0.013575	0.729289	0.018614	0.9859
U1(-18)	-0.129930	0.564174	-0.230302	0.8270
R-squared	0.940949	Mean dependent var	-0.012304	
Adjusted R-squared	0.716553	S.D. dependent var	0.098140	
S.E. of regression	0.052249	Akaike info criterion	-3.075011	
Sum squared resid	0.013650	Schwarz criterion	-2.099910	
Log likelihood	58.43764	F-statistic	4.193259	
Durbin-Watson stat	1.555525	Prob(F-statistic)	0.059483	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 3: Dolar ve Kümülatif Sermaye Otoregresif Değişen Varyans Testi

Dependent Variable: U12

Method: Least Squares

Date: 05/06/10 Time: 21:48

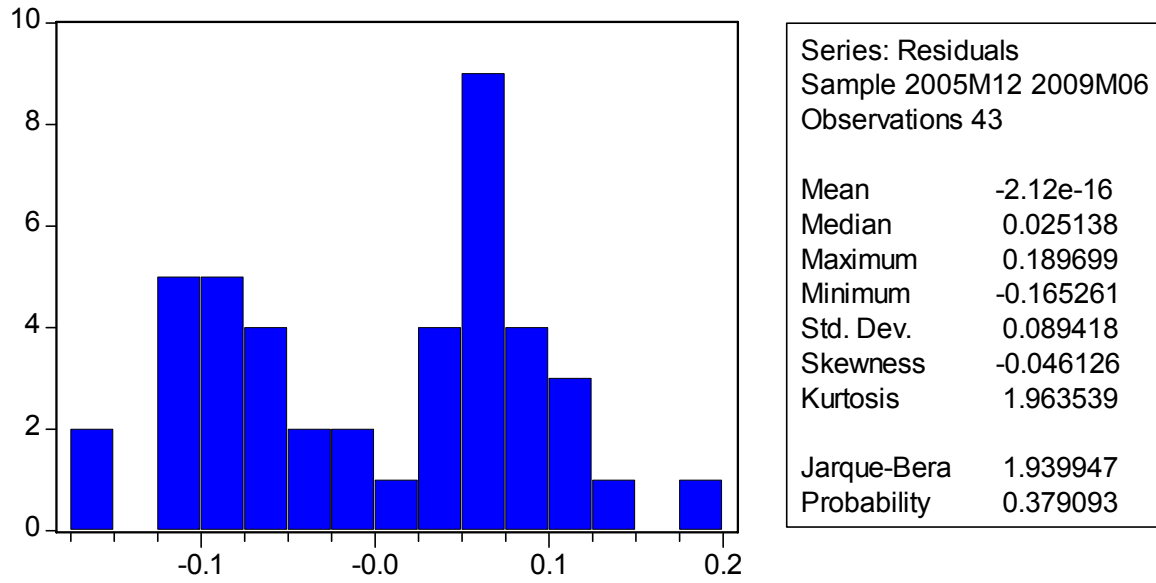
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06

Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U12(-1)	0.709489	0.375609	1.888905	0.1008
U12(-2)	-0.173242	0.460478	-0.376221	0.7179
U12(-3)	0.073206	0.454868	0.160940	0.8767
U12(-4)	0.306459	0.415373	0.737792	0.4846
U12(-5)	-1.195349	0.403246	-2.964316	0.0210
U12(-6)	1.276971	0.604189	2.113531	0.0724
U12(-7)	0.113006	0.775470	0.145726	0.8882
U12(-8)	-0.106570	0.753896	-0.141359	0.8916
U12(-9)	0.665561	0.800883	0.831033	0.4334
U12(-10)	-1.445426	0.935822	-1.544551	0.1664
U12(-11)	0.953102	1.089477	0.874825	0.4107
U12(-12)	-0.324033	1.042531	-0.310814	0.7650
U12(-13)	0.674325	1.000429	0.674036	0.5219
U12(-14)	-0.267817	0.990106	-0.270493	0.7946
U12(-15)	-0.788468	0.938226	-0.840382	0.4285
U12(-16)	0.606057	0.935753	0.647668	0.5379
U12(-17)	0.158008	0.858952	0.183955	0.8593
U12(-18)	-0.071514	0.746869	-0.095751	0.9264
R-squared	0.804403	Mean dependent var	0.009398	
Adjusted R-squared	0.329381	S.D. dependent var	0.009674	
S.E. of regression	0.007922	Akaike info criterion	-6.671351	
Sum squared resid	0.000439	Schwarz criterion	-5.793761	
Log likelihood	101.3919	Durbin-Watson stat	2.047277	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 4: Dolar ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi



E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 5: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

Dependent Variable: LFAIZ
Method: Least Squares
Date: 05/08/10 Time: 18:19
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LKSER	0.134416	0.001264	106.3678	0.0000
R-squared	0.016275	Mean dependent var	2.857698	
Adjusted R-squared	0.016275	S.D. dependent var	0.177630	
S.E. of regression	0.176179	Akaike info criterion	-0.611653	
Sum squared resid	1.303638	Schwarz criterion	-0.570694	
Log likelihood	14.15053	Durbin-Watson stat	0.346491	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 6: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi

Dependent Variable: U2
Method: Least Squares
Date: 05/08/10 Time: 18:33
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LKSER	0.000939	0.001266	0.741751	0.4862
U2(-1)	1.236023	0.314176	3.934172	0.0677
U2(-2)	-0.824597	0.498389	-1.654525	0.1491
U2(-3)	-0.470082	0.574747	-0.817894	0.4447
U2(-4)	1.221694	0.433868	2.815820	0.0505
U2(-5)	-1.603695	0.452353	-3.545231	0.0721
U2(-6)	0.491994	0.623129	0.789555	0.4598
U2(-7)	0.462812	0.583027	0.793809	0.4575
U2(-8)	-1.788723	0.550972	-3.246484	0.0875
U2(-9)	2.009925	0.823322	2.441239	0.0504
U2(-10)	-0.266181	0.942525	-0.282412	0.7871
U2(-11)	-1.502545	0.844370	-1.779486	0.1255
U2(-12)	0.749238	0.722665	1.036771	0.3398
U2(-13)	-0.965062	0.725345	-1.330487	0.2317
U2(-14)	1.008948	0.826772	1.220346	0.2681
U2(-15)	-0.915650	0.871517	-1.050639	0.3339
U2(-16)	0.351082	0.910846	0.385446	0.7132
U2(-17)	0.267230	0.744973	0.358711	0.7321
U2(-18)	-0.600681	0.479168	-1.253592	0.2566
R-squared	0.955930	Mean dependent var	-0.031212	
Adjusted R-squared	0.823718	S.D. dependent var	0.190728	
S.E. of regression	0.080079	Akaike info criterion	-2.118726	
Sum squared resid	0.038476	Schwarz criterion	-1.192381	
Log likelihood	45.48408	Durbin-Watson stat	2.877214	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 7: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye White Testi

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.093176	Prob. F(2,40)	0.136596
Obs*R-squared	4.073954	Prob. Chi-Square(2)	0.130422

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/08/10 Time: 18:38

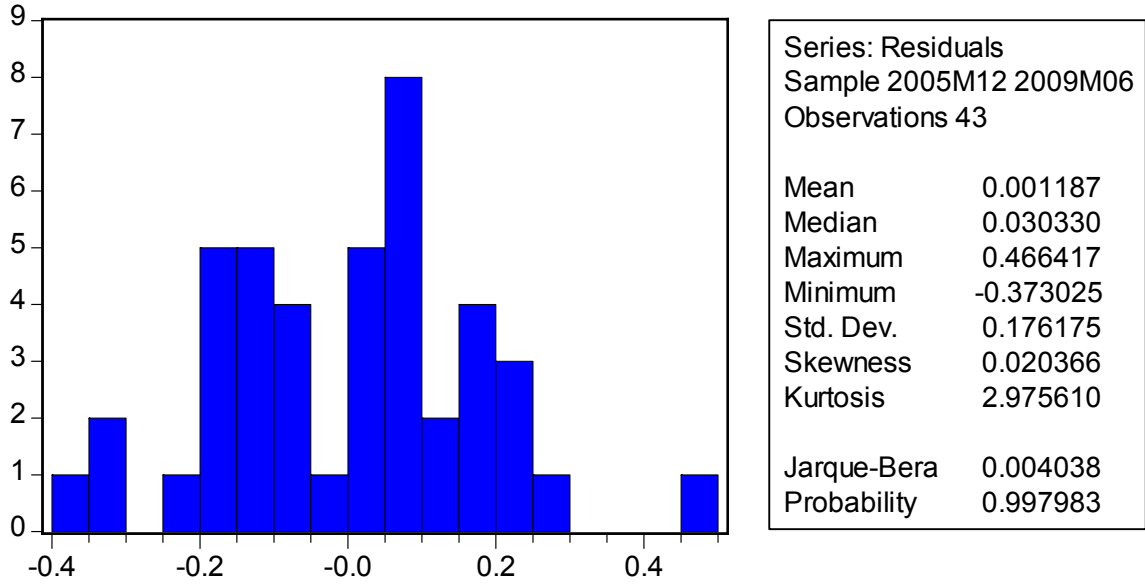
Sample: 2005M12 2009M06

Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.219614	6.945480	-1.039470	0.3048
LKSER	0.704595	0.657839	1.071074	0.2906
LKSER^2	-0.017087	0.015566	-1.097708	0.2789
R-squared	0.094743	Mean dependent var		0.030317
Adjusted R-squared	0.049480	S.D. dependent var		0.043123
S.E. of regression	0.042043	Akaike info criterion		-3.433048
Sum squared resid	0.070704	Schwarz criterion		-3.310173
Log likelihood	76.81052	F-statistic		2.093176
Durbin-Watson stat	1.257344	Prob(F-statistic)		0.136596

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 8: Gösterge Tahvil Faizi ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi



E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 9: IMKB ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

Dependent Variable: LIMKB
Method: Least Squares
Date: 05/09/10 Time: 13:55
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.610039	0.832915	6.735425	0.0000
LKSER	0.233582	0.039176	5.962354	0.0000
R-squared	0.464400	Mean dependent var	10.57396	
Adjusted R-squared	0.451337	S.D. dependent var	0.220204	
S.E. of regression	0.163109	Akaike info criterion	-0.743398	
Sum squared resid	1.090789	Schwarz criterion	-0.661482	
Log likelihood	17.98307	F-statistic	35.54967	
Durbin-Watson stat	0.433368	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 10: IMKB ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi

Dependent Variable: U4
Method: Least Squares
Date: 05/09/10 Time: 13:58
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.538947	2.848773	1.944327	0.1095
LKSER	-0.265613	0.135499	-1.960256	0.1073
U4(-1)	0.826171	0.378709	2.181543	0.0810
U4(-2)	0.176681	0.535013	0.330237	0.7546
U4(-3)	0.336343	0.774281	0.434394	0.6821
U4(-4)	0.367119	0.695683	0.527710	0.6203
U4(-5)	0.194084	0.849944	0.228349	0.8284
U4(-6)	-0.360201	0.768689	-0.468590	0.6591
U4(-7)	1.037878	1.069905	0.970065	0.3766
U4(-8)	0.915776	0.771574	1.186893	0.2886
U4(-9)	-0.125361	0.904724	-0.138563	0.8952
U4(-10)	0.251175	1.217593	0.206288	0.8447
U4(-11)	-0.376365	0.931760	-0.403928	0.7030
U4(-12)	-0.809554	1.580678	-0.512157	0.6304
U4(-13)	-0.349932	0.957784	-0.365356	0.7298
U4(-14)	1.249432	1.187580	1.052083	0.3409
U4(-15)	-0.610402	0.640126	-0.953564	0.3841
U4(-16)	-0.415666	0.883426	-0.470516	0.6578
U4(-17)	0.216939	0.654131	0.331644	0.7536
U4(-18)	1.825260	0.879313	2.075780	0.0926
R-squared	0.954327	Mean dependent var	-0.044109	
Adjusted R-squared	0.780771	S.D. dependent var	0.162891	
S.E. of regression	0.076269	Akaike info criterion	-2.318543	
Sum squared resid	0.029085	Schwarz criterion	-1.343442	
Log likelihood	48.98178	F-statistic	5.498666	
Durbin-Watson stat	2.323695	Prob(F-statistic)	0.033970	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 11: IMKB ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi

Dependent Variable: U42

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 14:16

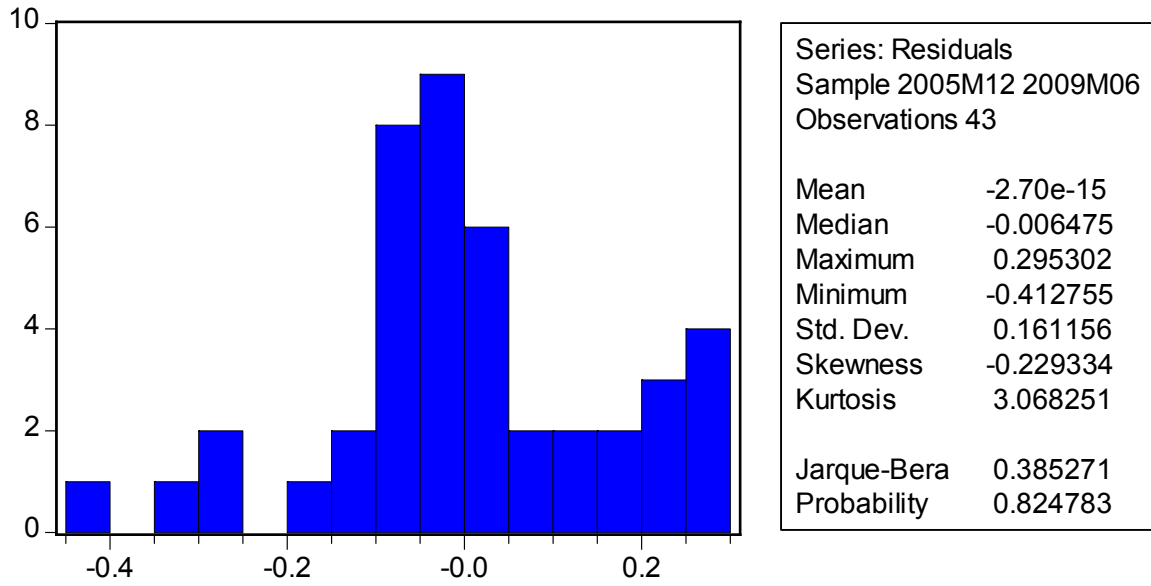
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06

Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U42(-1)	0.711605	0.353211	2.014676	0.0838
U42(-2)	-0.588056	0.373368	-1.575003	0.1593
U42(-3)	0.426455	0.395346	1.078688	0.3165
U42(-4)	0.566245	0.497850	1.137382	0.2928
U42(-5)	-0.120946	0.543732	-0.222438	0.8303
U42(-6)	-0.214850	0.478100	-0.449382	0.6667
U42(-7)	-0.063020	0.490050	-0.128599	0.9013
U42(-8)	0.502334	0.556580	0.902537	0.3968
U42(-9)	0.016915	0.640540	0.026407	0.9797
U42(-10)	-1.142918	0.620889	-1.840776	0.1082
U42(-11)	1.813962	0.767260	2.364208	0.0500
U42(-12)	-0.199365	0.899356	-0.221675	0.8309
U42(-13)	0.194106	0.685308	0.283240	0.7852
U42(-14)	-0.394162	0.660980	-0.596330	0.5697
U42(-15)	0.696929	0.625037	1.115021	0.3017
U42(-16)	-0.612160	0.555711	-1.101581	0.3071
U42(-17)	0.741174	0.598716	1.237939	0.2556
U42(-18)	-0.434609	0.459655	-0.945513	0.3759
R-squared	0.788112	Mean dependent var	0.027418	
Adjusted R-squared	0.273526	S.D. dependent var	0.041491	
S.E. of regression	0.035364	Akaike info criterion	-3.679218	
Sum squared resid	0.008754	Schwarz criterion	-2.801627	
Log likelihood	63.99023	Durbin-Watson stat	1.539368	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 12: IMKB ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi



E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 13: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Regresyon Modeli

Dependent Variable: LF
Method: Least Squares
Date: 05/09/10 Time: 19:27
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.827734	0.287696	27.20839	0.0000
LKSER	0.139505	0.013532	10.30949	0.0000
R-squared	0.721629	Mean dependent var	10.79241	
Adjusted R-squared	0.714840	S.D. dependent var	0.105503	
S.E. of regression	0.056339	Akaike info criterion	-2.869457	
Sum squared resid	0.130138	Schwarz criterion	-2.787540	
Log likelihood	63.69332	F-statistic	106.2856	
Durbin-Watson stat	1.196618	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 14: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Otokorelasyon Testi

Dependent Variable: U5
Method: Least Squares
Date: 05/09/10 Time: 19:30
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.192909	0.557863	5.723463	0.0023
LKSER	-0.149194	0.026229	-5.688211	0.0023
U5(-1)	-0.282831	0.175439	-1.612137	0.1678
U5(-2)	-0.126652	0.170864	-0.741242	0.4919
U5(-3)	-0.639156	0.251352	-2.542876	0.0517
U5(-4)	-0.125137	0.215855	-0.579724	0.5872
U5(-5)	0.119003	0.178597	0.666322	0.5347
U5(-6)	-0.538595	0.197400	-2.728450	0.0414
U5(-7)	-0.025265	0.209599	-0.120539	0.9087
U5(-8)	0.714616	0.277629	2.573991	0.0598
U5(-9)	0.022057	0.261329	0.084402	0.9360
U5(-10)	-0.595752	0.312807	-1.904534	0.1152
U5(-11)	-0.347863	0.285622	-1.217916	0.2776
U5(-12)	-0.679605	0.252839	-2.687901	0.0534
U5(-13)	-0.660025	0.247391	-2.667945	0.0545
U5(-14)	-0.356531	0.212218	-1.680018	0.1538
U5(-15)	-0.237143	0.218140	-1.087116	0.3266
U5(-16)	-0.338090	0.215152	-1.571400	0.1769
U5(-17)	-0.251738	0.206373	-1.219824	0.2769
U5(-18)	-0.129256	0.184311	-0.701293	0.5144
R-squared	0.959401	Mean dependent var	0.018177	
Adjusted R-squared	0.805127	S.D. dependent var	0.054094	
S.E. of regression	0.023879	Akaike info criterion	-4.641045	
Sum squared resid	0.002851	Schwarz criterion	-3.665944	
Log likelihood	78.01306	F-statistic	6.218794	
Durbin-Watson stat	2.091615	Prob(F-statistic)	0.026105	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 15: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Değişen Varyans Testi

Dependent Variable: U52

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 19:36

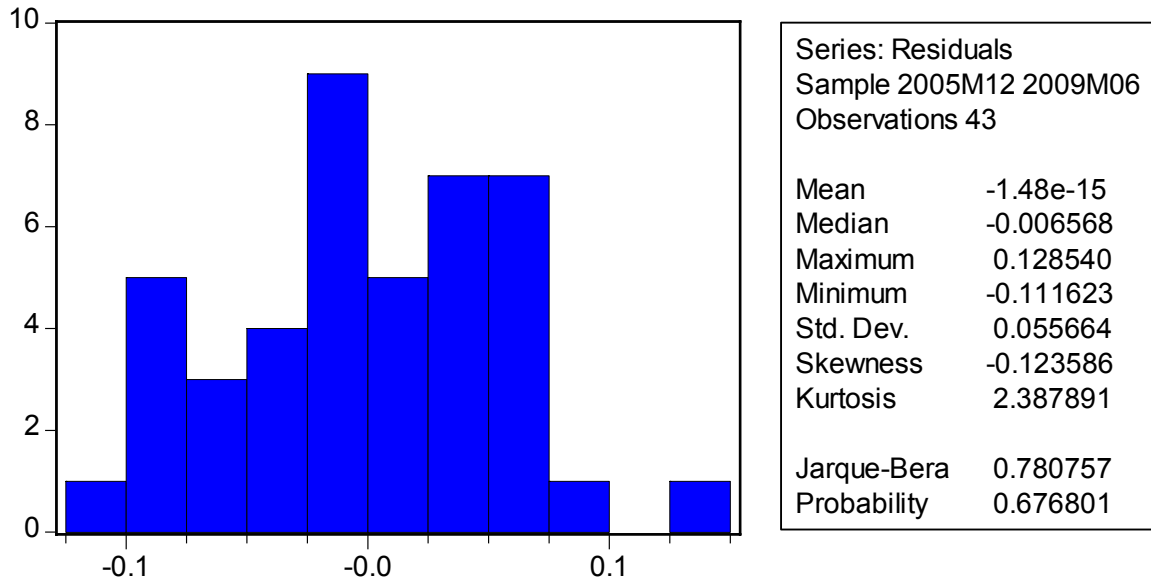
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06

Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U52(-1)	0.046191	0.274989	0.167972	0.8714
U52(-2)	0.164825	0.272372	0.605144	0.5642
U52(-3)	-0.292389	0.278056	-1.051544	0.3279
U52(-4)	-0.222568	0.278411	-0.799422	0.4503
U52(-5)	0.028163	0.267014	0.105474	0.9190
U52(-6)	0.115686	0.268130	0.431453	0.6791
U52(-7)	-0.162401	0.271208	-0.598805	0.5682
U52(-8)	0.037240	0.271378	0.137224	0.8947
U52(-9)	0.214811	0.251570	0.853882	0.4214
U52(-10)	-0.200393	0.261967	-0.764955	0.4693
U52(-11)	0.203350	0.259815	0.782673	0.4595
U52(-12)	0.014891	0.223178	0.066724	0.9487
U52(-13)	0.112757	0.224517	0.502220	0.6309
U52(-14)	0.109619	0.221565	0.494748	0.6359
U52(-15)	0.285414	0.225385	1.266341	0.2459
U52(-16)	0.026647	0.235320	0.113237	0.9130
U52(-17)	-0.182942	0.240824	-0.759649	0.4723
U52(-18)	0.642452	0.240334	2.673166	0.1319
R-squared	0.693025	Mean dependent var	0.003139	
Adjusted R-squared	-0.052486	S.D. dependent var	0.003774	
S.E. of regression	0.003872	Akaike info criterion	-8.103065	
Sum squared resid	0.000105	Schwarz criterion	-7.225475	
Log likelihood	119.2883	Durbin-Watson stat	1.606707	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 16: A Tipi Fon ve Kümülatif Sermaye Normal Dağılım Testi



E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 17: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli

Dependent Variable: LDOLAR
Method: Least Squares
Date: 05/09/10 Time: 20:24
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.311089	1.658708	5.613458	0.0000
LF	-0.663664	0.223694	-2.966844	0.0052
LIMKB	-0.300086	0.067311	-4.458168	0.0001
LKSER	0.083525	0.032394	2.578385	0.0139
LFAIZ	-0.151915	0.062396	-2.434700	0.0197
R-squared	0.722974	Mean dependent var	0.316349	
Adjusted R-squared	0.693813	S.D. dependent var	0.106507	
S.E. of regression	0.058935	Akaike info criterion	-2.715825	
Sum squared resid	0.131986	Schwarz criterion	-2.511034	
Log likelihood	63.39024	F-statistic	24.79281	
Durbin-Watson stat	0.626534	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 18: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Otokorelasyon Testi

Dependent Variable: U6
Method: Least Squares
Date: 05/10/10 Time: 20:24
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-15.46864	2.898693	-5.336418	0.0334
LIMKB	-0.779739	0.212103	-3.676228	0.0667
LF	2.347004	0.466818	5.027668	0.0374
LFAIZ	0.555034	0.216833	2.559726	0.1247
LKSER	-0.153332	0.024541	-6.248025	0.0247
U6(-1)	0.859708	0.166614	5.159878	0.0506
U6(-2)	0.185474	0.154321	1.201875	0.3524
U6(-3)	0.370013	0.234635	1.576973	0.2555
U6(-4)	0.616695	0.226169	2.726705	0.1123
U6(-5)	0.273264	0.303895	0.899205	0.4634
U6(-6)	0.279368	0.166405	1.678846	0.2352
U6(-7)	-0.153103	0.153082	-1.000141	0.4226
U6(-8)	-0.151148	0.162236	-0.931651	0.4499
U6(-9)	0.014724	0.197311	0.074621	0.9473
U6(-10)	-0.556755	0.400397	-1.390508	0.2989
U6(-11)	-0.239338	0.332984	-0.718765	0.5469
U6(-12)	0.284506	0.189332	1.502687	0.2718
U6(-13)	0.204293	0.324141	0.630259	0.5929
U6(-14)	-0.069084	0.255238	-0.270663	0.8120
U6(-15)	0.243008	0.225587	1.077228	0.3941
U6(-16)	0.059397	0.228426	0.260027	0.8192
U6(-17)	-0.011282	0.195795	-0.057623	0.9593
U6(-18)	0.174729	0.218133	0.801020	0.5072
R-squared	0.991918	Mean dependent var	-0.017681	
Adjusted R-squared	0.903012	S.D. dependent var	0.059394	
S.E. of regression	0.018497	Akaike info criterion	-5.828125	
Sum squared resid	0.000684	Schwarz criterion	-4.706759	
Log likelihood	95.85156	F-statistic	11.15691	
Durbin-Watson stat	3.298074	Prob(F-statistic)	0.085399	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 19: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Değişen Varyans Testi

Dependent Variable: U62

Method: Least Squares

Date: 05/10/10 Time: 20:29

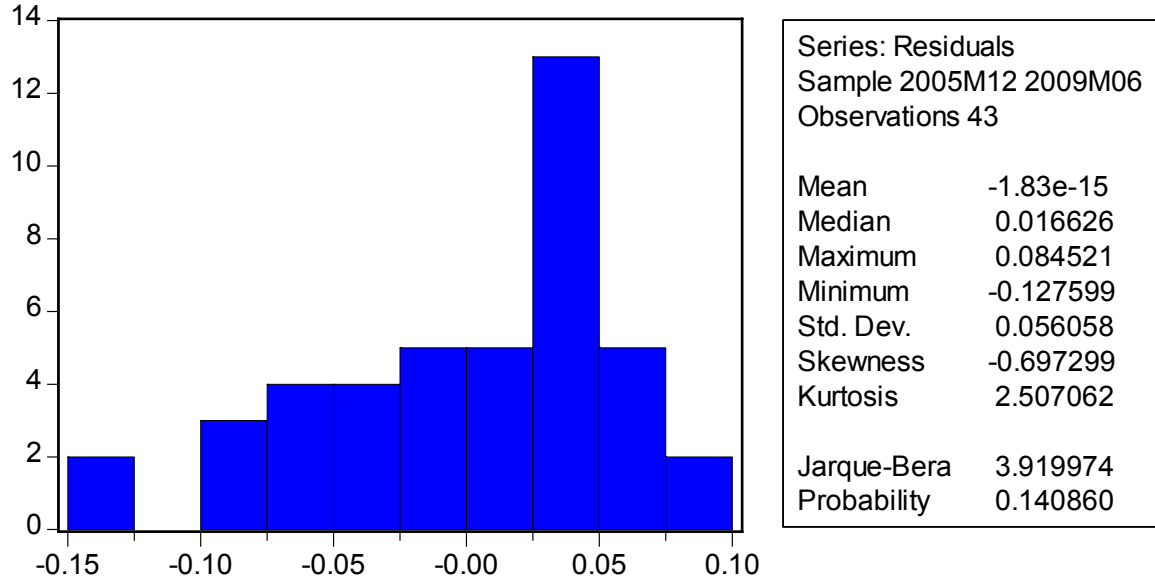
Sample (adjusted): 2007M06 2009M06

Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U62(-1)	1.250824	0.334362	3.740931	0.0073
U62(-2)	-0.813080	0.483794	-1.680634	0.1367
U62(-3)	0.171526	0.469145	0.365615	0.7255
U62(-4)	0.068342	0.444182	0.153860	0.8821
U62(-5)	0.155344	0.416583	0.372901	0.7203
U62(-6)	-0.034026	0.396517	-0.085811	0.9340
U62(-7)	-0.406662	0.400211	-1.016118	0.3434
U62(-8)	0.426607	0.405447	1.052189	0.3277
U62(-9)	-0.452543	0.421499	-1.073653	0.3186
U62(-10)	-0.043748	0.423062	-0.103408	0.9205
U62(-11)	0.374309	0.353989	1.057403	0.3254
U62(-12)	-0.237374	0.378102	-0.627805	0.5501
U62(-13)	0.264847	0.480403	0.551301	0.5986
U62(-14)	0.327827	0.474692	0.690609	0.5121
U62(-15)	-0.252730	0.494286	-0.511303	0.6249
U62(-16)	0.435072	0.445202	0.977247	0.3610
U62(-17)	-0.421153	0.481345	-0.874952	0.4106
U62(-18)	0.720170	0.507890	1.417964	0.1991
R-squared	0.796276	Mean dependent var	0.003699	
Adjusted R-squared	0.301519	S.D. dependent var	0.004652	
S.E. of regression	0.003888	Akaike info criterion	-8.094650	
Sum squared resid	0.000106	Schwarz criterion	-7.217060	
Log likelihood	119.1831	Durbin-Watson stat	1.979642	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 20: Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Normal Dağılım Testi



E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 21: Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

Dependent Variable: LDOLAR
Method: Least Squares
Date: 05/10/10 Time: 21:09
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.230443	0.462145	4.826284	0.0000
LKSER	-0.090069	0.021737	-4.143608	0.0002
R-squared	0.295163	Mean dependent var	0.316349	
Adjusted R-squared	0.277972	S.D. dependent var	0.106507	
S.E. of regression	0.090502	Akaike info criterion	-1.921505	
Sum squared resid	0.335812	Schwarz criterion	-1.839589	
Log likelihood	43.31236	F-statistic	17.16949	
Durbin-Watson stat	0.310351	Prob(F-statistic)	0.000167	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 22: Dolar Kuru Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi Korelogramı

Date: 05/10/10 Time: 21:19

Sample: 2005M12 2009M06

Included observations: 41

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1 0.054	0.054	0.1264	0.722
** .	** .	2 -0.207	-0.210	2.0608	0.357
. .	. .	3 0.031	0.058	2.1053	0.551
. *	. *	4 0.113	0.067	2.7139	0.607
. *	. *	5 0.166	0.182	4.0704	0.539
. *	. *	6 -0.065	-0.058	4.2859	0.638
. .	. *	7 0.030	0.108	4.3328	0.741
. .	. *	8 -0.036	-0.108	4.4003	0.819
. .	. *	9 0.043	0.071	4.5045	0.875
. *	** .	10 -0.099	-0.192	5.0609	0.887
. *	. .	11 -0.069	0.009	5.3420	0.913
. *	. *	12 -0.064	-0.180	5.5907	0.935
** .	. *	13 -0.205	-0.167	8.2363	0.828
. *	. .	14 0.082	0.053	8.6758	0.851
. .	. *	15 -0.042	-0.064	8.7951	0.888
** .	. *	16 -0.215	-0.173	12.042	0.741
. *	. .	17 -0.118	-0.051	13.061	0.732
. *	** .	18 -0.122	-0.197	14.208	0.715
. .	. .	19 0.065	0.059	14.548	0.751
. .	. *	20 -0.054	-0.104	14.790	0.788

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 23: Dolar Kuru Hata Terimleri Birim Kök Testi

Null Hypothesis: U7 has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.311705	0.0218
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(U7)

Method: Least Squares

Date: 05/10/10 Time: 21:18

Sample (adjusted): 2006M02 2009M06

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U7(-1)	-0.206844	0.089477	-2.311705	0.0262
D(U7(-1))	0.275177	0.154909	1.776376	0.0835
R-squared	0.137310	Mean dependent var		0.004925
Adjusted R-squared	0.115190	S.D. dependent var		0.050742
S.E. of regression	0.047730	Akaike info criterion		-3.198954
Sum squared resid	0.088849	Schwarz criterion		-3.115365
Log likelihood	67.57856	Durbin-Watson stat		1.866672

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 24: A Tipi Fon Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

Dependent Variable: LF
Method: Least Squares
Date: 05/14/10 Time: 12:39
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.827734	0.287696	27.20839	0.0000
LKSER	0.139505	0.013532	10.30949	0.0000
R-squared	0.721629	Mean dependent var	10.79241	
Adjusted R-squared	0.714840	S.D. dependent var	0.105503	
S.E. of regression	0.056339	Akaike info criterion	-2.869457	
Sum squared resid	0.130138	Schwarz criterion	-2.787540	
Log likelihood	63.69332	F-statistic	106.2856	
Durbin-Watson stat	1.196618	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 25: A Tipi Fon Hata Terimleri Birim Kök Testi

Null Hypothesis: U9 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.933957	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(U9)

Method: Least Squares

Date: 05/22/10 Time: 15:46

Sample (adjusted): 2006M02 2009M06

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U9(-1)	-1.087517	0.156839	-6.933957	0.0000
C	0.003144	0.008131	0.386685	0.7011
R-squared	0.552135	Mean dependent var	-0.001004	
Adjusted R-squared	0.540651	S.D. dependent var	0.076607	
S.E. of regression	0.051921	Akaike info criterion	-3.030641	
Sum squared resid	0.105135	Schwarz criterion	-2.947052	
Log likelihood	64.12815	F-statistic	48.07976	
Durbin-Watson stat	2.038976	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 26: A Tipi Fon Korelogramı

Date: 05/22/10 Time: 15:49

Sample: 2005M12 2009M06

Included observations: 42

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. * .	. * .	1	-0.087	-0.087	0.3396	0.560
. * .	. * .	2	-0.080	-0.088	0.6366	0.727
. .	. .	3	0.041	0.026	0.7144	0.870
. .	. .	4	0.018	0.018	0.7310	0.947
. * .	. * .	5	0.173	0.185	2.2256	0.817
** .	. * .	6	-0.197	-0.170	4.2101	0.648
. * .	. * .	7	-0.081	-0.089	4.5571	0.714
. .	. * .	8	-0.035	-0.101	4.6227	0.797
. * .	. * .	9	0.103	0.099	5.2208	0.815
. .	. .	10	0.017	0.013	5.2374	0.875
. * .	. * .	11	-0.148	-0.063	6.5505	0.834
. .	. .	12	0.048	0.016	6.6940	0.877
. * .	** .	13	-0.161	-0.209	8.3378	0.821
. .	. * .	14	0.006	-0.075	8.3401	0.871
. * .	. * .	15	-0.058	-0.080	8.5712	0.899
** .	. * .	16	-0.190	-0.149	11.141	0.801
. .	. .	17	0.059	-0.008	11.394	0.835
. * .	** .	18	-0.180	-0.194	13.890	0.736
. * .	. .	19	0.123	0.054	15.107	0.716
. .	. .	20	0.057	0.034	15.381	0.754

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 27: İMKB Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

Dependent Variable: LIMKB
Method: Least Squares
Date: 05/22/10 Time: 15:59
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.610039	0.832915	6.735425	0.0000
LKSER	0.233582	0.039176	5.962354	0.0000
R-squared	0.464400	Mean dependent var	10.57396	
Adjusted R-squared	0.451337	S.D. dependent var	0.220204	
S.E. of regression	0.163109	Akaike info criterion	-0.743398	
Sum squared resid	1.090789	Schwarz criterion	-0.661482	
Log likelihood	17.98307	F-statistic	35.54967	
Durbin-Watson stat	0.433368	Prob(F-statistic)	0.000000	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 28: İMKB Hata Terimleri Birim Kök Testi

Null Hypothesis: U12 has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.180976	0.4868
Test critical values: 1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(U12)
 Method: Least Squares
 Date: 05/22/10 Time: 16:06
 Sample (adjusted): 2006M03 2009M06
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U12(-1)	-0.327538	0.150179	-2.180976	0.0360
D(U12(-1))	0.161716	0.157827	1.024638	0.3126
D(U12(-2))	-0.315464	0.163148	-1.933604	0.0613
C	0.029040	0.042961	0.675951	0.5035
@TREND(2005M12)	-0.001964	0.001777	-1.105453	0.2765
R-squared	0.322256	Mean dependent var	-0.009751	
Adjusted R-squared	0.244799	S.D. dependent var	0.109196	
S.E. of regression	0.094893	Akaike info criterion	-1.755656	
Sum squared resid	0.315167	Schwarz criterion	-1.544546	
Log likelihood	40.11312	F-statistic	4.160476	
Durbin-Watson stat	2.020128	Prob(F-statistic)	0.007342	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 29: Gösterge Tahvil Faizi Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi

Dependent Variable: LFAIZ
Method: Least Squares
Date: 06/09/10 Time: 22:34
Sample: 2005M12 2009M06
Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LKSER	0.134416	0.001264	106.3678	0.0000
R-squared	0.016275	Mean dependent var	2.857698	
Adjusted R-squared	0.016275	S.D. dependent var	0.177630	
S.E. of regression	0.176179	Akaike info criterion	-0.611653	
Sum squared resid	1.303638	Schwarz criterion	-0.570694	
Log likelihood	14.15053	Durbin-Watson stat	0.346491	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 30: Gösterge Tahvil Faizi Hata Terimleri Birim Kök Testi

Null Hypothesis: U11 has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.011140	0.0436
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(U11)

Method: Least Squares

Date: 05/14/10 Time: 13:21

Sample (adjusted): 2006M02 2009M06

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U11(-1)	-0.195329	0.097124	-2.011140	0.0513
D(U11(-1))	0.284991	0.161829	1.761061	0.0861
R-squared	0.116719	Mean dependent var	-0.004354	
Adjusted R-squared	0.094070	S.D. dependent var	0.097949	
S.E. of regression	0.093228	Akaike info criterion	-1.859977	
Sum squared resid	0.338970	Schwarz criterion	-1.776388	
Log likelihood	40.12953	Durbin-Watson stat	1.895965	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 31: Gösterge Tahvil Faizi Ortak Bütünleme Regresyon Denklemi Korelogramı

Date: 06/09/10 Time: 22:39

Sample: 2005M12 2009M06

Included observations: 42

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
. *.	. *.	1 0.163	0.163	1.1906	0.275
** .	** .	2 -0.238	-0.272	3.8149	0.148
. .	. *.	3 0.036	0.144	3.8775	0.275
. ***	. **	4 0.339	0.266	9.4804	0.050
. .	. *.	5 -0.014	-0.123	9.4905	0.091
* .	. .	6 -0.120	0.053	10.235	0.115
. .	* .	7 -0.041	-0.103	10.323	0.171
* .	** .	8 -0.100	-0.228	10.870	0.209
* .	. .	9 -0.100	-0.003	11.428	0.248
* .	* .	10 -0.066	-0.106	11.678	0.307
. .	. .	11 -0.045	-0.010	11.796	0.379
* .	* .	12 -0.188	-0.122	13.984	0.302
* .	* .	13 -0.172	-0.143	15.872	0.256
. *.	. *.	14 0.068	0.117	16.173	0.303
. .	* .	15 -0.035	-0.183	16.256	0.365
* .	. .	16 -0.129	0.010	17.447	0.357
. .	. .	17 -0.007	0.056	17.451	0.424
. *.	. .	18 0.138	-0.046	18.925	0.396
. .	. *.	19 0.031	0.089	19.004	0.457
. .	. .	20 0.026	0.010	19.060	0.518

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 32: Kümülatif Sermaye Miktarı Durağanlığının Sınanması

Null Hypothesis: D(LKSER) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.607680	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LKSER,2)

Method: Least Squares

Date: 06/09/10 Time: 22:53

Sample (adjusted): 2006M02 2009M06

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LKSER(-1))	-0.867470	0.154693	-5.607680	0.0000
R-squared	0.439936	Mean dependent var	-0.007750	
Adjusted R-squared	0.439936	S.D. dependent var	0.413455	
S.E. of regression	0.309419	Akaike info criterion	0.515848	
Sum squared resid	3.829610	Schwarz criterion	0.557643	
Log likelihood	-9.574892	Durbin-Watson stat	1.908900	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 33: Dolar Kuru Durağanlığının Sınanması

Null Hypothesis: D(LDOLAR) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.482628	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LDOLAR,2)

Method: Least Squares

Date: 06/09/10 Time: 22:53

Sample (adjusted): 2006M02 2009M06

Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LDOLAR(-1))	-0.668086	0.149039	-4.482628	0.0001
R-squared	0.334371	Mean dependent var		0.000135
Adjusted R-squared	0.334371	S.D. dependent var		0.054172
S.E. of regression	0.044197	Akaike info criterion		-3.376223
Sum squared resid	0.078136	Schwarz criterion		-3.334429
Log likelihood	70.21257	Durbin-Watson stat		1.781289

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 34: A Tipi Fon Durağanlığının Sınanması

Null Hypothesis: D(LF) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.250705	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LF,2)
Method: Least Squares
Date: 06/09/10 Time: 22:52
Sample (adjusted): 2006M02 2009M06
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LF(-1))	-0.963884	0.154204	-6.250705	0.0000
R-squared	0.493974	Mean dependent var		-0.001264
Adjusted R-squared	0.493974	S.D. dependent var		0.073422
S.E. of regression	0.052229	Akaike info criterion		-3.042264
Sum squared resid	0.109115	Schwarz criterion		-3.000470
Log likelihood	63.36641	Durbin-Watson stat		2.024463

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 35: İMKB'nin Durağanlığının Sınanması

Null Hypothesis: D(LIMKB) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.773968	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIMKB,2)
Method: Least Squares
Date: 06/09/10 Time: 22:53
Sample (adjusted): 2006M02 2009M06
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIMKB(-1))	-0.704278	0.147525	-4.773968	0.0000
R-squared	0.362724	Mean dependent var	-0.001969	
Adjusted R-squared	0.362724	S.D. dependent var	0.102898	
S.E. of regression	0.082143	Akaike info criterion	-2.136628	
Sum squared resid	0.269897	Schwarz criterion	-2.094834	
Log likelihood	44.80087	Durbin-Watson stat	1.890242	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 36: Gösterge Tahvil Faizi Durağanlığının Sınanması

Null Hypothesis: D(LFAIZ) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.563088	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LFAIZ,2)
Method: Least Squares
Date: 06/09/10 Time: 22:48
Sample (adjusted): 2006M02 2009M06
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LFAIZ(-1))	-0.874053	0.157117	-5.563088	0.0000
R-squared	0.436194	Mean dependent var	-0.000565	
Adjusted R-squared	0.436194	S.D. dependent var	0.123351	
S.E. of regression	0.092621	Akaike info criterion	-1.896518	
Sum squared resid	0.343145	Schwarz criterion	-1.854723	
Log likelihood	39.87861	Durbin-Watson stat	1.948867	

E-Views Verileri Düzenlenerek Tarafımızdan Hazırlanmıştır

Ek 37: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Net Sermaye Girişi Miktarı

TARİH	NET SERMAYE GİRİŞ MİKTARI
2005/Aralık	265464207
2006 /Ocak	386857712
2006 /Şubat	243989873
2006 /Mart	8372151
2006 /Nisan	212802552
2006 /Mayıs	-266234960
2006 /Haziran	-115839611
2006/Temmuz	156387678
2006 /Ağustos	96115126
2006 /Eylül	588702540
2006 /Ekim	415516308
2006 /Kasım	-250606181
2006 /Aralık	-31210753
2007 /Ocak	687840984
2007 /Şubat	88846520
2007 /Mart	218975118
2007 /Nisan	727159058
2007 /Mayıs	19718132
2007 /Haziran	39393915
2007/Temmuz	296091434
2007 /Ağustos	-177930097
2007 /Eylül	548172704
2007 /Ekim	434292695
2007 /Kasım	-541204345
2007 /Aralık	-621432712
2008 /Ocak	-925121658
2008 /Şubat	295150122
2008 /Mart	-368415129
2008 /Nisan	-210213654
2008 /Mayıs	-200827229
2008 /Haziran	532162708
2008/Temmuz	643467264
2008/Ağustos	-1252918840
2008 /Eylül	-241915159
2008 /Ekim	-787346458
2008 /Kasım	-309802425
2008 /Aralık	416730476
2009 /Ocak	-125789487
2009 /Şubat	-456101673
2009 /Mart	-26188928
2009 /Nisan	839876168
2009 /Mayıs	301199109
2009/Haziran	76239933

Ek 38: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Kümülatif Net Sermaye Miktarı

TARİH	KÜMÜLATİF NET SERMAYE MİKTARI
2005 /Aralık	652321919
2006 /Ocak	896311792
2006 /Şubat	904683943
2006 /Mart	1117486495
2006 /Nisan	851251535
2006 /Mayıs	735411924
2006 /Haziran	891799602
2006/Temmuz	987914728
2006 /Ağustos	1576617268
2006 /Eylül	1992133576
2006 /Ekim	1741527395
2006 /Kasım	1710316642
2006 /Aralık	2398157626
2007 /Ocak	2487004146
2007 /Şubat	2705979264
2007 /Mart	3433138322
2007 /Nisan	3452856454
2007 /Mayıs	3492250369
2007 /Haziran	3788341803
2007/Temmuz	3610411706
2007 /Ağustos	4158584410
2007 /Eylül	4592877105
2007 /Ekim	4051672760
2007 /Kasım	3430240048
2007 /Aralık	2505118390
2008 /Ocak	2800268512
2008 /Şubat	2431853383
2008 /Mart	2221639729
2008 /Nisan	2020812500
2008 /Mayıs	2552975208
2008 /Haziran	3196442472
2008/Temmuz	1943523632
2008/Ağustos	1701608473
2008 /Eylül	914262015
2008 /Ekim	604459590
2008 /Kasım	1021190066
2008 /Aralık	895400579
2009 /Ocak	439298906
2009 /Şubat	413109978
2009 /Mart	1252986146
2009 /Nisan	1554185255
2009 /Mayıs	1630425188
2009/Haziran	1630425188

Ek 39: 2005 Aralık- 2009 Haziran Dönemi Aylık Dolar Kuru

TARİH	DOLAR KURU
2005 /Aralık	1.345710
2006 /Ocak	1.327930
2006 /Şubat	1.320160
2006 /Mart	1.328730
2006 /Nisan	1.330920
2006 /Mayıs	1.413850
2006 /Haziran	1.592850
2006 /Temmuz	1.550780
2006 /Ağustos	1.462190
2006 /Eylül	1.472140
2006 /Ekim	1.476240
2006 /Kasım	1.451020
2006 /Aralık	1.426400
2007 /Ocak	1.419800
2007 /Şubat	1.390250
2007 /Mart	1.402870
2007 /Nisan	1.355280
2007 /Mayıs	1.331860
2007 /Haziran	1.315200
2007 /Temmuz	1.275970
2007 /Ağustos	1.308280
2007 /Eylül	1.261310
2007 /Ekim	1.196590
2007 /Kasım	1.184750
2007 /Aralık	1.172960
2008 /Ocak	1.170440
2008 /Şubat	1.188170
2008 /Mart	1.232380
2008 /Nisan	1.296710
2008 /Mayıs	1.247000
2008 /Haziran	1.227800
2008 /Temmuz	1.209950
2008 /Ağustos	1.172670
2008 /Eylül	1.229640
2008 /Ekim	1.473270
2008 /Kasım	1.587850
2008 /Aralık	1.538810
2009 /Ocak	1.589050
2009 /Şubat	1.652360
2009 /Mart	1.704540
2009 /Nisan	1.604150
2009 /Mayıs	1.551760
2009 /Haziran	1.539780

Ek 40: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık İMKB100 Endeksi

TARİH	İMKB 100 ENDEKSİ
2005 /Aralık	38489,54
2006 /Ocak	43441,11
2006 /Şubat	45366,31
2006 /Mart	43972,33
2006 /Nisan	43661,21
2006 /Mayıs	40973,79
2006 /Haziran	34767,96
2006 /Temmuz	35297,89
2006 /Ağustos	36941,02
2006 /Eylül	37477,25
2006 /Ekim	38487,46
2006 /Kasım	38929,36
2006 /Aralık	39010,9
2007 /Ocak	39740,55
2007 /Şubat	42869,77
2007 /Mart	41850,23
2007 /Nisan	46017,62
2007 /Mayıs	45577,52
2007 /Haziran	45666,89
2007 /Temmuz	51643,54
2007 /Ağustos	48688,69
2007 /Eylül	51346,16
2007 /Ekim	56261,74
2007 /Kasım	54340,72
2007 /Aralık	55297,21
2008 /Ocak	48662,1
2008 /Şubat	44680,26
2008 /Mart	41450,2
2008 /Nisan	42216,69
2008 /Mayıs	41536,57
2008 /Haziran	38311,21
2008 /Temmuz	36798,95
2008 /Ağustos	41168,99
2008 /Eylül	37103,31
2008 /Ekim	28118,82
2008 /Kasım	25224,86
2008 /Aralık	25710,62
2009 /Ocak	26016,89
2009 /Şubat	24963,15
2009 /Mart	24113,93
2009 /Nisan	28491,07
2009 /Mayıs	33852,98
2009 /Haziran	35244,31

Ek 41: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık Gösterge Tahvil Faizleri

TARİH	GÖSTERGE TAHVİL FAİZLERİ
2005 /Aralık	13,83
2006 /Ocak	13,65
2006 /Şubat	13,4
2006 /Mart	13,96
2006 /Nisan	13,66
2006 /Mayıs	17,05
2006 /Haziran	20,99
2006 /Temmuz	19,44
2006 /Ağustos	19,16
2006 /Eylül	21,81
2006 /Ekim	21,55
2006 /Kasım	21,24
2006 /Aralık	21,15
2007 /Ocak	19,98
2007 /Şubat	19,92
2007 /Mart	19,8
2007 /Nisan	19,22
2007 /Mayıs	18,54
2007 /Haziran	18,33
2007 /Temmuz	17,51
2007 /Ağustos	18,09
2007 /Eylül	16,74
2007 /Ekim	16
2007 /Kasım	16,62
2007 /Aralık	16,59
2008 /Ocak	16,39
2008 /Şubat	16,9
2008 /Mart	18,6
2008 /Nisan	19,15
2008 /Mayıs	19,95
2008 /Haziran	22,3
2008 /Temmuz	18,82
2008 /Ağustos	18,83
2008 /Eylül	19,44
2008 /Ekim	24,15
2008 /Kasım	20,17
2008 /Aralık	16,45
2009 /Ocak	15,11
2009 /Şubat	15,34
2009 /Mart	14,07
2009 /Nisan	12,22
2009 /Mayıs	12,36
2009 /Haziran	11,92

Ek 42: 2005 Aralık - 2009 Haziran Dönemi Aylık A Tipi Değişken Fon Fiyatları

TARİH	A TİPİ DEĞİŞKEN FON FİYATLARI
2005 /Aralık	42198
2006 /Ocak	45645
2006 /Şubat	47075
2006 /Mart	45285
2006 /Nisan	46733
2006 /Mayıs	44285
2006 /Haziran	39781
2006 /Temmuz	43850
2006 /Ağustos	45091
2006 /Eylül	45750
2006 /Ekim	44500
2006 /Kasım	46787
2006 /Aralık	47700
2007 /Ocak	49455
2007 /Şubat	51176
2007 /Mart	50908
2007 /Nisan	54377
2007 /Mayıs	53457
2007 /Haziran	53558
2007 /Temmuz	56357
2007 /Ağustos	54710
2007 /Eylül	58381
2007 /Ekim	59209
2007 /Kasım	56852
2007 /Aralık	58419
2008 /Ocak	52416
2008 /Şubat	53369
2008 /Mart	51056
2008 /Nisan	52400
2008 /Mayıs	50715
2008 /Haziran	49164
2008 /Temmuz	49842
2008 /Ağustos	50944
2008 /Eylül	47776
2008 /Ekim	41827
2008 /Kasım	41592
2008 /Aralık	43048
2009 /Ocak	42944
2009 /Şubat	41610
2009 /Mart	42464
2009 /Nisan	47503
2009 /Mayıs	50885
2009 /Haziran	52261

KAYNAKÇA

Kitaplar

ALP, Ali. **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, ISBN:975-6540-03-7, Ankara 2002

ASLAN, Nurdan. **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**, Evrim Yayınları, 2.Baskı, ISBN:975-7211-14-1, İstanbul 1995

AŞIKOĞLU, Rıza. **Globalleşme Süresinde Uluslararası Finansal Yönelimler**, T.C Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No:2, Afyon 1993

BOLAK, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, 2.Baskı, İstanbul 1991

BÜKER, Semih ve AŞIKOĞLU, Rıza. **Sermaye Piyasası**, Eskişehir, 1992

CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan. **Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitabevi Yayınları, ISBN:975-7338-06-0, Bursa 1993

DAĞLI, Hüseyin. **Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri**, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, Ankara, 1996

DEMİRCAN, Hayrettin. **Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 35, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara 2003

DOĞU, Murat. **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:27, ISBN: 975-7539-24-4, Ankara 1996

DURAN, Mustafa. **Türkiye'de Yatırımlara Sağlanan Teşvikler ve Etkinliği, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Yazı Dizisi 32, Ankara 2002

ELTON, Edwin J. ve GRUBER, Martin J.. **Modern Portfolio Theory and Investments Analysis**, John Wiley&Sons Inc., U.S.A., 5. Basım

ERKAN, Nurhan. **Menkul Kıymet Piyasalarında Sistemik Riskler**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, ISBN:975-7539-56-2, Ankara 1997

ERTUNA, İbrahim Özer. **Yatırım ve Portföy Analizi**, Boğaziçi Üniversitesi Yayınları No:485, İstanbul 1991

FARRELL, James L. Jr.. **Portfolio Management Theory and Application**, The McGraw-Hill Companies Inc., Singapur, 1997

GÜNEŞ, Hurşit ve SALTOĞLU Burak. **İMKB Volatilitésinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, ISBN:975-8027-32-8, İstanbul, 1998

GÜRİŞ, Selahattin ve ÇAĞLAYAN, Ebru. **Ekonometri**, Der Yayınları, 1.Baskı, İstanbul 2000

KARA, Şinasi. **Sermaye Piyasası**, Doyuran Matbaası, İstanbul 1990

KARAN, Mehmet Baha ve KARACABEY, Ali Argun. **Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:140, 1. Basım, ISBN:975-6951-37-0, Ankara 2003

KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Kitapevi, 5. Baskı, Bursa 2004

KONDAK, Nuray. **Finansal Pazarlara Giriş Menkul Kıymet Pazarlarının Gelişim, Finansal Araç ve Kurumları**,Der Yayınları, ISBN:975-353-162-1, İstanbul 1998

KONURALP, Gürel. **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Kitapevi, ISBN:975-316-810-1, İstanbul 2001

KOVANCILAR, Birol. **Ülkemizde Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Yatırımların Teşviki ve Avrupa Birliği Uygulamaları Çerçevesinde Alternatif Modeller**, Türkiye Genç İşadamları Derneği, İstanbul 2003

LOFTHOUSE, Stephen. **Readings Investments**, Perfect Yayıncılık, 1. Basım, İstanbul

MAGINN, John L. ve Donald L. TUTTLE, Dennis W. Mc LEAVEY, Jerald E. PINTO. **Managing Investments Portfolios, A Dynamic Process**, John Wiley&Sons Inc., NewJersey, 3. Basım, 2007

TEZCANLI, Meral Varış ve Sibel Kumbasar BAYRAKTAR, Oral ERDOĞAN, Handan GÖRGÜNAY, Ebru TAN, Efser UYTUN. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul 1994

UZUNOĞLU, Sadi, Kerem ALKIN, Fuat GÜRLESEL. **Avrupa Sermaye Piyasaları ve Türk Sermaye Piyasaları**,İMKB Araştırma Yayınları No:10, ISBN:975-8027-24-7, İstanbul 1997

UZUNOĞLU, Sadi, Kerem ALKIN, Fuat GÜRLESEL. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No:6, İstanbul 1995

SEVİL, Güven. **Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy Var Hesaplamaları**, TC. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1323, Eskişehir 2001

SEYİDOĞLU, Halil. **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, ISBN:975-7516-08-2, İstanbul 1994

ŞAMİLOĞLU, Famil. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu**, Gazi Kitabevi, ISBN: 975-8640-16-X, Ankara 2002

TEKİN, Fazıl ve Tülay ARIN, Sacit ÖNEN, Billur YALTI, Eser KARAKAŞ. **Uluslararası Mali İlişkiler**, T.C.Anadolu Üniversitesi Yayınları No:944, ISBN:975-492-670-0, Eskişehir 1995

VURGUN, Kudret. **Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler**, İMKB Araştırma Yayınları No:4, İstanbul 1994

YASED. **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler**, İnceleme Yarışması, Yased Yayınları No:33, İstanbul 1988

İnternet

www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc –, (25.12.2008)

<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf> , (25.12.2008)

<http://acikarsiv.ankara.edu.tr/fulltext/2473.pdf>, (11.02.2009)

<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf>, (04.03.2009)

<http://www.world-exchanges.org/statistics>, (18.11.2009)

http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_Global_Fin_Mer.pdf, (04.03.2010)

<http://www.ntvmsnbc.com/news/207426.asp#BODY>, (14.02.2010)

<http://www.turkeyforum.com/satforum/showthread.php?t=12996>, (20.11.2009)

<http://www.finnet.com.tr/f2000/yabanci/AylikIslemSeyri.aspx> , (05.10.2009)

<http://www.finnet.com.tr/f2000/yabanci/YillikIslemSeyri.aspx>, (05.10.2009)

web.adu.edu.tr/akademik/sselek/Erdemsaglam.pdf, (20.04.09)

<http://www.msxlabs.org/forum/ekonomi/189315-eurobond-nedir.html>, (02.02.2010)

<http://makdis.pamukkale.edu.tr/ysermaye.htm>, (03.02.2009)

<http://www.turkeyforum.com/satforum/showthread.php?t=12996>, (20.11.2009)

<http://journal.dogus.edu.tr/13026739/2010/cilt11/sayi1/M00238.pdf>, (04.06.2010)

http://bilgiteknoloji.net/ekonometri/ekotest/e03_otokorelasyon.asp#31, 06.06.2010

www.deu.edu.tr/userweb/hamdi.emec/bol10.ppt, 06.06.2010

http://bilgiteknoloji.net/ekonometri/ekotest/e04_degisen_varyans.asp, 06.06.2010

www.ziraatportfoy.com.tr/images/ziraat.swf, 06.06.2010