

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

**FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE YABANCI ALIŞ-
SATIŞ DEĞERLERİNİN BİST 30 VERİLERİ İLE
ETKİLEŞİMİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Damla GÜMÜŞTEKİN ÖKE

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Volkan DEMİR

EKİM 2020

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

**FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE YABANCI ALIŞ-
SATIŞ DEĞERLERİNİN BİST 30 VERİLERİ İLE
ETKİLEŞİMİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Damla GÜMÜŞTEKİN ÖKE

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Volkan DEMİR

EKİM 2020

ÖNSÖZ

Yüksek lisans öğrenimim boyunca üzerimde emeği olan tüm hocalarıma ve tez çalışmamda yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Volkan Demir'e teşekkürlerimi sunarım.

Eğitim hayatım boyunca yanımda olan, maddi ve manevi desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen, her koşulda sonsuz desteklerini hissettiğim annem Demet Gümüştekin'e ve babam Enis Gümüştekin'e sonsuz teşekkür ederim.

Tüm kararlarımın arkasında olan, beni bu süreçte hem motive eden hem de her aşamasında destekleri ile yanımda olan eşim Levend Öke'ye çok teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
TABLO LİSTESİ	viii
RÉSUMÉ	ix
ABSTRACT	xi
ÖZET	xii
GİRİŞ	1
1. KÜRESELLEŞME	4
1.1. Küreselleşmenin Boyutları	5
1.1.1. Küreselleşmenin Ekonomik Boyutu	6
1.1.2. Küreselleşmenin Kültürel Boyutu	8
1.1.3. Küreselleşmenin Sosyal Boyutu	9
1.1.4. Küreselleşmenin Teknolojik Boyutu	9
1.1.5. Küreselleşmenin Siyasal Boyutu	10
1.1.6. Küreselleşmenin Çevresel Boyutu	11
1.1.7. Küreselleşmenin Finansal Boyutu	11
1.2. Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi	12
1.3. Küreselleşmeye Farklı Yaklaşımlar	17
1.3.1. Aşırı Küreselleşmeciler (Radikaller)	17
1.3.2. Küreselleşme Karşıtları (Kuşkucular)	17
1.3.3. Dönüşümcüler (Transformationalists)	18
2. EKONOMİK VE FİNANSAL KÜRESELLEŞME (KÜRESELLEŞMENİN İKTİSADİ BOYUTU)	21
2.1. Üretimin Küreselleşmesi	21
2.2. Finans Piyasalarının Küreselleşmesi	23
2.2.1. Finansal Küreselleşmenin Tarihi Gelişimi	23
2.2.2. Türk Finans Piyasalarının Küreselleşmesi	26
2.2.3. Finansal Krizler	28
2.2.3.1. Meksika Krizi	29
2.2.3.2. Güney Doğu Asya Krizi	30
2.2.3.3. Rusya Krizi	31
3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ	32

3.1. Resmi Sermaye Hareketleri	33
3.2. Özel Sermaye Hareketleri.....	33
3.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	33
3.2.1.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	36
3.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları.....	38
3.2.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Dünyada Tarihsel Gelişimi..	43
3.2.2.2. Yabancı portföy yatırımlarının etkileri.....	47
3.2.2.3. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları	48
3.2.2.4. Türkiye’deki Yatırım Alışkanlıkları.....	48
3.2.2.5. Türkiye’deki Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri	50
3.2.2.6. Türkiye’deki Yatırımcı Dağılımı ve Portföy Büyüklükleri	51
4. YABANCI PORTFÖY ALIM SATIM İŞLEMLERİNİN BORSA İSTANBUL ÜZERİNE ETKİSİ	54
4.1. Literatür Taraması.....	55
4.2. Veri Seti ve Değişkenler	57
4.3. Tanımlayıcı İstatistikler	59
4.4. Korelasyon Analizi	61
4.5. Mevsimsellik, Durağanlık Testi	63
4.5.1. Birim Kök Testleri	67
4.5.1.1. Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	67
4.5.1.2. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	70
4.6. Eşbütünleşme (Koentegrasyon) Testi	72
4.6.1. Engle-Granger Testi.....	74
4.6.2. Johansen Testi.....	74
4.6.2.1. Eşbütünleşme (Johansen) analizi sonuçları	75
4.7. Vektör Hata Düzeltme Modeli	77
4.8. AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri.....	77
4.9. Granger Nedensellik Testi.....	78
4.10. Yabancı Satış Etki-Tepki Sonuçları.....	83
4.11. Yabancı Alış Etki-Tepki Sonuçları.....	85
4.12. Varyans Ayrıştırması	87
SONUÇ.....	90
KAYNAKÇA.....	92
ÖZGEÇMİŞ	103

KISALTMALAR LİSTESİ

IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
WTO	: World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
NAFTA	: North American Free Trade Agreement (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)
GATT	: General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması)
AT	: Avrupa Topluluğu
AB	: Avrupa Birliği
APEC	: Asia-Pacific Economic Cooperation (Asya Pasifik Ekonomik Birliği)
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1: Küreselleşme Boyutları

Şekil 1.2: 1970’li yıllarda petrodolarların yeniden dolaşıma sokulması

Şekil 2.1: Finansal Küreselleşmenin Belirleyici Unsurları

Şekil 2.2: Meksika’nın Sermaye Hareketleri

Şekil 3.1: 2007-2018 yılları arası dünyadaki yabancı doğrudan yatırımlar

Şekil 3.2: 2003 ve 2018 yılları arasında dünyada yatırım ile ilgili kanunlarda değişiklikler

Şekil 3.3: 2014 ve 2018 yılları arası sınır ötesi sermaye akışları (GSYH’nin yüzdesi)

Şekil 3.4: Gelişmekte olan ekonomiler: dış finansman kaynakları, 2009-2018

Şekil 3.5: Türkiye’deki yatırım alışkanlıkları

Şekil 4.1: Yabancı Alış Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.2: Yabancı Alış Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.3: Yabancı Satış Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.4: Yabancı Alış Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.5: İşlem Adedi Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.6: İşlem Adedi Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

Şekil 4.7: AR Karakteristik Polinomun Ters Kökleri

Şekil 4.8: F Testi Granger Sonuçları

Şekil 4.9: Yabancı Satış Etki-Tepki Sonuçları

Şekil 4.10: Yabancı Alış Etki-Tepki Sonuçları

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1: Küreselleşmenin 3 farklı görüşü

Tablo 2.1: Güney Doğu Asya Krizi, Piyasa Değerleri

Tablo 3.1: Türkiye’deki Yatırımcıların Yatırım Tercihi (milyar TL)

Tablo 3.2: Türkiye’deki Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri

Tablo 3.3: Türkiye’deki Pay Senedi Yatırımcı Sayıları

Tablo 3.4: Türkiye’deki yatırımcı sayılarına göre portföy büyüklükleri sıralamaası (2018)

Tablo 4.1: Araştırma kapsamında kullanılan değişken kısaltmaları

Tablo 4.2: Analizde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler

Tablo 4.3: Yabancı alış ve satış değerlerine ait tanımlayıcı istatistikler

Tablo 4.4: Korelasyon Analizi

Tablo 4.5: Yabancı Alış Mevsimsellik Etkisi

Tablo 4.6: Yabancı Satış Mevsimsellik Etkisi

Tablo 4.7: İşlem Adedi Mevsimsellik Etkisi

Tablo 4.8: Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi (Durağanlık) Sonuçları

Tablo 4.9: Gecikme Uzunluğu Sonuçları

Tablo 4.10: Johansen İz test istatistiği sonuçları

Tablo 4.11: Johansen Özdeğer test istatistiği sonuçları

Tablo 4.12: Vektör Hata Düzeltme Modeli

Tablo 4.13: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

Tablo 4.14: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Tablo 4.15: Değişkenlerin Etkilenme Sayıları

Tablo 4.16: Yabancı Satış Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Tablo 4.17: Yabancı Alış Varyans Ayrıştırması Sonuçları

RÉSUMÉ

Les mouvements de changement, de transformation et d'interaction dans le monde, en particulier ces dernières années, s'expliquent par la mondialisation. Bien que la mondialisation ne soit pas un concept nouvellement formé, c'est un concept qui existe en fait depuis la naissance du capitalisme. Le concept de mondialisation, qui a de nombreuses dimensions, apporte également changement et dynamisme. Cette situation a fait du concept de mondialisation l'un des sujets les plus discutés. Parce que la mondialisation a fait du monde le centre de changements et d'interactions sans fin.

En revanche, la dimension économique la plus soulignée de la mondialisation a non seulement des effets positifs mais aussi des effets négatifs sur la croissance des pays. Il y a eu des crises financières aux conséquences mondiales, ainsi que des économies qui se sont développées en recevant des investissements d'autres pays. En général, la mondialisation a développé les économies des pays et accru l'efficacité des marchés financiers. Cette situation a conduit à une libéralisation financière en supprimant complètement les interdictions dans de nombreux pays. La suppression des obstacles a conduit à une forte augmentation des investissements de portefeuille étrangers.

Dans cette étude, l'effet des investissements de portefeuille étrangers, qui ont considérablement augmenté au fil des ans, sur Borsa Istanbul a été analysé. L'étude comprenait des données sur les achats à l'étranger, les ventes à l'étranger, Bist 30, le volume des transactions, la valeur marchande, l'efficacité des dividendes et le nombre de transactions entre 2009 et 2019. L'interaction entre les valeurs d'achat et de vente à l'étranger et d'autres variables est examinée. Dans ce contexte, une corrélation, un test de Augmented Dickey-Fuller, un test de cointégration de Johansen et un test de causalité de Granger pour déterminer la direction de l'interaction ont été réalisés, respectivement. Par la suite, la réponse des achats et des ventes à l'étranger aux chocs des variables a été examinée avec une analyse de réponse impulsionnelle et une analyse de décomposition de la variance a été effectuée.

Les résultats de l'étude ont montré que les investisseurs étrangers effectuent leurs transactions achat-vente et qu'il existe une relation à long terme entre les

variables. Lorsqu'on analyse la relation à court terme, on constate que les ventes à l'étranger sont principalement affectées par l'achat. Les données sur la valeur marchande ont été les plus influentes des autres variables.



ABSTRACT

The change, transformation and interaction movements experienced in the world especially in recent years are explained by globalization. Although globalization is not a newly formed concept, it is a concept that has actually existed since the birth of capitalism. The concept of globalization, which has many dimensions, also brings with it change and dynamism. This situation has made the concept of globalization one of the most discussed topics since globalization has made the world the focus of never-ending change and interaction.

On the other hand, the most emphasized economic dimension of globalization has not only positive effects but also negative effects on the growth of countries. There were financial crises with global consequences, as well as economies that grew by receiving investments from other countries. In general, globalization has developed the economies of countries and increased the efficiency of financial markets. This situation has resulted in financial liberalization by completely removing the bans in many countries. The removal of the obstacles has enabled serious increases in foreign portfolio investments.

In this study, the effect of foreign portfolio investments, which has increased significantly over the years, on Borsa Istanbul has been analyzed. The study includes data on foreign buying, foreign selling, Bist 30, transaction volume, market value, dividend efficiency and number of transactions between the years 2009 and 2019. The interaction between foreign buying and selling values and other variables is examined. In this context, correlation, augmented Dickey-Fuller unit root test, Johansen cointegration test and Granger causality test to determine the direction of the interaction were performed. Afterwards, the reaction of foreign buying and selling to shocks in the variables was examined with the impulse response analysis and variance decomposition analysis was performed.

The results obtained from the study showed that foreign investors make their transactions as buy-sell and there is a long-term relationship between the variables. When the short-term relationship is examined, it is seen that foreign selling is mostly affected by buying. The most influencing of other variables was the market value data.

ÖZET

Dünyada özellikle son yıllarda yaşanan değişim, dönüşüm ve etkileşim hareketleri küreselleşme ile açıklanmaktadır. Küreselleşme yeni oluşan bir kavram olmamakla birlikte, kapitalizmin doğuşundan beri aslında varlığını sürdüren bir kavramdır. Birçok boyuta sahip küreselleşme kavramı aynı zamanda değişim ve dinamizmi de beraberinde getirir. Bu durum küreselleşme kavramını en çok tartışılan konulardan biri haline getirmiştir. Zira küreselleşme dünyayı hiç bitmeyen bir değişimin ve etkileşiminin odağı haline getirmiştir.

Küreselleşmenin en çok üzerinde durulan iktisadi boyutunun ise ülkelerin büyümesinde olumlu etkilerinin yanı sıra olumsuz etkileri de olmuştur. Diğer ülkelerden yatırım alarak büyüyen ekonomiler olduğu gibi küresel sonuçları olan finansal krizler de yaşanmıştır. Genel itibari ile bakıldığında ise küreselleşme, ülkelerin ekonomilerini geliştirmiş ve finansal piyasaların etkinliği artırmıştır. Bu durum birçok ülkede yasakların tamamen kalkarak finansal libarelizasyon elde edilmesi ile sonuçlanmıştır. Engellerin kalkması ise yabancı portföy yatırımlarında ciddi artışlar yaşanmasına olanak sağlamıştır.

Bu çalışmada ise, seneler içerisinde ciddi artış gösteren yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a olan etkisi analiz edilmiştir. Çalışmaya, 2009 ve 2019 yılları arasındaki yabancı alış, yabancı satış, Bist 30, işlem hacmi, piyasa değeri, temettü verimliliği ve işlem adedi verileri dahil edilmiştir. Yabancı alış ve satış değerleri ile diğer değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşim incelenmiştir. Bu kapsamda sırasıyla korelasyon, genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi, Johansen eşbütünleşme testi ve etkileşimin yönünü belirlemek için Granger nedensellik testi yapılmıştır. Sonrasında ise etki tepki analizi ile değişkenlerde yaşanan şoklara yabancı alış ve satışın tepkisi incelenmiş ve varyans ayrıştırması analizi yapılmıştır.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar, yabancı yatırımcının işlemlerini al-sat şeklinde yaptığını ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu göstermiştir. Kısa dönemli ilişki incelendiğinde ise, yabancı satışı en çok alışın etkilediği görülmüştür. Diğer değişkenleri en çok etkileyen ise piyasa değeri verisi olmuştur.

GİRİŞ

Küreselleşme, günümüzde en çok konuşulan ve özellikle son 30 yıla damgasını vuran bir kavram olarak karşımıza çıkıyor. Küreselleşme, iletişim ve ulaşımın kolaylaşması, teknolojinin gelişmesi, ticaretin serbestleşmesi, kısıtlamaların azalması gibi nedenler sonucu ortaya çıkmıştır. Farklı boyutlara sahip olan küreselleşme kavramı, yıllar boyunca dünyadaki her toplumu yakından etkilemiştir. Küreselleşmeden etkilenen toplumların birbirlerine yakınlaştığı, daha bütünleşik hale geldikleri ve birbirleri ile etkileşime geçtikleri görülmüştür. Bu durum dünyayı durmayan bir değişimin merkezi haline getirmiştir.

Küreselleşme denince ilk akla gelen küreselleşmenin iktisadi boyutu olsa da küreselleşmenin etkilerini kültürel, sosyal, çevresel, politik ve teknolojik alanlarda da görmek mümkündür. Küreselleşmenin kültürel boyutu, toplumların birbirlerine olan benzerliğinin artması ile sosyal boyutu, toplumlar arasındaki iletişim ve etkileşimin artması ile çevresel boyutu, toplumların çevre sorunlarını beraber çözümlmek istemesi ile politik boyutu, uluslararası organizasyonların kurulması ile, teknolojik boyutu ise ülkeler arasındaki haberleşme ve ulaşım alanlarındaki gelişmelerin hızlanması ile sonuçlanmıştır.

Küreselleşmenin birçok boyutu olsa da şüphesiz ki en önemli boyutu artan ekonomik ilişkilerdir. Bu nedenle küreselleşme literatürünün önemli bir kısmını küreselleşmenin iktisadi boyutu oluşturur. Küreselleşmenin iktisadi boyutu altında hem üretimin hem de finans piyasalarının küreselleşmesi yer alır. Üretimin küreselleşmesi ile birlikte, ülke sınırları içerisinde hareket eden üretim, küresel pazarlara da ulaşmaya başlamıştır. Böylece üretim süreci farklı aşamalara ayrılmış ve bu aşamalara ülke dışında yatırım yapmak, yatırımlara iştirak ederek farklı ülkelere yayılmak ve üretimin bazı fonksiyonlarını farklı ülkelerde gerçekleştirmek gibi faaliyetler eklenmiştir.

İktisadi küreselleşmenin bir diğer boyutu olan finans piyasalarının küreselleşmesinde ise, ülkeler arası ekonomik faaliyetlerin arttığı görülmüştür. Finans piyasalarının küreselleşmesi uluslararası sermaye hareketlerinde artış ile

sonuçlanmıştır. Finans piyasalarının küreselleşme sürecine bakıldığında özellikle Bretton-Woods sisteminin sona ermesinden sonra finansal küreselleşme süreci hızlanmıştır. Aynı dönemde gelişmiş ülkelerde sermayenin serbestçe dolaşmasını isteyen hükümetler başa geçmiştir. Bu durum kısıtlamaların ortadan kaldırılması ve sermaye hareketinin daha da artması ile sonuçlanmıştır.

Türk finansal piyasalarının küreselleşme sürecinde ise, 1980’li yıllara kadar Türkiye sınırlı bir finansal sisteme sahip olmuştur. Bu dönemde ticari bankacılık daha egemen iken, sermaye piyasaları gelişmemiş durumda kalmıştır. 1980’li yıllar sonrasında Türkiye’deki finansal piyasalar devlet kontrolünde gelişmeye başlamış ve yabancı yatırımcıların önündeki engeller ve kısıtlamalar yavaş yavaş kaldırılmaya başlanmıştır. 1989 yılı sonrası ise hem gelen hem de çıkan sermaye hareketleri tamamen liberalize edilmiş ve Türkiye’ye yoğun sermaye akışı başlamıştır.

Finansal küreselleşme, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile gerçekleşmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, başka bir ülkede şirket kurmak ya da yabancı bir şirketi satın almak yoluyla gerçekleşir. Bu tip yatırımlar aracılığıyla, yatırımcılar yabancı bir şirkette kontrol yetkisine sahip olur. Burada önemli olan, yatırım yapılan şirketin kısmen ya da tamamına sahip olunur ve dolayısıyla yatırım yapan kişi yönetimde söz sahibi olur.

Finansal küreselleşmenin bir diğer bacağı ise yabancı portföy yatırımlarıdır. Yabancı portföy yatırımları, daha kısa vadeli olduğu için sıcak para hareketleridir ve finansal piyasa yatırımlarını kapsar. Bu kapsamda, doğrudan yabancı sermaye yatırım tanımına girmeyen her türlü menkul kıymet işlemi yabancı portföy yatırımları altında yer alır. Günümüzde bu yatırım tipinin en çok yatırım portföy çeşitlendirme amacıyla kullanıldığı görülür. Portföy riskini azaltmak isteyen yatırımcılar, ülkeleri ile düşük korelasyona sahip ülke kıymetlerine yatırım yapmayı tercih etmeye başlamıştır. Böylece, portföy riskini azaltırken, gelirin de artırılması amaçlanır zira yabancı kıymetler, yerel kıymetlere nazaran yatırımcısına çok daha fazla fırsat sunar. Özellikle gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara kıyasla çok daha fazla getiriye sahiptir. Bununla birlikte, gelişmekte olan piyasalarda daha dalgalı ve daha düşük likidite mevcuttur.

Türkiye’deki yabancı portföy yatırımları ise, 1989 yılından itibaren kriz dönemleri dışında genel olarak artış trendi içerisinde olmuştur. Özellikle 2001 krizi sonrası yabancı portföy yatırımları istikrarlı bir artışa geçmiştir. Türkiye’deki yatırım alışkanlıkları incelendiğinde ilk sırada TL mevduat ikinci sırada ise döviz mevduat yatırımları yer aldığı görülmüştür. Seneler içerisinde rakamlar artış gösterse de bu sıralamada değişiklik olmamıştır. Türkiye’de yabancı yatırımcı ise ilk sırada Türk pay senetlerine ikinci sırada Devlet İç Borçlanma Senetlerine yatırım yapmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde, küreselleşme olgusu, küreselleşmenin boyutları, küreselleşmeye olan farklı yaklaşımlardan bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, küreselleşmenin iktisadi boyutuna değinilmiştir. Bu kapsamda, üretimin küreselleşmesi ve finans piyasalarının küreselleşmesi detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ise araştırmamıza temel oluşturacak Uluslararası Sermaye Hareketlerine yer verilmiştir. Bu başlık altında, resmi ve özel sermaye hareketleri incelenmiştir.

Bu çalışmanın amacı olan yabancı portföy alım ve satım işlemlerinin Borsa İstanbul’a etkisinin incelemesine ise son bölümde yer verilmiştir. Araştırmanın bu bölümü için, Yabancı Yatırımcı Alışları, Yabancı Yatırımcı Satışları, Bist 30, İşlem Hacmi, Piyasa Değeri, Temettü Verimliliği ve İşlem Adedi değişkenleri kullanılmıştır. Yabancı yatırımcı alış ve satışlarının diğer değişkenler ile arasındaki uzun dönemli ilişki incelenmiş olup, sonrasında ilişkinin yönü tespit edilmiştir.

1. KÜRESELLEŞME

Küreselleşme, ülkelerin, insanların, kültürlerin ve fikirlerin sınırlamaya maruz kalmadan, birbirlerine yakınlaşması, bütünleşmesi ve etkileşime geçme sürecidir. Küreselleşme ile, yerel olarak alınan kararlar ve yapılanmalar sınırlar ötesine geçerek, ülkeler arası yani küresel bir ölçeğe taşınır. Bu etkileşim, ürün, hizmet ve sermayenin ülkeler arası hızlı ve kolay hareket edebilmesini, ülkelerin birbirleri ile daha çok iletişim içinde olmasını ve birbirlerine daha bağımlı hale gelmesini ifade eder.

Küreselleşme ile ilgili şu ana kadar yapılan tanımlar farklı bilim dalları ve görüşler nedeni ile değişiklik göstermektedir. Örneğin, bazıları küreselleşmeyi uluslararası ticaret sınırlarının ve engellerinin olmaması olarak tanımlarken (Ohmae, 1995), bazıları da uluslararası üretim, yatırım ve ticaretteki geleneksel kalıpların değişmesi olarak (Dicken, 1992) tanımlanmıştır. Küreselleşmenin bir diğer popüler tanımı ise her şeyi her yerde aynı şekilde yapmak anlamına gelen bir iş stratejisidir (Kanter ve Dretler, 1998). Diğerleri ise, küreselleşmenin, iş dünyası ve toplum arasındaki örtüşen çıkarlar arasındaki bağlantı olduğuna inanmaktadır. (Brown ve Renesch, 1992).

Bir başka açıklamaya göre ise, küreselleşme libelleşme ile eş anlamlı olarak kullanılır. Devletlerin kısıtlamalarının azalması ya da ortadan kalkması ile birlikte, sınırları olmayan evrensel bir pazar ortaya çıkar. Ülkeler arasında sınır olmaması ise, sermayenin ülkeler arasında özgürce dolaşabilmesini sağlar. Bu nedenle, 2002 World Ekonomik Outlook'ta IMF küreselleşme kavramını 'ticaret ve uluslararası finansmanın entegrasyonu' olarak tanımlamıştır. (World Economic Outlook, Eylül 2002) Yine 2002'de Dünya Bankasının 'Küreselleşme, Büyüme ve Yoksulluk' raporunda ise küreselleşme 'dünyadaki ekonomilerin ve toplumların süre giden bütünleşmesi' şeklinde tanımlanmıştır. (World Bank, 2002) Görüldüğü gibi, bu tanımlar önemli şekillerde farklılık göstermektedir. En genel tanımı ile, uzak yakın kavramının önemini yitirerek, toplumların, gelişmelerin, haberleşmenin, ulaşımın yakınlaşması olarak açıklanabilir.

Küreselleşme, neredeyse her faaliyet alanında dünya çapındaki bağlantıların arttığı bir süreçtir. Bu bağlantılardan bazıları dünya çapında entegrasyon ve birliğe yol açarken bazılarının böyle bir sonucu bulunmamaktadır. Küresel bağlantılar ve ilişkiler, tarihsel olarak benzeri görülmemiş, hızla yeniden şekillenen bir süreci temsil eder. (Held ve diğ., 1999) Sonuç olarak, kurumlar, uluslar ve küresel çıkarlar içindeki ve arasındaki sınırlar bulanıklaşır. (Parker, 2005)

Küreselleşmenin etkisini tüm dünyada, tüm kültürlerde ve tüm düşünce yapılarında görmek mümkündür. Bu durum, dünyayı durmayan bir değişimin merkezi haline getirir. Değişimin hiç durmaması ve çok hızlı olması, küreselleşmeye dair düşünceleri de ikiye ayırmaktadır. Küreselleşmenin hızına ayak uydurabilen kişiler, şirketler veya toplumlar bu durumdan memnun iken, ayak uyduramayanlar ise küreselleşmenin var oluşundan memnun olmazlar. Fakat bu kavram günümüzün yadsınamaz bir gerçeği olduğundan ötürü, olumlu ya da olumsuz atfedilmesinin pratik bir yararı yoktur. Kişiler yaklaşımlarında, küreselleşmenin sahip olduğu tehdit ve olumsuzlukların farkında olarak, sunduğu fırsat ve olumlu yönlerinden faydalanmaya çalışmalıdır. (Köse, 2003)

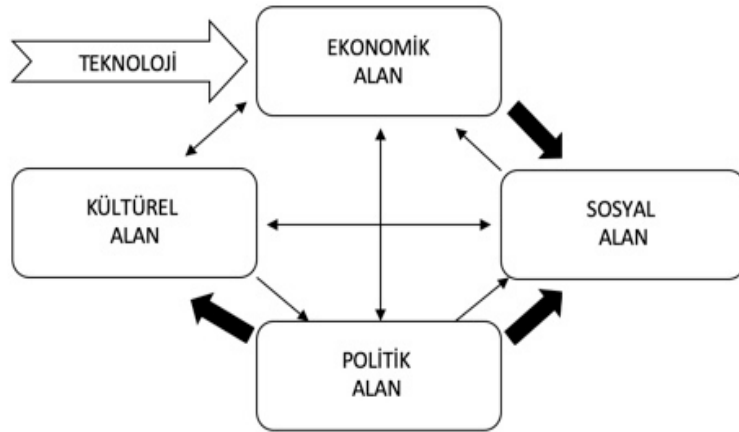
Küresel ekonomi içinde daha sıkı ilişkiler oluşturmak için ekonomi gibi bir faaliyet alanında dünya çapında bağlantılar kurmak gerekir. Bu bağlantılar, doğrudan yabancı yatırımlar, sermaye ve emek arasındaki ilişkilere yansımaktadır. Ancak küreselleşme doğrudan ve ayırık bağlantılardan çok daha fazlasıdır. Buna bir örnek olarak, dünya çapında ilgi alanlarını, modayı, müzik zevklerini paylaşan küresel gençler verilebilir. Bir gencin küreselleşmesi kültürel bir fenomendir ancak dünya çapında ortak ilgi alanlarının yayılması, küresel telekomünikasyon altyapısı, işletmeler ve küresel gençler için küresel markalar yaratabilecek sektörlerin var olmasından kaynaklanmaktadır. Küresel siyasi ortam ticareti kolaylaştırırken, küresel ekonomi ve doğal çevre bunu desteklemektedir. Böylece, tek bir alanda izole edilmiş bir faaliyet gibi görünen bir şey, ilk olarak birinci dereceden, sonrasında birbirleriyle ilişkili olarak ikinci, üçüncü ve sonraki derecelerden etektlere dönüşür. (Parker, 2005)

1.1. Küreselleşmenin Boyutları

Küreselleşme, son zamanlarda üzerine çok fazla yorum yapılan, değerlendirilen, tanımlanan kavramlardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Daha önce de belirtildiği gibi, küreselleşmenin birçok tanımı vardır. Küreselleşmenin farklı tanımları da küreselleşmenin nedenleri ile ilgili farklı hipotezlere yol açmaktadır. Örneğin, bazıları küreselleşmenin arkasındaki itici gücün teknoloji olduğunu düşünmektedir. Bazıları ise küreselleşmenin asıl nedeninin ekonomi, bazıları ticaret, bazıları kültürel faktörler, bazıları da iletişim ve ulaşım yenilikleri olduğunu söylemektedir.

Küreselleşme denince, ilk akla gelen küreselleşmenin ekonomik boyutu olsa da, küreselleşme olgusu kültürel, sosyal, çevresel, politik ve teknoloji alanlarda da hissedilir.



Şekil 1.1: Küreselleşme Boyutları

Kaynak: Erkan, 1998

1.1.1. Küreselleşmenin Ekonomik Boyutu

Küreselleşmeye etki eden faktörler arasında en ön plana çıkanı ekonomik boyut olarak değerlendirilir. Birçok kişinin düşüncesi, küreselleşmenin bu denli güçlü olmasının nedeninin, ekonominin işleyişi olduğunu yönündedir.

Ekonomik küreselleşme, genel olarak dünyanın tek bir pazar haline gelmesini ve ülke ekonomilerinin içiçe geçmesini ifade eder. Dünyanın tek bir pazar haline gelmesi ise, ülkeler arasındaki sermaye akışının artması ile birlikte ekonomik

etkileşimlerin yaygınlaşması, hızlanması ve yoğunlaşması ile meydana gelir. (Fischer, 2003)

Bottery (2003), ekonomik küreselleşmenin üç farklı karakteristik özelliğın birleşiminden oluştuğunu savunur. Bunlardan ilki, teknoloji ve bilgi aracılığıyla, ülkelere giren ve çıkan sermaye hareketlerinin artmasıdır. İkinci özellik ise, WTO, World Bank ve IMF gibi uluslararası kurumların varlığının ortaya çıkmasıdır. Bu kurumlar, küresel serbest piyasa senaryosunda sermaye akışlarını kolaylaştırır. Aynı zamanda, bu kurumların bazı koşulları mevcuttur ve bu koşullar bazı gelişmekte olan ülkeler için büyük bir yük haline gelebilir. Son karakteristik özellik ise, uluslararası şirketlerin etkisinin artış göstermesidir. Örneğın, Mitsubishi, Endonezya, Danimarka, Suudi Arabistan veya Türkiye'nin gayri safi milli hasılasından daha büyük değere sahip olan bir firmadır. Bu nedenle ulus devletler bu tarz uluslararası şirketlerin kendi topraklarında fabrika açması için onlara cazip teklifler, vergi indirimleri, finansal teşvikler sunarak birbirleri ile rekabet etmektedir. (Bottery, 2003)

Her ülke ekonomik küreselleşmenin faydalarından yararlanamaz. Stern (2001), küreselleşmenin gelişmekte olan ülkelerdeki yoksulluk oranını düşürdüğünü belirtse de, 2 milyar insan küreselleşmenin faydalarından yararlanamamaktadır. Bunun nedeni ise, bütünlük göstermeyen ülkelerin devlet ve politikalarındaki zayıflık, vergiler ve diğer engellerin gelişmemiş ya da gelişmekte olan ülke vatandaşlarının zengin ülke piyasalarına girmesine engel olmasıdır.

Günümüzde 100 en büyük ekonominin 51'i şirket 49'u ise ulus devlettir. (Sacks, 2004) Bu duruma meydan okumak isteyen bazı gelişmekte olan ülkeler, kendi ekonomilerini koruyabilmek için IMF, Dünya Bankasına ya da ekonomik boşluğu kapatmak için diğer gelişmekte olan ülkeler ile ticarete olan bağılılıklarını ortadan kaldırmaya uğraşmaktadır. (Rifai, 2013)

Ekonomik küreselleşmede, ticari faaliyetlerin artması ile birlikte ülkelerin birbirlerine bağımlılıklarının, işbirliğinin ve benzerliğinin artması ön plana çıkmaktadır. Ülkelerin birbirlerine olan ticaret bağılılığının artması ile birlikte, ülke ilişkileri gelişmekte, uluslararası tercihler yaygınlaşmakta ve hatta mecburiyete dönüşmektedir. (Aslan, 2005)

Küreselleşme ile birlikte, yerel rekabet uluslararası bir platforma taşınmıştır. Günümüzde insanların, örgütlerin ve toplumların karşılaştıkları en büyük zorluk yaşanan yerel-küresel çelişkilerdir. Küreselleşme ile geline son noktaya uyum sağlayabilmek çok önemlidir. Yerel ekonomilerin yerel sınırlar içinde olduğu zamanlarda, bir firmanın rakibi yerel iken, küreselleşme ile birlikte, sınırlar ortadan kalkmış ve o firmanın rakip sayısı inanılmaz bir şekilde artış göstermiştir. (Liang, 2004)

Ekonomik küreselleşme sürecinin hızlanması, siyasi, toplumsal ve kültürel küreselleşme süreçlerine de ivme kazandırmaktadır. Bu durum, küreselleşme etkenlerinin birbirleri ile negatif değil doğru orantılı olduğunun kanıtıdır. (Günsoy, s. 241)

1.1.2. Küreselleşmenin Kültürel Boyutu

Küreselleşmenin kültürel boyutu, genel hatlarıyla toplumlar arasındaki temasın, iletişimin ve etkileşimin artması ve sıkılaşması olarak değerlendirilebilir. Sınırların kalkması ile birlikte, farklı ülkelerdeki kültür, gelenek, görenek ve alışkanlıklar diğer toplumlar tarafından fark edilmiştir.

Küreselleşmenin kültürel boyutunu incelerken, kültürün toplumları birbirine benzetmesinin yanı sıra toplumları farklılaştırması da incelenmelidir. Toplumların birbirine benzemesinde en çok ön plana çıkan, giyim, kuşam, alışkanlıklar, gelenek ve göreneklerdir. Bu tarz olgularda, tek bir tip kültürün oluşmaya başladığı görülmektedir. Tek tip kültürün oluşması, yerel değerlerin, küresel değerler ile çatışmasına neden olabilir. Din, dil, ırk ve çıkar birliği, ilk aşamada benzerliği getirirse de uzun vadede çatışmalara yol açar. Kültür ve kültürel kimlikler uzlaşma, ayrışma ve çatışma kavramlarını da biçimlendirir ve daha çok çatışmacı niteliktedir. (Huntington, 1996).

Fakat çatışmalar büyük oranda bilgi eksikliğinden yaşanmaktadır. Bu nedenle, küreselleşme sürecinde bilgi paylaşımının yapılması, toplumların çoğulcu olması,

kültürel çeşitlenme, hoşgörü ve katılımı artıracaktır. Bu durumda, çatışmaların uzlaşmaya dönüşümünde rol oynayacaktır. (Erkan, 1998)

1.1.3. Küreselleşmenin Sosyal Boyutu

Coğrafi farklılıkları yüksek olan toplumlar arasındaki iletişim ve etkileşim artmıştır. Farklı toplum ve kültürlerden insanların katılım sağladığı sosyal ağ ve kuruluşlar kurulmuştur. Bu etkileşimde ise, teknolojik gelişmelerin payı çok önemlidir.

Küreselleşmenin en önemli sosyal boyutlarından biri ise göç oranlarında artış ve bu artışa bağlı olarak farklı toplumlar arasında bağ kurulması olmuştur. Artan iletişim ise, dünyadaki insanlar ve toplumlar arasında birçok açıdan farklı bağ oluşmasını sağlamıştır.

Küresel sorunların ise küresel bilinç ve farkındalık ile çözümlenebileceği fark edilmiştir. Bu doğrultuda, insan hakları, çevresel problemler, iktisadi ve toplumsal eşitsizlikler çok uluslu örgütler tarafından konu alınmıştır. Bu örgütlere örnek olarak Uluslararası Af Örgütü (1961), İnsan Hakları İzleme Örgütü (1978), Greenpeace (1971) ve Sınır Tanımayan Doktorlar (1971) gibi örgütler verilebilir.

1.1.4. Küreselleşmenin Teknolojik Boyutu

Teknolojik küreselleşme, ülkeler arası sınırları yok ederek, haberleşme, ulaşım ve emniyet alanlarında yaşanan etkileşim artırmıştır.

1980’li yıllardan beri, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki değişim, bu değişimin her alanda yaygınlaşması, dünyadaki mekan ve mesafe kavramlarını değiştirmiştir. Teknolojik küreselleşmenin ilk etkileri ekonomi alanında hissedilmiş olsa da bu etki siyaset, kültür, ticaret gibi birçok alanda hissedilmektedir. Özellikle bilişim teknolojilerinin eskisine nazaran ucuzlamasıyla, uluslararası etkileşim sürecinde küresel dönüşüm hızlanmıştır. (Giddens, 2000)

Ekonomik alanda teknolojik küreselleşme makineleşme ile başlamıştır. Makineleşme, daha çok, daha hızlı, daha karlı ve daha az maliyetli üretim anlamına

gelirken aynı zamanda daha çok işsizlik anlamına da gelmektedir. Bu nedenle, emek-sermaye ilişkilerinin, iş süreçlerinin ve organizasyonun da küreselleşmeye uygun olarak değiştirilmesi gerekir.

Günümüz küresel sistemini öncekinden ayıran en önemli özellik, toplumlar arası etkileşimde kullanılan aracının bilgi teknolojisi olmasıdır. Dünyanın sanayi toplumundan bilgi toplumuna geçişinde, bilişim teknolojilerinin hızlı gelişimi etkili olmuştur. (Günsoy, s.54)

Yeni teknolojiler, farklı toplumlar arasında bilginin yayılmasını sağlamaktadır. Finansal piyasaların şu an olduğu konuma enformasyon teknolojileri olmadan gelebilmesini düşünmek mümkün değildir. Yeni teknolojilerin üretilmesi ve kullanılması, tüm dünyayı etkilemekte ve değiştirmektedir. Bu durumda, teknoloji küreselleşmeyi, küreselleşme de teknoloji üretimini ve dağılımını kolaylaştırmaktadır. (Archibugi ve diğ., 1999)

Teknolojik gelişmeler, dünya ekonomisini derinden etkileyen özelliklere sahiptir. Örneğin, teknolojik gelişmeler, iletişim ve taşıma hizmetlerini geliştirirken, maliyetleri düşürmüştür. Ürün çeşitliliği artmış, uzmanlaşma ve ticaret gelişmiştir. Büyük ölçek ekonomileri büyük miktarlarda üretim yapabilmiş ve üretimi fazla olan firmalar diğer ülkelerdeki pazarları aramaya başlamıştır. (O'loughin ve diğ., 2004)

1.1.5. Küreselleşmenin Siyasal Boyutu

Siyasal küreselleşme, dünyadaki siyasi ilişkilerin yoğunlaşması ve genişlemesi anlamına gelir. Bu süreçler, devlet egemenliği, uluslararası organizasyonların büyüyen etkisi ve yerel ve küresel yönetimin gelecekteki durumu ile ilgili önemli politik sorunlara neden olmaktadır. Ne de olsa, insanlar son birkaç yüzyıl boyunca, belirli bir ulus devlete 'ait olma' duygusu yaratacak olan bölge sınırları içerisinde siyasi farklılıklarını örgütlemektedir. (Steger, 2017)

Dünyadaki sosyal alanlarının 'yerel' ve 'yabancı' olarak yapay sosyal alanlara bölünmesi, halkın kafasındaki 'biz' ve 'onlar' kolektif kimliklerle örtüşmektedir. Bu nedenle, modern ulus devlet sistemi, varoluşsal bir güvenlik ve tarihi devamlılık

duygusu taşıyan psikolojik temellere ve kültürel varsayımlara dayanırken, aynı zamanda vatandaşlarından da ulusal sadakatlerini nihai bir teste sokmalarını talep etmektedir. ‘Öteki’nin görüntüsünü kötü konuma koyarak beslenen insanların kendi uluslarının üstünlüğüne olan inancı, geniş çağlı savaşlar için gerekli enerjiyi sağlamaktadır. (Steger, 2017)

Küreselleşmenin bu boyutunu inceleyebilmek için ilk olarak dünyanın şu anki ve geçmişteki politik durumlarını karşılaştırmak gerekir. Küreselleşme başlamadan önce, uluslararası piyasada ülkeler egemen aktörler olarak değerlendirilirdi. Uluslararası politika nihai olarak kuvvete dayanır ve bu nedenle askeri güvenlik politikası, ekonomik ve sosyal hizmetler politikasının önüne geçer. Günümüzde, devletler artık tek kilit aktörler değil, askeriye egemenliğini yitirmiş, gücün etkin bir araç olarak kullanılma koşulları azalmış ve politika IMF, Dünya Bankası, WTO gibi uluslararası organizasyonların çevresinde konumlanmıştır.

Bu nedenle, kolektif kimlik duygusu ile ilerleyen kişilerden meydana gelen ulus-devletler küreselleşmede önemini yitirmeye başlar. Bu durum da ulus devletlerin gücünün uluslararası kuruluşlara geçmesine neden olur.

1.1.6. Küreselleşmenin Çevresel Boyutu

Hava ve su kirliliği, iklim değişikliği gibi çevre sorunlarının meydana geliş nedenleri farklı olsa da bu sorunlar sınır tanımamaktadır. Hem gelişmiş hem de az gelişmiş ülkelerin problemi olan çevre sorunları devletlerin ve örgütlerin sınırlara bakmaksızın bir araya gelmesini gerektirmektedir. ‘Küresel düşünmek, yerel davranmak’ (thinking globally acting locally) düşüncesi ile devletler arasında iş birliği yapılmasına ve çevre politikalarında bütünlük yaratılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. (Kaplan, 2000)

1.1.7. Küreselleşmenin Finansal Boyutu

Ekonomik küreselleşmenin bir diğer boyutu olan finansal küreselleşme ile, sermaye herhangi bir sınır kısıtlaması olmadan, düşük risk ve yüksek getiri ile dolaşabilir.

Sermaye hareketlerinin uluslararası dolaşıma açık ya da kapalı olması dikkatli değerlendirilmesi gereken bir konudur. Sermayeyi ülke dışı dolaşıma kapatmak, doğru bir aksiyon olmamakla birlikte, dolaşıma açmak da şirketler açısından zararlı bir durum yaratabilir. Bu nedenle finansal küreselleşme devlet politikaları ile takip edilmeli ve ülke içi durumlara uygun hale getirilmelidir.

1.2. Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi

Küreselleşme kavramının ekonomik, finansal, sosyal, kültürel ve çevresel olmak üzere birçok boyutunun olması, ne zaman başladığına dair farklı görüşlerin olmasına neden olmuştur.

Küreselleşmenin ilk olarak ne zaman başladığı bilinmemekle birlikte, bu konuda farklı görüşler söz konusudur. Bazı bilim adamlarına göre ilk insanların taştan yonttuğu baltalarını, bir başkası ile takas etmesiyle küreselleşme süreci başlamıştır. (Savaş, 2004)

Bazı kişiler küreselleşmenin insanlık tarihi kadar eskiye dayandığını ve başlangıç olarak da sivilleşme zamanlarını göstermektedir. Küreselleşme başlangıcına dair farklı birçok görüş olmakla birlikte üç olasılık üzerinde durulmaktadır. (Karaca, 2007)

İlk düşünce, küreselleşmenin ilk zamanlardan beri var olduğu ancak son dönemde yaşanan bazı gelişmelerle birlikte popülerleştiği görüşüdür. İkinci görüş, küreselleşmenin kapitalizm ve modernizm ile eş anlı ve paralel olarak geliştiği ve yine son yıllarda daha çok konuşulan bir konu haline geldiğidir. Son görüş ise, küreselleşmenin sanayi ötesi toplum, modern ötesi toplum ve kapitalizm düzeninin oturması ile ilgili olarak son yıllarda ortaya çıkan yeni bir kavram olduğunu savunur.

Tarihin ilk dönemlerine bakıldığında, farklı bölgelerde yaşayan toplumların, büyük oranda ticaret amacıyla birbirleri ile iletişim ve etkileşim içinde olduğunun görüldüğü ilk somut örnek, ulus devletlerin kurulması ile birlikte, 16. yüzyılda sınır ötesi gerçekleşen karşılıklı ekonomik bağlantıların görülmesidir. Bu dönemde coğrafi keşifler ve sömürgecilik faaliyetleri ile birlikte yerel ekonomik uğraşlar uluslararası

bir düzeye taşınmıştır. Sömürgecilik hareketleriyle birlikte, altın ve gümüş madeni kıymetli hale gelmiştir.

İlk küreselleşme dalgası 1870 yılında buhar gücünün kullanılmaya başlanması ile birlikte deniz ulaşımının ucuzlaması sonucu ülkeler arası dolaşımın ortaya çıkması ile başlamıştır. Yine bu süreç zarfında, İngiltere ve Fransa arasında yapılan bir anlaşma ile gümrük sınırları kaldırılmıştır. İkinci küreselleşme dalgasını ise, 1945 yılında görüyoruz. Fakat bu küreselleşme dalgasında gelişmekte olan ülkeler küreselleşmenin dışında kalmıştır. Zira bu yıllarda küreselleşme daha çok gelişmiş ülkeler arasında sanayi ve hizmet ticareti olarak ortaya çıkmıştır. 1945'te başlayan küreselleşme sürecinde, Avrupa ülkelerinin birleşmeye başlamasını ve “ortak pazar” oluşturmasını ve uluslararası şirketlerin sayısının ciddi şekilde arttığını görüyoruz. Üçüncü ve son küreselleşme dalgasında ise 1980'li yıllarda emeğin ucuz ve bol olduğu gelişmiş ülkelerde üretimin artması ve ucuzlaması ile, ihracat artmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin refah ve rekabet güçlerinin artmasına neden olmuştur. 1985 yılında Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB)'nin sosyalizmden serbest piyasa ekonomisine geçişi, 1989'da Berlin Duvarının yıkılması ile Almanya'nın serbest piyasa ekonomisine geçişi ve 1991'de SSCB'nin ikiye ayrılmasından sonra küreselleşme faaliyetleri hız kazanmıştır. (Ar, 2007)

İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1944 yılında Amerika'da “Uluslararası Para Anlaşması” olan Bretton Woods Anlaşması imzalanmıştır. Anlaşmanın en önemli sonucu, anlaşmayı imzalayan ve parasını altına dönüştürmeyi isteyen ülkelerin parasının değerinin dolara göre hesaplanmasıdır. Bir başka deyişle, altına dönüştürülebilen tek para birimi dolar olarak kabul edilmiştir. 44 ülkenin katılım sağladığı bu anlaşma ile sabit kur rejimine geçilmiştir. Bu doğrultuda, 1 ons altının değeri 35 dolar olarak belirlenmiş ve diğer ülkelerden altın talebi geldiğinde de bu parite üzerinden çevrilmiştir. Bretton Woods döneminde, kurun sabitlenmesi ile birlikte istikrar sağlanmış ve ülkeler arası ticarete yaşanan belirsizlikler giderilmiştir. (Shapiro, 2001:75)

Bretton Woods anlaşması ile Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) temelleri atılmıştır. Yeterli sayıda ülkenin imzalaması ile birlikte 1946 yılında bu kurumlar kurulmuştur. Dünya Bankası, savaş sonrası ülkelerin yeniden

yapılanmasına yardım ederken, IMF ise döviz kuru konularında sıkıntı yaşayan ülkelere yardımcı olmuştur. (Eiteman, Stonehill ve Moffet, 2001:25)

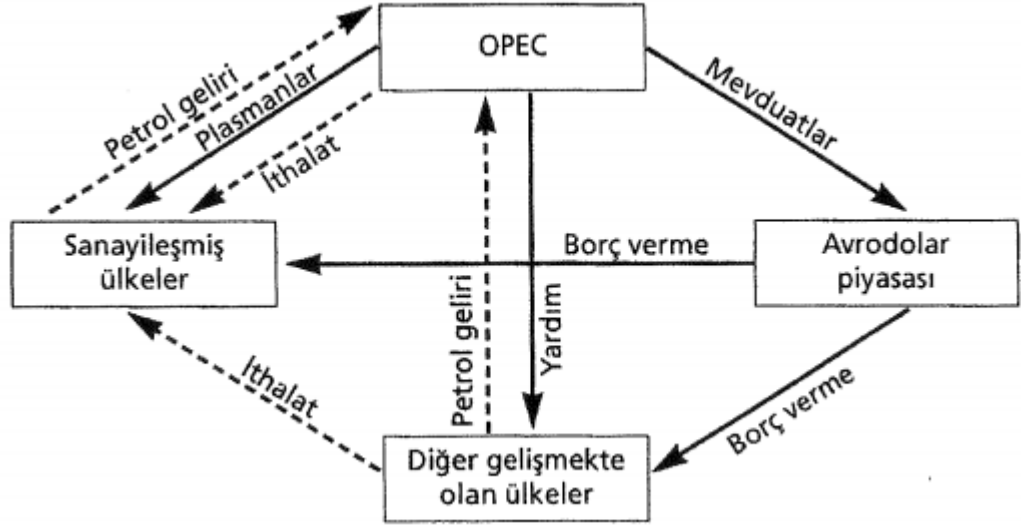
İkinci Dünya Savaşı sonrası oluşturulan Bretton Woods sisteminin, savaş sonrası ülkelerin yapılanmasında ve ticaretin büyümesinde olumlu bir etkisi olmuştur. Yıllar içerisinde ülkelerdeki para ve mali politikaların değişmesi Bretton Woods sisteminde de sıkıntılar yaşanmasına neden olmuştur. Sistemin etkin bir şekilde devam edebilmesi için sisteme dahil olan ülkelerin mali politikalar konusunda ortak kararlar devam etmesini gerektirmiştir. Döviz kurunda talep edilen değişikliklerin zamanında yapılmaması dönem dönem krizlere neden olmuştur. ABD’de süre gelen ödemeler dengesi açıkları sorunlar yaratmaya başlamış ve yabancıların dolar talebinin karşılanması için çok miktarda dolara gereksinim duyulmuştur. Tüm bu dengesizlikler, ABD’nin doları altına çevirmesi konusundaki taahhütlerini karşılayamayacağı yönünde bir algı oluşturmuştur. (Eiteman, Stonehill ve Moffet, 2001:26)

ABD, doların hızlı bir şekilde değerlenmesinden dolayı ortaya çıkan ödemeler dengesi açığını önlemek için 1971 yılında birçok önlem almıştır. Altının fiyatını iki katına çıkarmış, ithalatı azaltmak için ek vergiler koymuş ve doları altına çevirme taleplerini de kabul etmemeye başlamıştır. Fakat bu yöntemler etkili olmamış ve ABD’nin altın rezervlerinin önemli bir kısmı erimiştir. Çözüm olarak, IMF üyesi ülkeler altın ve dolar arasındaki sabit kuru kaldırmıştır. Sabit kurun kalkması ile birlikte, ilgili ülkelerin para birimleri dolar ve altın karşısında yükselişe geçmiştir. (Geiger, 1988)

Küreselleşme açısından dönüm noktası olan Bretton Woods sisteminin çökmesi ABD, İngiltere, Almanya, Japonya gibi gelişmiş ülkeler sermaye hareketlerindeki kısıtlamaları kaldırmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye hareketlerine yapılan kısıtlamaların azaltılması ile birlikte finansal küreselleşme muazzam bir ivme kazanmıştır. (James, 2017)

1973 yılında yaşanan birinci petrol kriziyle petrol varili 2.69 dolardan 11.65 dolara yükselmiştir. Petrol fiyatlarının yükselmesi, petrol ihraç eden ülkelerin (OPEC) kazançlarını artırırken, petrol ithal eden ülkelerin alım gücünü düşürmüştür. Petrol

ithal eden ülkelerde üretim azalırken, işsizlik ve yoksulluk artış göstermiştir. Petrol satın alması gereken ülkeler, petrol fiyatlarını karşılayabilmek için kredi kaynakları bulmaya çalışmıştır. (Bulutoğlu, 2002)



Şekil 1.2: 1970’li yıllarda petrodollarların yeniden dolaşıma sokulması

Kaynak: Jacques Adda, 2013, Ekonominin Küreselleşmesi, Çeviren:Sevgi İnceci, 2. Baskı, İstanbul, İletişim Yayınları, s.106)

OPEC elinde bulundurduğu fazla likiditeyi ya Gelişmekte olan ülkelere ya da avrodolar piyasasına yönlendirmiştir. Avrodolar piyasası da elindeki mevduatı sanayileşmiş ülkelere ya da GOÜ’lere borç vererek değerlendirmiştir. GOÜ’ler aldıkları yardım ile, sanayileşmiş ülkelere ithalatı ve OPEC’ten petrol ithalatını karşılamıştır. Sanayileşmiş ülkeler de OPEC’ten petrol ithal ederek petrol ihraç eden ülkelere petrol geliri sağlamıştır. Bu döngü 2. petrol krizi yaşanana kadar sürmüştür.

1970’li yılların sonunda petrol varilinin fiyatı 11.65’ten 40’a yükselerek 2. Petrol krizi başlamıştır. Petrol ihraç eden ülkelerde petrol geliri eşitsiz bir şekilde paylaşılırken, petrol ithalatı da oldukça gerilemiştir. Petrol ithalatının azalması dünya çapında bir durgunluk ortaya çıkarmış ve bu kaos ortamında petrole ikame enerji kaynakları arama arayışı başlamıştır. Dünyanın en büyük petrol ihracatçısı Suudi Arabistan ise bu durgunluktan en çok etkilenen ülkelerin başında yer almaktadır. (Adda, 2013)

1990'lı yıllarda gelişmiş ülkeler, ekonomik durgunluğu geçirebilmek ve geliştirmekte olan ülkeleri kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebilmek için kurumsallaşmaya başlamıştır. Bu doğrultuda, 1993 yılında NAFTA'ya üye ülkeler olan ABD, Kanada ve Meksika arasında serbest ticaret ve sermaye faaliyetleri gerçekleşmiştir. Yine aynı yıl, gümrük tarifeleri ve ticaret genel anlaşması (GATT) çerçevesinde 117 ülke temsilcisinin katılımıyla en kapsamlı ticaret anlaşmalarından biri olan Uruguay Round Nihai Senedi imzalanmıştır. Bu anlaşma ile, gelişmiş ülkelerin çıkarları korunurken, geliştirmekte olan ülkelere fazla maliyetler yüklenmiştir. Müzakereleri 7 yıl süren anlaşma, dünya ticaretinde ciddi bir liberalizasyon ve genişleme sağlamıştır. Böylece, mal ticaretinde gümrük ücretleri indirilecek, tarımda ihracat sübvansiyonları ve iç destek seviyeleri aşağıya çekilecek, tekstildeki miktar kısıtlamaları kaldırılacak, gönüllü ihracat sınırlamalarına son verilecek ve hizmetlerde pazara giriş imkanları verilecektir. Ek olarak, liberal ticaret anlayışına ters düşen yaptırımlar yürürlükten kaldırılacaktır. Anlaşmanın sonucu olarak, sonuçların uygulanmasını yöneten ve gözetten "Dünya Ticaret Teşkilatı-WTO" kurulmuştur. (Fieleke, 1995)

1993 yılındaki bir başka gelişme ise, Maastricht Anlaşmasıyla Avrupa Topluluğu (AT), Avrupa Birliği'ne (AB) dönüşmüştür. Aynı yılın ilerleyen zamanlarında, ABD Uzak Doğu'nun dinamik Asya-Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC) ülkelerini NAFTA üyeliği ile bir araya getirmiş böylece ABD'nin Uzak Doğu'daki çıkarlarını gerçekleştirebilmesi amaçlanmıştır.

1990 yılından itibaren liberal görüşler dünyada hızla yayılmaya başlamıştır. Bu dönemde, uluslararası mübadelelerde mal ve finans piyasaları ülke sınırlarını zorlamakta ve kendi boyutlarını aşmaktadır. Özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, hem sürecin ürünü ve öncüsü olmakta hem de ekonomik, sosyal, siyasal ve kültürel küreselleşmeyi beraberinde getirmektedir.

20. yüzyılın sonlarında ve 21. yüzyılın başlarında daha da ön plana çıkan küreselleşme sürecinde en önemli rolü küresel pazar arayışı olan, güçlerini küresel olarak duyurmak isteyen ve daha çok kar elde etmek isteyen çok uluslu işletmeler oynamıştır. Zira birçok çok uluslu şirketin en büyük amacı, küresel karı maksimuma çıkaracak dünya çapında ekonomik faaliyetlerde bulunmaktır. Küresel bir şirket, her

parçasının bütüne hizmet etmesi beklenen organik bir yapıdır. (Arıboğan, 1996)

1.3. Küreselleşmeye Farklı Yaklaşımlar

Günümüzde tüm toplumlar tarafından kabul edilen küreselleşme kavramının olumlu yanları olduğu kadar olumsuz yanları da mevcuttur. Küreselleşme ile birlikte ülkeler arasındaki sınırlar yok olmuş, toplumların sahip oldukları değerler ve kültürler toplumlar arası aktarılmaya başlanmıştır.

Küreselleşme kavramına olan yaklaşımlar “radikaller”, “kuşkucular” ve “dönüşümcüler” olmak üzere üç ayrı kategoride değerlendirilir. (Held ve diğ., 1999)

1.3.1. Aşırı Küreselleşmeciler (Radikaller)

Radikallerin görüşüne göre, piyasalar, ulus devletlerden daha çok güce sahip konumdadır. Bir başka deyişle ulus devlet, küreselleşme sürecinde önemini yitirmiştir. Artık küresel piyasa, politikanın yerini almaktadır. Bunun nedeni ise piyasa mekanizmasının politika temelli hükümetlerden çok daha rasyonel çalışıyor olmasıdır. Birleşmiş milletler, IMF, GATT gibi ekonomiyi yönlendiren uluslararası organizasyonlar ulus devletlerden daha etkili hale gelmiştir. (Martell, 2010)

Radikaller, küresel toplum zihniyetinin, geleneksel devlet yapısının yerini almaya başladığını savunmaktadır. Savundukları diğer önemli konu ise, yerel ekonominin yerini de küresel ekonomi politikalarının alacağı yönündedir.

Yerel politikalar yerel ölçekte etkili olsa da, küresel gelişmelerde ve küresel ekonomi politikalarında etkili olamamaktadır. Bu durum da, vatandaşların politika ile daha az ilgilenmelerine politikacılara inanmamalarına neden olmaktadır. Aslında, yerel politikalara ve politikacılara olan güvenin ve inancın azalmasının hatta yok olmasının nedeni küreselleşmedir. (Giddens, 1999)

1.3.2. Küreselleşme Karşıtları (Kuşkucular)

Kuşkucular, radikallerin tam zıttı görüşlere sahip olan, küreselleşme karşıtı kişilerdir. Küreselleşme karşıtları, para ve mal hareketlerinin yeni olmadığını, bu tarz hareketlerin eskiden beri var olduğunu düşünmektedir. Günümüzde ülke sınırları ciddi bir şekilde korunmakta ve yine aynı şekilde ciddi pasaport kontrolleri yapılmaktadır. Bundan 100 yıl öncesinde ise sınırlar bu kadar keskin değil, ülkeler arası geçişte pasaport bile kullanılmıyordu. Bu şekilde bakıldığında, küreselleşmenin bundan 100 yıl öncesine yani 19. yüzyıla geri dönüşten başka bir şey olmadığını iddia etmektedirler. Küreselleşmenin eskiden beri var olduğunu ve fakat şu an bu kadar popüler olmasının nedeni olarak da küreselleşme kavramının bir ideoloji haline gelmesine bağlıyorlar. (Giddens, 2000:40)

Kuşkuculara göre, küreselleşme beklenen bir olgudur fakat bu olgu radikaller tarafından büyütülerek efsane haline getirilmiştir.

Dünya, yeni akımlar doğrultusunda bölünmeye doğru gitmektedir. Bu nedenle aslında küreselleşme, bir bütünlük yaratmaktan ziyade, farklı kültür, uygarlık ve bölgeler arasında yeni çatışmalar yaratmaktadır. Aynı zamanda, küreselleşmenin küresel bir toplumun var oluşuna değil, milliyetçiliğin artışına neden olacağını ileri sürülmektedir. (Bozkurt, 2000)

1.3.3. Dönüşümcüler (Transformationalists)

Kendilerini ilk iki görüşe daha uzak hisseden, küreselleşmenin gerçek bir süreç olduğunu savunan fakat bahsedildiğinden çok daha kompleks bir süreç olduğuna inanan kişiler dönüşümcülerdir. Çağdaş küreselleşme tarihsel olarak görülmemiş bir şeydir. Fakat aynı zamanda, dönüşümcüler bunun uzun vadeli premodern formlara sahip bir tarihsel süreç olduğunu da söylemektedir. Bu nedenle, Asya, Orta Doğu ve Avrupa arasında eski premodern zamanlarda ticaret ve göç gerçekleşmiş olabilir. Fakat 2. Dünya savaşı sonrası olan teknolojik ve politik değişiklikler benzeri görülmemiş bir büyümeye yol açmıştır. Bu büyümenin etkileri, küresel medya iletişimi, ülkeler arası ekonomik bağımlılık, uluslararası siyasi kuruluşlardaki hız, hacim, kuvvetin artmasında görülmektedir. (Martell, 2007)

Dönüşümcüler, radikaller ve kuşkuculardan farklı olarak, küreselleşmenin gelecekteki rolünün teleolojik ya da doğrusal olmasından ziyade belirsiz olduğunu savunmaktadır. Daha doğrusu, küreselleşmenin ileriye doğru gitmeye mahkum olmasından ya da mevcut durumun belirlenmiş gelecek haline dönüşecek olmasından ziyade uluslararası geleceğin açık olduğunu ve büyük firmaların, devletlerin ya da sivil toplum ya da sosyal hareketlerin kararlarının yönlendireceğini savunmaktadır. (Martell, 2007)

Dönüşümcüler, toplumlarda meydana gelen hızlı ekonomik, sosyal, kültürel, siyasal ve teknolojik değişimlerin arkasındaki siyasal gücün küreselleşme olduğunu savunur. Toplamların içişleri ve uluslararası politikaları arasında açık bir ayrım yoktur. Şu ana kadarki pazar yapısından çok daha bütün yeni bir küresel pazar doğmuştur. Karşılıklı alınıp satılan para ve malların miktarı 19. yüzyıl ile karşılaştırılmaz durumdadır. Ekonomi ise her geçen gün daha çok hizmet sektörüne bağımlı hale gelmektedir. Özellikle, elektronik ve finans ekonomisi içeren hizmetler, hizmet gelirinin en önemli kısmını oluşturur. Hizmet kalemi altında elektronik ve finanstan sonra ise bilgi, eğlence ve iletişim hizmeti gelmektedir. İletişimde yaşanan gelişmeler ile birlikte, eski kültürler, yapılar ve alışkanlıklar değişmeye birbirleri ile temas etmeye ve etkileşime geçmeye başlamıştır.

Küreselleşmenin 3 farklı görüşü			
	Radikaller	Kuşkucular	Dönüşümcüler
Küreselleşme	Küreselleşme nedenseldir	Küreselleşme bir söylemdir; uluslararasılaşma diğer nedenlerin etkisidir	Küresel dönüşümler, farklılaşma ve toplumsal iç içe geçmişlik
Yöntem	Soyut, genel yaklaşım	Ampirik yaklaşım	Nitel yaklaşımdan ziyade nitel yaklaşım
Ekonomi	Küresel ekonomi; bütünleşme; açık ve serbest ticaret	Bölgeseldir, eşitsizdir	Küresel olarak dönüşmüş; yeni katmanlara ayrılmış,

			küreselleşmiş ama farklılaşmış
Politika (Siyaset)	Küresel yönetim veya neoliberalizm; ulus devletlerin azalması; ulusal egemenliğin zarar görmesi	Ulus devletler, bölgesel bloklar, uluslararası güç ve eşitsizlik; siyasi aktörlük mümkündür	Politika küresel olarak dönüşmüş; ulus devletler önemli fakat yeniden yapılandırılmış; egemenlik paylaşılmış
Kültür	Homojenleştirme	Kültürlerin çarpışması; milliyetçilik; amerikanlaştırma; küreselleşme farklılaşmıştır	Küresel olarak dönüşmüş; hibritleşme; kompleks, farklılaşmış küreselleşme
Tarih	Küreselleşme yenidir	Uluslararasılaşma eskidir	Küreselleşme eskidir fakat günümüzdeki yapısının benzeri görülmemiştir
Normatif Politika	Küresel yönetim veya neoliberalizm; Sosyal demokrat refah devletinin sonu	Yenilikçi sosyal demokrasi ve uluslararası düzenleme mümkündür	Çok uluslu (kozmpolit) demokrasi
Gelecek	Küreselleşme	Ulus devlet, ABD-Japonya-AB üçlüsü(triad), çatışma, eşitsizlik	Belirsiz; politik sağ veya sol; devam eden, duraksayan veya tersine dönmüş

Tablo 1.1: Küreselleşmenin 3 farklı görüşü

Kaynak: Martell, 2007

2. EKONOMİK VE FİNANSAL KÜRESELLEŞME (KÜRESELLEŞMENİN İKTİSADİ BOYUTU)

Birçok kişiye göre küreselleşmenin en önemli unsuru artan ekonomik ilişkilerdir. Bu nedenle küreselleşme literatürünün büyük bir kısmını, ekonomik küreselleşme kavramı oluşturmaktadır.

Ekonomik küreselleşme ülkelerin birbirleriyle mal, sermaye ve emek hareketlerini artırmaları, ülkelerin bütünleşmeleri anlamına gelmektedir. İktisadi küreselleşmenin iki farklı bacağı vardır. Bunlardan ilki üretimin küreselleşmesi iken diğeri finans piyasalarının küreselleşmesidir. Bu nedenle de finansal piyasaların küreselleşmesi, küreselleşmenin esas itici gücünü oluşturur. (Afşar, 2010)

2.1. Üretimin Küreselleşmesi

Üretimin küreselleşmesi, eskiden yerel pazarlara ve kısıtlı olarak dış pazarlara hitap eden ve daha çok seri üretim ile gerçekleşen klasik üretim tarzının, küresel pazarlara yönelik olarak değişikliğe uğramasıdır.

1970'lere kadar, fordist üretim tarzı da denen, vasıfsız işçiler tarafından yürütülen, esnek olmayan ve seri üretime dayalı bir sistem mevcut idi. Fordist üretim tarzını benimseyen firmalar ise, bu yöntem sayesinde büyük ölçekte üretim yaparak birim başına sabit maliyeti düşürürken ölçek tasarrufu sağlıyorlardı. 1970'lere gelindiğinde ise, yaşanan kriz (fordizm krizi) üretim sisteminde köklü değişikliklere yol açmıştır. Ölçek tasarrufu seçenekleri tükenen üreticiler maliyetlerini düşürmek için farklı yol arayışlarına girmiştir. Bu kapsamda, kitlesel üretim bırakılarak, ürün farklılaşmasına gidilmiştir. Bu durum, stokların azaltılarak, ara girdilerin yan sanayilerden sağlanması amaçlanmış ve bu şekilde rekabet etmeye çalışmışlardır. Böylece, vasıflı emeğin kullanıldığı, talepler doğrultusunda esneklik gösterebilen, farklılaştırılmış malların üretimi amaçlanan postfordist olarak adlandırılan yeni bir üretim tarzı doğmuştur.

Yine aynı dönemlerde yaşanan fiber optik kablounun bulunması, uydu ve internet teknolojisindeki gelişmeler dünyanın her yerinde kısa sürede veri, görüntü ve ses alınmasını mümkün kılmıştır. Öte yandan dünyada gümrük muafiyetleri, vergi

dilimleri, krediler, denizaşırı zarar sigortası gibi hükümet politikaları yabancı sermayenin önündeki engelleri azaltmıştır. (Çam, 2005)

1970’li yıllarda dünya üretiminin %30 ile %50’sini elinde bulunduran 500 en büyük firma, kendisi için gerekli işgücünün 15 milyonunu Amerika’dan sağlarken, 12-13 milyonunu diğer ülke işgüçlerinden uluslararası üretim yoluyla karşılamışlardır.

General Electric 1970’lerde 25.000 Amerikalı işçisini işten çıkarırken, yabancı ülkelerde 30.000 işçi istihdam etmiştir. Saat firması olan Bulova, saatin iç mekanizmalarını İsviçre’de hazırlatırken, saatlerin montajını Amerika’da yaptırtmaya başlamıştır. ABD şirketi olan General Motors ise, otomobillerini Japonya’da, otomobillerin motorlarını ise Meksika’da üretmektedir. Bir başka amerikan markası olan Nike ise, üretiminin tamamını yabancı ülkelerdeki bağımsız firmalara fason imalat anlaşmalarıyla yaptırmaktadır. 1994’te Nike kendisi için 9.000 kişi istihdam ederken, fason imalat yapan işyerlerinde 75.000 kişi Nike için çalışmaktadır. (Hirst ve Thompson, 2004)

Küreselleşme rekabet seviyesini artırmıştır. Yüksek ücretli Kuzey Amerika ve Batı Avrupa ülkeleri yüksek işsizlik oranıyla karşı karşıyayken, bir taraftan verimli ve görece düşük ücretli işgücü alanlarının şiddetli rekabeti ile karşılaşmaktadır. Diğer bir taraftan da Japon üreticilerinin yüksek kaliteli, esneklik ve verimliliği ile karşı karşıya kalmaktadır.

Yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı 1970 sonrasında üretimin küreselleşmesi başlamıştır. Üretimin globalleşmesi, sermayenin dünyayı sınırları olmadan dolaşabilmesi, küresel üretim sisteminin parçalarını, maliyet avantajı açısından optimum yerlerde gerçekleştirmesidir. Global işletmeler tarafından üretim faaliyetleri, uluslararası sermaye yatırımları ve iştirak gibi yöntemler aracılığıyla uluslararası platforma taşınmaktadır.

Üretimin küreselleşmesiyle birlikte özellikle belli alanlarda global işletmeler ortaya çıkmıştır. Bu durumda, üretimin farklı aşamalarında yapılan AR-GE, montaj, ürün hazırlanması ve kalite gibi aşamalar bir ülkeyle sınırlı kalmadan, farklı ülkelere yayılmıştır. Yine üretim için gerekli işgücü ile üretim araçlarının temini de uluslararası

nitelik kazanmıştır. Bu yayılma ise o ülkenin ilgili aşama için karşılaştırmalı üstünlüğü değerlendirilerek yapılmıştır. (Afşar, 2004)

O halde üretimin küreselleşmesi, şirketlerin teknolojik gelişmelerin mümkün kılınması ile üretim sürecini farklı aşamalara ayırmaları, üretimin bu farklı aşamalarını yurtdışında şirket kurup yatırım yapmak, fason imalat anlaşmalarına girmek, mevcut yatırımlara iştirak etmek gibi yöntemlerle birden fazla ülkeye yaymaları, üretim için gerekli işgücü ve üretim araçlarını uluslararası alanda temin etmeleri, üretimin fonksiyonlarını da parçalayarak çeşitli ülkelerde gerçekleştirmeleri olarak tanımlanabilir.

2.2. Finans Piyasalarının Küreselleşmesi

Finans piyasalarının küreselleşmesi, ülkeler ve kıtalar arasındaki ekonomik faaliyetlerin artması ve ülkelerin birbirlerine entegre olmasını ifade eder. Finansal küreselleşmeyle gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelerdeki uluslararası finansal faaliyetleri kendi ülkelerine çekebilmek için finans piyasalarında var olan denetim ve kısıtlamaları kaldırmış, bu şekilde uluslararası sermaye hareketleri artış göstermiştir.

Neoliberalizmin gelişmesi sonucu ortaya çıkan finansal küreselleşme kavramını açıklarken neoliberalizmi de açıklamak gerekir. Aslında neoliberal bakış açısı oldukça net ve açıktır: Küreselleşme, karşı konulmaması gereken ve kaçınılmaz bir kavramdır. Tüm hükümetlerin bu küreselleşme sürecinden yararlanabilmesi için gerekli yapısal reformları uygulaması gerekir. Zira, uluslararası sermaye dolaşımı ve çağdaş teknoloji gibi neoliberal küreselleşme avantajlarından ancak kendi sistemlerinde gerekli reformları yapanlar faydalanabilecektir. Bu durumda, gelişmekte olan ülkelerin yerel piyasalarını uluslararası sermayeye açması ve küreselleşen dünyaya ayak uydurması gerekir. (Yeldan, 2004)

2.2.1. Finansal Küreselleşmenin Tarihi Gelişimi

1.Dünya savaşına kadar ticaret merkezi olan İngiltere, savaş sonrası konumunu ABD'ye kaybetmiştir. Bu dönemden sonra ABD'nin kalkınması ve gelir düzeyi hızlı bir artış göstermiştir. (Baylis ve Smith, 2013) Gelen para, sermaye piyasasına yöneltilerek hisse senedi piyasası canlanmış ve fiyatlar artışa geçmiştir. Fakat 1928

yılında Federal Rezerv'in iskonto oranlarını düşürmesi ve genişletici açık piyasa işlemleri yapması sonucu, ABD'den hızlı bir sermaye çıkışı olmuş bu durumda hisse senedi piyasasında oluşmuş balonun sönmesine ve hisse senedi fiyatlarının çakılmasına neden olmuştur. Borsanın çökmesine engel olmak için bazı büyük bankalar yüksek fiyatlardan hisse senetleri satın almış olsalar da borsanın durumu iyileşmemiş, bankalar ise iflas etmek durumunda kalmıştır. (Allen, 2009)

1928 ve 1939 yılları arasında Gelişmekte olan ülkelerdeki bağımsızlık faaliyetleri, bu ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırımlara yönelik güven algısını olumsuz etkilemiş ve bu nedenle bu ülkelerdeki yabancı şirketler ulusallaştırılmıştır. 2. Dünya savaşı sonrası doğrudan yabancı yatırımlar artmaya başlasa da bu yatırımlar gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşmiştir.

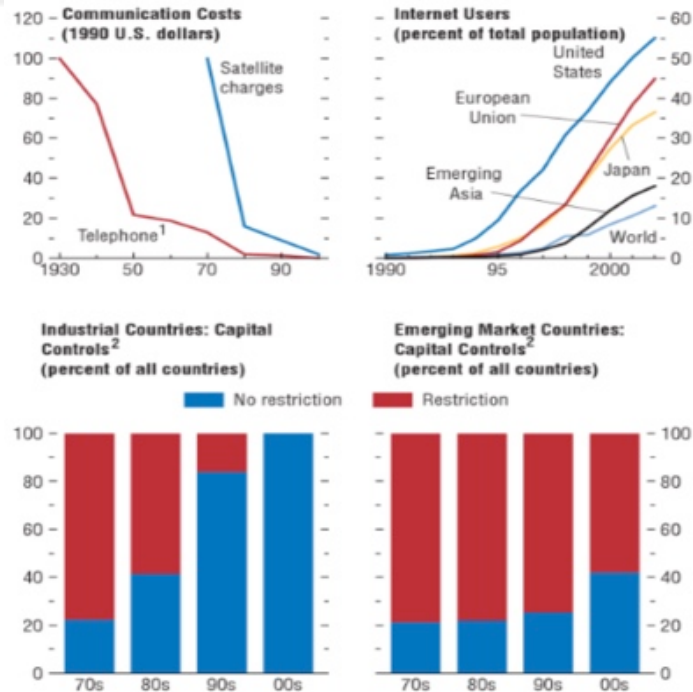
1948 ve 1967 yılları arasında gelişmiş ülkelere, gelişmemiş ülkelere olan doğrudan yabancı yatırımların payı azalmıştır. Örneğin, 1938 yılından 1960 yılına kadar Latin Amerika sermaye stoğu %30.8'den %15.6'ya düşerken, Hindistan'da %5.6'dan %2'ye düşmüştür. (Dunning, 1993)

Bahsedildiği gibi 1970'li yıllara kadar ülkeler finans piyasalarına müdahalelerde bulunmuştur. Yapılan bu müdahaleler, mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlandırılması, kredi politikalarının devlet tarafından belirlenmesi ve sermaye hareketlerinin sınırlandırılması şeklinde sayılabilir. Sabit döviz kurları ve kontrol altındaki sermaye hareketlerine dayanan Bretton-Woods Sisteminin sona ermesi ile birlikte ülke ekonomilerinin büyüyebilmesi için finansal piyasalarda serbestleşmenin sağlanması görüşü yaygınlaşmış ve küreselleşme süreci hızlanmıştır. (Gündem ve Tunç, 2010)

Bu dönemde aynı zamanda başka gelişmeler de olmuştur. Gelişmiş ülkelerde ekonomik liberalizm ve sermayenin serbestçe dolaşmasının önündeki engel ve kısıtlamaları yok etmek isteyen hükümetler başa geçmiştir. O dönemlerde başa, İngiltere'de Thatcher, ABD'de Reagan, Fransa'da Mitterand hükümetleri geçmiştir. Hükümet değişiklikleri ile birlikte yüksek gelir grubunun gelir vergisinin azaltılması, sendikaların gücünün azaltılması, emek piyasalarının esnekleştirilmesi, kamu sektörü işletmelerinin ya özelleştirilmesi ya da yok edilmesi, faiz hadlerinin yükseltilmesi gibi

faaliyetler finansal küreselleşmenin temel amacı haline gelmiştir. Alınan bu aksiyonlarla birlikte mali sermaye egemenliğinin önü açılmış, sermaye dolaşımının önündeki engeller kaldırılmış ve sermayenin serbestçe dolaşmasına dair yasalar hayata geçmeye başlamıştır. (Mandelbaum, 2002)

Finansal küreselleşmede etkin rol oynayan bir diğer unsur ise ulaşım, enformasyon ve iletişim alanındaki teknolojik gelişmeler olmuştur. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler, ülkeleri birbirine yaklaştırmış, insanları ve piyasaların birbirinden uzak kalmasına neden olan zaman ve mesafe gibi engelleri büyük oranda ortadan kaldırmıştır. Teknolojik gelişmeler aynı zamanda ulaşım ve iletişim maliyetlerini de oldukça düşürmüştür. Örneğin, 30'lu yıllarda mil başına ulaşım maliyeti 0.70 dolarken, 2000'lerde bu rakam 0.10 dolardan daha azdır. Aynı şekilde, yine 30'larda okyanus aşırı üç dakikalık telefon konuşması 245 dolar iken, bu rakam günümüzde 1 dolar civarındadır. (şekil 1) Öte yandan, borsa işlemleri artık o ülkenin çalışma saatleri ile sınırlı olmadan 24 saat boyunca yapılabilmektedir. Bu durum ise, yatırımcıların başka ve hatta uzak piyasalarda hisse ve tahvil piyasalarında işlem yapmaya başlamasına neden olmuştur. (Chang ve Grabel, 2004)



Şekil 2.1: Finansal Küreselleşmenin Belirleyici Unsurları

Kaynak: Busse, 2003

2.2.2. Türk Finans Piyasalarının Küreselleşmesi

Türkiye, 1980 yıllarına kadar finansal piyasaları iyi yönetilememiş, düzenlenememiş, sınırlı ve parçalı bir finansal sisteme sahipti. 1970’lerde yaşanan enflasyon artışı ile birlikte, reel faiz oranları negatife düşmüş ve sektör küçülmüştür. Sermaye piyasaları gelişmemiş ve ticari bankaların egemenliği söz konusu idi. Bütçe açıkları para basılarak finanse ediliyordu. Menkul kıymet piyasası geri kalmış olduğundan, Merkez bankası finansal kontrol için bu piyasadan yararlanamamaktaydı. Döviz kuru sabit, faiz oranları çok düşük düzeyde kalacak şekilde kontrol edilen, menkulleşme oranı çok düşük bir piyasa idi.

1980 sonrası da birkaç sene boyunca finansal piyasalarda sıkı denetlenmeler ve sınırlamalar yaşanmıştır. Türkiye vatandaşlarının döviz almaları ve ülke dışı yatırım yapmaları engellenmiştir. Aynı şekilde kurumların da yurtdışı piyasalardan fon bulma imkanları sınırlandırılmıştır. Ülkeye fon girişi ancak uluslararası finansal kuruluşlardan alınan krediler ile gerçekleşmekte idi. (Lukauskas ve Minushkin, 2000:705)

Türkiye’de finansal küreselleşme, 1980’li yıllarda devlet kontrolünde başlamıştır. Finansal açılma süreci başladıktan sonra, yabancı yatırımcıların önündeki engeller hızlı ve kararlı bir şekilde kaldırılmıştır. Türkiye ekonomisi değişmeye başlamış ve büyüme odaklı uyum programının aşaması olarak piyasalar liberalleştirilmiştir. Bu uyum programında, mal ve para piyasaları için bazı stratejiler konulmuştur. Mal piyasası için, arz-talep dengesinin sağlanması, kamu açıklarının minimuma çekilmesi, özel sektörde girişimciliğin desteklenmesi, devletin ekonomiye müdahalesinin azaltılması hatta kaldırılması, serbest piyasaya geçilmesi, dış rekabete açılmak gibi stratejiler mevcuttur. (Lukauskas ve Minushkin, 2000:705)

1980’lerde doğrudan yabancı yatırımcı önündeki engeller kaldırılrsa da yabancı yatırımları yavaş bir artış göstermiştir. Türkiye, 1990’lı yılların başlarında yıllık 1 milyar (billion) \$’lık doğrudan yabancı yatırım almıştır. (OECD, 1994:24-25). Piyasa yapıcılar doğrudan yabancı yatırımların önündeki bazı engelleri 1980 ortaları gibi kaldırırsa da, yabancı yatırımlar artışı üzerinde en büyük etkisi olan reformlar 1988 ve

1992 yılları arasında gerçekleşmiştir. En önemli ölçü, Türk lirasının konvertibilitesini artırmak ve yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul'a erişimine izin vermektir. 1989 yılında, Borsa İstanbul oldukça iyi ve uygun şartlarla yabancı yatırımcılara açılmıştır. Piyasa yapıcılar, yabancı yatırımcıların yapacağı yatırım miktarına ya da hisselerle hiçbir kısıtlama koymamış, temettü ve benzeri kazançlar vergiye tabi tutulmamıştır. Bu durumun etkisi hızlı bir şekilde görülmüştür. 1989 ve 1994 yılları arasında yabancı portföy yatırım olarak ülkeye giren yabancı yatırım miktarı yıllık 2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yabancı yatırımın büyük bir kısmı devlet borçlanma araçlarına yapılmıştır. (Lukauskas ve Minushkin, 2000:706)

Aynı dönemde devlet, Türkiye dışına çıkan sermayede de finansal liberalizasyona gitmiştir. 1989 yılında, Türk vatandaşlarının döviz bulundurması ve yabancı kıymet satın almasının önünde engeller var hatta yasak iken, 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ile bu gibi engeller ortadan kaldırılmıştır. Kanun ile birlikte, bankalar yabancı para cinsini kabul etmeye başlamış ve birikimler büyük oranda yabancı para cinsinden varlıklara kaydırılmıştır. Hatta, Türk bankacılık faaliyetlerinin odağı, yerel para birimi ile işlem yapmaktan, döviz cinsi ile alım satım yapmaya kaymıştır. 1980 yılında, Türk piyasasına girmeye izni olan yalnızca 2 yabancı banka var iken, 1990 yılında bu sayı 16'ya yükselmiştir. (Lukauskas ve Minushkin, 2000:706)

Türkiye'nin piyasasını yabancı yatırımcılara bu kadar geniş ve derin bir şekilde açmasının altında üç faktör yatmaktadır. Bunlardan ilki, Türkiye'nin dış borcunun yüksek olmasıdır. 1970'lerde GSYİH'nin %5'ini, 1980'lerde %2'sini oluşturan dış borcun kapanması için yabancı yatırımcıyı ülkeye çekme kararı alınmıştır. İkinci faktör ise, özellikle 1980'li yıllarda yaşanan cari açığın finanse edilmesi gerekliliğidir. O dönemde GSYİH'nin %5'ini oluşturan açığı finanse edebilmek için ülke dışındaki seçeneklere bakılması gerektiği değerlendirilmiştir. Sonuncu faktör ise, 1980 ve 1994 yılları arasında GSYİH'nin %19'unu oluşturan düşük tasarruf oranıdır. Bu durum, ülkenin istenilen finansal gelişme için gerekli olan sermayenin sağlanması için yurtdışından borçlanmak zorunda kalması demektir. (Lukauskas ve Minushkin, 2000:706)

Türkiye'nin yabancı sermayeye acil ihtiyaç duyması hem dış hem cari açık ile başatması, yüksek enflasyon, politik istikrarsızlık gibi nedenler ülkedeki hem sermaye girişlerinin hem de çıkışlarının bu kadar hızlı ve tamamiyle liberalize edilmesini açıklar niteliktedir.

1991 Körfez Krizi, 1994 finansal kriz ve 1998 Rusya Krizi dönemleri hariç, Türkiye 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden sonra yoğun bir şekilde uluslararası sermaye akımına uğramıştır.

2.2.3 Finansal Krizler

Finansal küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinde ciddi artışlar meydana gelmiştir. Ekonomilerin birbirlerine bağlantılı hale gelmesi ekonomik krizlerin de önünü açmıştır. Dünya ekonomisinde yaşanan ve ciddi etkileri olan önemli krizler sırayla şu şekildedir; Petrol krizi (1973), ikinci petrol krizi (1979), Avrupa Para Sistemi krizi (1992-1993), Meksika krizi (1994), Asya Krizi (1997), Rusya krizi (1998), Brezilya krizi (1999), Türkiye krizi (1999, 2001). Özellikle finansal küreselleşmenin ciddi etkilerinin görülmeye başlandığı 1990 sonrası finansal krizlerden belli başlı bazıları kısaca açıklanacaktır.

Yıllar içerisinde ekonomik işleyişin çok daha iyi kavranmış olmasına ve IMF'nin bu konudaki çalışmalarına rağmen dünyada daha çok ve daha derin krizler yaşanıyor olması küresel bir istikrarsızlık yaşandığını göstermektedir. Bunun nedeni olarak da, IMF tarafından dayatılan, özellikle zamanından önce gerçekleştirilen finansal piyasa liberalleşmesi gösterilmektedir. (Stiglitz, 2002:36). IMF tarafından desteklenen bu finansal liberalizasyon programları özellikle Latin Amerika, Güney Doğu Asya ve nihai olarak da Türkiye'yi olumsuz etkilemiştir.

Finansal liberalizasyon politikalarının temeli ilk olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından atılmıştır. Bu politikaya göre, finansal liberalizasyonda asıl amaç ekonomik büyümedir ve bu da iki yöntem ile olabilir. Bunlardan ilki, faiz oranlarının serbest bırakılması ile tasarrufların artmasıdır. Bu yöntemde, insanlar gelirlerinin önemli bir kısmını finansal aktif olarak saklamaya yönelir. Finansal aktif stoğunun artması, likidite ihtiyacının azalmasına, bu durum da yatırımlar için

kredilerin daha kolay bulunmasını sağlar. Fakat mevduat faiz oranı sermayenin marjinal verimlilik oranını geçmemelidir. Bu durumda kişiler yatırım yapmak yerine mevduat faiz geliri kazanmayı tercih ederler. (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002)

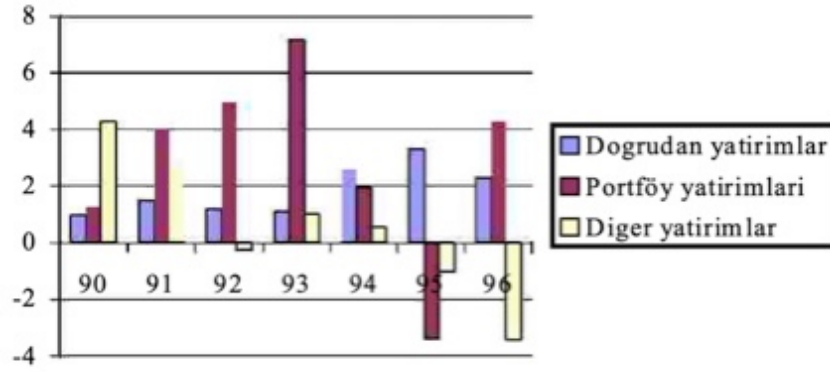
İkinci yöntemde ise, finansal liberalizasyonla birlikte finansman için iç ve dış kredi bulma seçenekleri ve olanaklarında artış olur. Finansal araçlar, potansiyeli yüksek projelere finansal destek sağladığı müddetçe, bankacılık sistemi gelişir, rekabetin artar ve artan aracı kurum faaliyetleri ile getirisi oldukça yüksek projelerin finansmanı da sağlanır. Nihai olarak da yatırımların ortalama verimliliği ve hacmi artış göstererek ekonomik büyümeye katkıda bulunur. (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002)

Bu görüşlerden etkilenen ülkeler 1980-1990 yılları arasında bu tarz finansal liberalleşme politikalarını uygulamış fakat birkaç ülke dışında istenen sonuç alınamamış hatta bu politikalar finansal krizlere neden olmuştur.

2.2.3.1. Meksika Krizi

1980’li yılların yıldızı yükselen bir ülkesi olarak görülen Meksika’da o dönemde ekonomik durum iyi ve dünya kapitalizmine uyum için gerekli her adım atılmıştı. Ülkede birçok kamu kurumu özelleştirilmiş, finansal piyasalar liberalleştirilmiş ve enflasyon düşürülmüştür. Dış ticareti serbestleştirmek adına, ABD ve Kanada ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) imzalanmıştır.

Bu tarz uygulamalar, ilk zamanlarında düşük büyüme oranını canlandırmış, GSYİH 1989-1994 yılları arasında %4 büyümüş, enflasyon oranı uzun yıllar üzerinde ilk defa %10’un altına inmiştir. Bu büyüme Meksika’nın o zamana kadar aldığı en büyük yabancı yatırımları almasını sağlamıştır. (Martinez, 1998:7)



Şekil 2.2: Meksika'nın Sermaye Hareketleri (GSYİH'nin yüzdesi olarak)

Kaynak: IMF, 1998

Artan sermaye hareketleri, talebin, hisse senedi fiyatlarının ve gayri menkul fiyatlarının da artmasına neden olmuştur. Ayrıca ülkeye gelen yabancı portföy yatırımları, ülke vatandaşlarında rahatlık yaratmış ve insanlar yatırım yerine tüketimi artırmıştır. Ek olarak, cari işlemler açığı ve özel sektöre açılan krediler hızla artmış, politik cinayetler ülkedeki belirsizlikleri artırmış ve bankaların kredi portföylerinde hissedilir bir kötüye gidiş yaşanmıştır. 1994 yılında hükümet, döviz kuru bandında %15 oranında genişletme kararı almış ve bu durum da pezonun hızlı bir şekilde değer kaybetmesine neden olmuştur. Akabinde uluslararası rezervler birkaç gün içerisinde 5 milyar dolar azalmıştır. Tüm bu gelişmeler yabancı yatırımcıların korkmasına ve hızlı bir şekilde ülkedeki paralarını çekme kararına itmiştir. Meksika'daki kriz, diğer latin ülkelerine de sıçramıştır. 1995 yılında Meksika'dan 3.4 milyar dolarlık portföy çıkışı olmuştur. 25 milyar dolaylarında olan Merkez Bankası rezervleri ise 6 milyar dolaylarına düşmüştür. (IMF, 1998)

2.2.3.2. Güney Doğu Asya Krizi

1970'li yıllardan itibaren Güneydoğu Asya ülkelerinde hızlı bir ekonomik büyüme yaşanmıştır fakat sonrasında Tayland Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin azalmasıyla kısa vadeli dış borçlarını 1997 yılına ertelemiştir. Bu durum yerli paranın değerinin düşeceği gibi algılanmış ve spekülörler tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Merkez Bankası bir süre döviz kurunu sabit tutmaya (1 dolar=25 baht) çalışmış olsa da spekülasyonlarla başa çıkamamıştır. Tayland Merkez Bankası'nın dolar rezervi 39 milyardan 30 milyara düşmüştür. Sonuç olarak, hükümet baht'ın

değerini serbest bırakmak durumunda kalmış, ve akabinde baht büyük ölçüde değer kaybetmiştir.

Ayrıca bankaların risk yönetiminde başarılı politikalar yürütememesi, kötü kredilerde de artış olmasına neden olmuştur. Bankaların sorumsuz bir şekilde kredi vermesinin arkasında ise hükümetin batan bankaları kurtaracak olmasına olan inanç yer almaktadır.

Tayland'da başlayan bu kriz diğer Güneydoğu Asya ülkelerini de etkilemeye başlamış, hatta nihai olarak krizden en çok Kore etkilenmiştir. Kriz, ekonomilerin küçülmesine, borsaların çökmesine, işsizliğin artmasına ve yabancı yatırımların ve para akışlarının düşmesine, birçok banka ve özel şirketin iflasına ve ticaretin azalmasına neden olmuştur. (Çonkar ve Ata, 2003)

Piyasa Değerleri	1993	1994	1995	1996	1997
G.Kore	42	50	39	28	9
Endonezya	20	27	33	40	14
Filipinler	74	86	80	96	37
Malezya	347	282	261	309	93
Tayland	104	91	86	55	14
İşlem Hacmi	1993	1994	1995	1996	1997
G.Kore	63	75	40	36	35
Endonezya	6	7	7	14	19
Filipinler	12	21	19	30	37
Malezya	242	179	90	174	145
Tayland	69	55	34	24	16

Tablo 2.1: Güney Doğu Asya Krizi, Piyasa Değerleri

Kaynak: Emerging Stock Markets Factbook, (IFC, 1998)

2.2.3.3. Rusya Krizi

Rusya krizi 1998 yılında, ülkedeki bankacılık sisteminin ve Rublenin çöküşü ile başlamıştır. Asya krizinden etkilenen Kore bankaları, nakit ihtiyaçları doğrultusunda

Rus borsasındaki yatırımlarını satmaya başlamıştır. Kısacası kriz öncesinde, yabancı yatırımcıların ruble ve kamu kıymetlerini satması, ülkenin yabancı bankalardan borç almasına neden olmuştur.

Rus hükümeti bütçe açığını kapatmak için yüksek faizli devlet bonolarını satışa çıkardı. Bu kıymetler, yabancı yatırımcılar tarafından alınmaya başlandı. 1998 yılında, bu kıymetlerin faiz ödemeleri, hükümet bütçesinin yarısından fazlasına eşit durumdaydı. Sonrasında, yatırımcıların bu tahvillere olan güveninin kaybolması nedeniyle istikrarsızlık yaşanmaya başladı. Durumu eski haline getirmek isteyen Rusya, 27 milyar dolar hazine rezervinden harcama yaptı fakat alınan hiçbir tedbir etkili olmadı. Sonuç olarak Ağustos 1998’de Rusya ekonomisi çöktü ve tüm yabancı yatırımcılar ülke piyasasından çıkış yaptı.

3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Finansal küreselleşme beraberinde yabancı yatırım ve sermaye kavramlarını da getirmiştir. Artık yatırımcıların önünde kendi pazarlarının yanı sıra başka ülkelerdeki piyasalar da mevcuttur. Yatırımcılar gerek kazançlarını artırma gerek risklerini azaltmak gibi amaçlar doğrultusunda portföylerini yurtdışındaki menkul kıymetlerle çeşitlendirmeye başlamıştır.

İletişim teknolojisinin ve altyapısının küreselleşme ile çok gelişmesi yatırımcıların farklı ülkelere yatırım yapabilmesini kolaylaştırmaktadır. Yatırımcılar uluslararası yatırımlarını farklı ülkelerdeki menkullere yatırım yaparak, yabancı kıymetlere yatırım yapan fonları alarak ya da yabancı varlıklara dayalı türev ürünlere yatırım yaparak gerçekleştirebilirler. (Bodie, Kane, Marcus, 2005)

Sermayenin gidiş yönü gelişmiş ülkelere doğru ise, gelişmiş ülkede reel birikim problemi yaşanmaktadır. Bu tarz durumlarda yatırımcı, gelişmiş ülkelerde yakalayamadığı yüksek getiriyi gelişmekte olan ülkelere kazanmayı beklemektedir. (Afşar, 2004)

Yabancı sermaye, farklı bir ülkeden sağlanan ve o ülkenin finansal gücünü etkileyebilecek kaynaklardır. Başka bir deyişle yabancı sermaye, ülkenin başka bir

ülkeden elde ettiği ekonomik kaynaklardır. Kredi olarak gerçekleşen yabancı sermayeler, uzun veya kısa vadeli olabilir. Uzun vadeli krediler, devletler ya da uluslararası organizasyonlar tarafından verilirken, kısa vadeli olanlar daha spekülâtif özelliğe sahiptir.

Yabancı sermaye yatırımı ise, başka bir ülkedeki varlıklar üzerinde yatırımcıların hak sahibi olmasını sağlayan bir çeşit sermaye akımıdır. Uluslararası sermaye hareketleri “Özel”, “Diğer” ve “Resmi” Sermaye Hareketleri olmak üzere üç başlıkta incelenecektir.

3.1. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri, kalkınma kredileri ve dış yardımları kapsayan, içinde özel yatırımların olmadığı uluslararası sermaye hareketleridir. Küreselleşme ile, resmi sermaye hareketleri yerini özel sermaye hareketlerine bırakmıştır. Küreselleşmenin yanı sıra resmi sermaye hareketlerinin özel sermaye hareketlerine kıyasla esnek olmaması da özel sermaye hareketlerindeki artışta etkili olmuştur. Resmi sermaye hareketleri ekonomik, siyasi, askeri, kültürel, insani gibi nedenlerden kaynaklanabilir ve resmi kurumlar tarafından yürütülür.

Resmi sermaye hareketleri, hükümetler arasında gerçekleşebileceği gibi bir hükümetin kendi organları arasında da gerçekleşebilir. Yine aynı şekilde resmi sermaye hareketleri, uluslararası kredi kuruluşları ile hükümetler ya da hükümet organları arasında da gerçekleşebilir. Sermaye hareketleri hükümetler arasında gerçekleşiyorsa o ülkelerin siyasi, kültürel, askeri, sosyal ve dini faktörleri değerlendirilir. Öte yandan hükümet organları arasında gerçekleşen sermaye hareketlerinde ise daha çok plan ve proje değerlendirilir. (Yalçiner, 2012)

3.2. Özel Sermaye Hareketleri

Özel Sermaye hareketlerini doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları oluşturmaktadır.

3.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, farklı bir ülkede şirket kurmak ya da mevcut bir şirketi satın almak gibi yollarla gerçekleşen yurtdışı yatırımlardır. Bu sayede yatırımcı başka bir ülkedeki şirkette kontrol yetkisine sahip olabilmektedir. Bu anlamda, doğrudan yatırımlar portföy yatırımları ile karıştırılmamalıdır zira portföy yatırımları yabancı bir şirketin kazancına ortak olma ile gerçekleşmektedir. (Setzer, 1997)

Doğrudan yabancı yatırımın tanımı farklı ülkeler tarafından farklı şekillerde yapılmıştır. Bu nedenle yaşanan tutarsızlıklar ve ülke karşılaştırmalarındaki zorlukların bertaraf edilmesi için tek bir tanım yapılmasına karar verilmiştir. Bu görev IMF ve OECD tarafından üstlenilmiştir. IMF ve OECD'nin yaptığı çalışmalar sonucunda ortak bir tanım belirlenmiş ve 1993 yılında IMF tarafından doğrudan yabancı yatırım tanımı yayımlanmıştır. Buna göre, bir ülkede yerleşik işletmenin (birey, kamu, özel), başka bir ülkede uzun süreli ekonomik kazanç sağlama amaçlı kurduğu ilişkidir. (IMF, 1993)

DYY'lerin nakit akışında hareketlenmeler yapabiliyor olması, bu tip yatırımların gelişmekte olan ülkeler için önemini artırmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik kalkınma arasında doğru orantılı bir ilişki mevcuttur. DYY'ler ülkedeki sermaye, istihdam, teknoloji, ticaret ve yönetim alanlarında bilgi birikimlerini artırarak ekonomik kalkınmayı da pozitif etkilemektedir. Yine aynı şekilde, ekonomik kalkınmanın da pozitif yönde ilerlemesi, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu etki bırakacaktır. Doğrudan sermaye yatırımları ve ekonomik kalkınma arasındaki pozitif yönlü ilişki, ülkelerin bu tip yatırımlar için istekli olma nedenini açıklamaktadır. (Efe, 2002)

Daha eski zamanlarda doğrudan yabancı sermaye yatırımları, üretimi artırmak, işsizliği azaltmak, üretim maliyetlerini düşürmek, sermaye açığını kapatmak gibi nedenlerden dolayı tercih ediliyorken şu anda bu nedenlere yenileri eklenmiştir. Bunlar, yeni teknolojilere sahip olmak, know-how geliştirmek, iyi bir rekabet ortamı sağlamak, dışa açılmak, çevreyi korumak, insan kaynaklarını geliştirmek olarak sıralanabilir. (Karluk, 1983)

Doğrudan yatırımın en önemli özelliklerinden biri yatırımcının, yabancı kuruluşun mülkiyetine kısmen ya da tamamen sahip olması ve ek olarak yönetim ve denetimine sahip olmasıdır. Bu durumda, yatırım yapan şirket, yabancı şirketin sahip olduğu teknoloji, yönetim tecrübeleri, ticari sırları, ticari ünvanı ve diğer bilgilerinden yararlanır. Yatırım yapan şirket bunun karşılığında, kazanılan karlardan bir kısmı ya da bazen hepsini, ham madde ya da mamulleri ana merkeze gönderir. (Günsoy, 2006)

Doğrudan yabancı yatırımlarda, yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olması zorunlu değildir. Yatırımcı, yatırımdan elde ettiği karları tekrar sermayeye ekleyerek de doğrudan yatırım yapabilir.

Doğrudan yabancı yatırımın belirleyici iki ana özelliği vardır. Bunlardan ilki, doğrudan yabancı yatırımlarda, teknoloji, risk taşıma, organizasyon ve teşebbüs aktarımı da yapılmaktadır. Bu nedenle bu tip yatırım ile bilgi, tecrübe ve know-how aktarımı da yapılmakta, bu durum da yatırım yapılan ülkeye rekabet faktörünü getirmektedir. İkincisi ise, doğrudan yatırım bir sermaye transferi olduğundan dolayı genelde sanayi sektörüne yönelik yapılır. Bu yatırımlar, bir ülkeden diğer ülkeye olan bir transferden ziyade, bir ülkenin spesifik bir sanayi dalından, diğer ülkenin ilgili sanayi dalına olan akış şeklinde gerçekleşir. Bu nedenle, sermaye akışı aslında iki sanayi kesimi arasında gerçekleşmektedir. Sermaye akışı hem yatay hem dikey olarak gerçekleşebilir. Yatay doğrudan yatırımlarda, yatırımcı kendi ülkesindeki faaliyet alanı ile aynı üretimi gerçekleştirir. Dikey doğrudan yatırımlarda ise, yatırımcı kendi faaliyet alanından farklı fakat yine de ana iş kolu ile ilgili yatırım yapar. (Karluk, 2009)

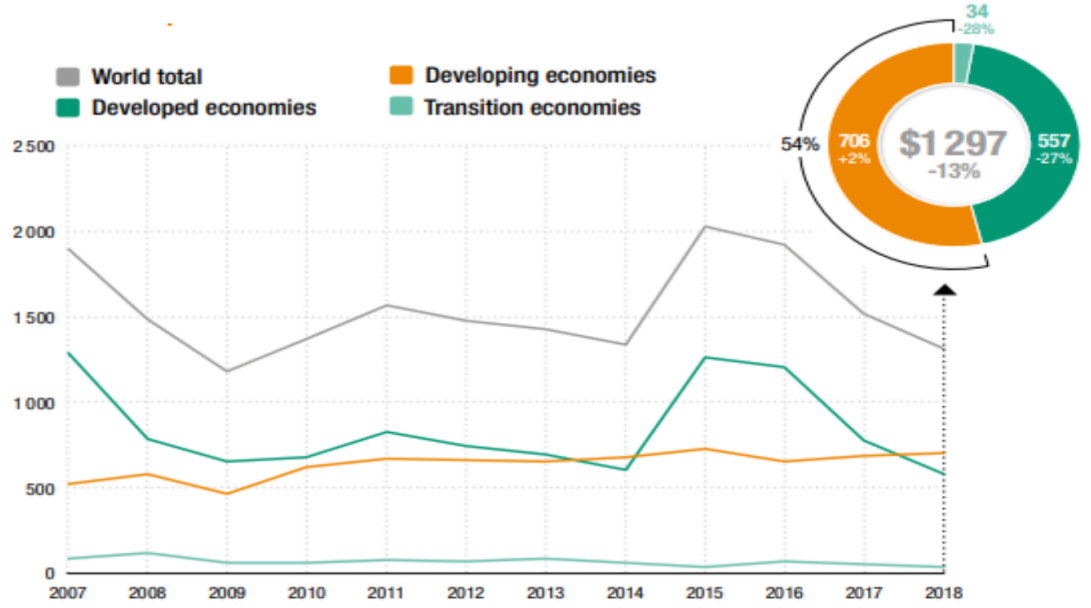
Özellikle gelişmekte olan ülkeler için dünyada artan rekabete ayak uydurmak önemli konulardan biridir. Bu nedenle, fiziki sermayenin yanı sıra beşeri sermaye de büyük önem taşır. Dünyadaki rekabette ve üretimde yer almak isteyen gelişmekte olan ülkeler teknoloji ve beşeri sermaye konusunda diğer ülkelere yetişmelidir. Bu noktada, doğrudan yabancı yatırım ülkeler için en önemli araçtır. Doğrudan yabancı yatırım ile birlikte, teknik konularda ilerleme, teknoloji transferinin yapılması, dağıtımda etkinlik sağlanması mümkün hale gelir. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyümenin gerçekleşmesi için yeterli sermayeye ve faktörlere ulaşma şansı yakalar. (Caves, 1974)

3.2.1.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımlar

1870 ve 1914 yılları arasındaki küreselleşmenin ilk yıllarında, sermaye akımları artış göstermeye başlamıştır. Fakat o dönemde yaşanan iki dünya savaşı ve ekonomik yavaşlama 1914 ile 1950 yılları arasında ekonomik çöküş yaşanmasına neden olmuştur. Bretton Woods ile küresel ekonomi iyileştirilmeye çalışıldıysa da benzer yaklaşım sermaye akımları için gösterilmemiştir. Küresel piyasalar 1960'lı yıllarda tekrar büyümeye başlasa da eski seviyesine ancak 1980'li yıllarda ulaşmıştır. Bu dönemde, sermaye akışlarının çok büyük bir kısmı gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşmekteydi. (Fishcer, 2003: Appleyard, Field, Cobb, 2006)

1990'lı yıllarda bu durum değişmeye başlamış ve gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları başlamıştır. Bunun nedeni, gelişmekte olan ülkelerin sermayelerinin ve borsalarının liberalizasyonu ve özelleştirilmesi gibi kararlarla dışa açık olmaya başlamasıdır. Bir diğer neden ise, gelişmekte olan ülkelerdeki bireysel yatırımcıların bilgi ve işlem maliyeti gibi engeller olmadan yatırım yapabilmesidir. Bu durumda gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların etkinliklerinin artmasının önemi büyüktür. (Prasad ve diğ. 2003)

Yıllar içerisinde gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımlar artsa da henüz beklenen seviyeye ulaşamamıştır. Bunun nedenleri arasında, gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun henüz yabancı yatırımcının önündeki tüm engelleri kaldıramamış olması, yatırımcı haklarının yasalarla tam olarak güvence altına alınamamış olması ve yatırım yapılan ülkelerin finansal açıdan tam olarak gelişmemiş olması gibi nedenlerden ötürü yabancı yatırımcının daha isteksiz olması sayılabilir. (Martell ve Stulz, 2003)

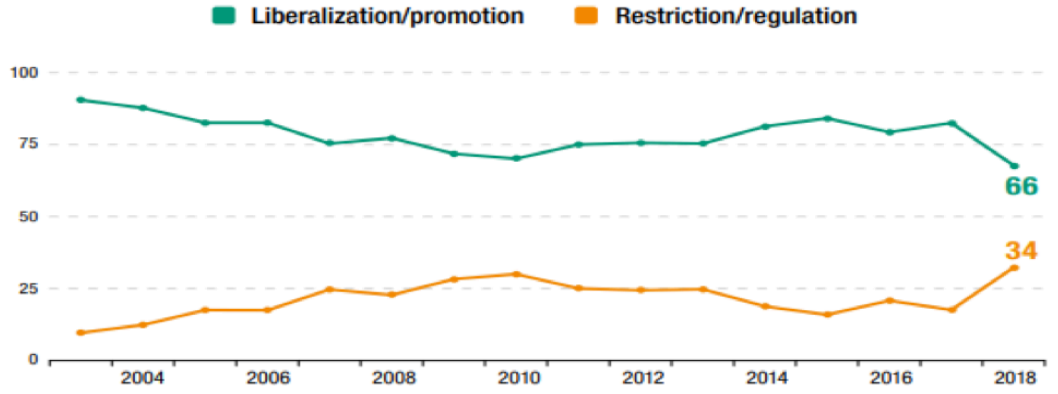


Şekil 3.1: 2007-2018 yılları arası dünyadaki yabancı doğrudan yatırımlar (milyar dolar ve yüzde değerleri)

Kaynak: UNCTAD

2018 yılında gelişmiş ülkelere olan doğrudan yabancı yatırım %27 azalarak 2004 yılındaki en düşük noktasına ulaşmıştır. Bu durum Amerika'nın büyük ölçekli çok uluslu şirketlerinin biriken yabancı kazançlarının, 2017'nin sonunda çıkarılan vergi reformlarından dolayı 2018'in ilk iki çeyreğinde ülkeye geri dönmesinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım %2 artarak neredeyse aynı seviyede seyretmiştir. En çok doğrudan yabancı yatırım alan ülkeler sırasıyla Amerika, Çin, Hong Kong ve Singapur olmuştur. (UNCTAD, 2019)

2018 yılında yaklaşık 55 ülke ve ekonomi, yabancı yatırımı etkileyen en az 112 politika önlemini uygulamaya koymuştur. Bu önlemlerin üçte ikisi yeni yatırımları serbestleştirme, teşvik etme ve kolaylaştırma yönlüdür. %34'ü doğrudan yabancı yatırımlara yeni kısıtlamalar ve düzenlemeler getirmiştir. Bu oran 2018 yılında 2003 yılından beri en yüksek seviyesine çıkmıştır. Yeni kısıtlamalar ve düzenlemeler arasında, gelişmiş ülkelerdeki ulusal güvenlik endişelerini gidermek için alınan önlemleri görüyoruz. Gelişmekte olan ülkelere ise, bazı önemli sektörlerde yabancı mülkiyet limitleri veya konut mülkiyet edinmelerine karşı kısıtlamalar konulmuştur. (UNCTAD, 2019)



Şekil 3.2: 2003 ve 2018 yılları arasında dünyada yatırım ile ilgili kanunlarda değişiklikler (yüzde)

Kaynak: UNCTAD

3.2.2. Yabancı Portföy Yatırımları

Yabancı yatırımın doğrudan yatırım dışında kalan ve finansal kaynakların en önemlisi olan yatırım çeşidi yabancı portföy yatırımlarıdır. Başka bir ülkede şirket kurmak ya da şirket satın almak uzun vadeli bir işlem olup doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilir. Yabancı portföy yatırımları ise doğrudan yabancı yatırımdan farklı olarak daha kısa vadelidir ve finansal piyasalarda yapılan yatırımları kapsar.

Yabancı portföy yatırımlarının piyasada farklı tanımları mevcuttur. OECD tanımına göre yabancı portföy yatırımı hisse senedi, tahvil, bono ve doğrudan yatırım olarak sayılmayan (gayrimenkul ve ticaret dışı banka kredileri) finansal piyasa işlemleridir. Bir yabancı yatırımın portföy yatırımı olarak nitelendirilebilmesi için, hisse senetlerinde %10'dan daha azına yatırım yapılmalıdır. %10'un üstünde kalan yatırımlar doğrudan yabancı yatırım kategorisine girmektedir. Buradaki bir diğer önemli konu ise, hisse senedine yatırımın neden yapıldığı konusudur. Amaç yatırım yapmak ise bu durum portföy yatırımı olarak değerlendirilir fakat amaç kontrol gücüne sahip olmak ise bu durum doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilir. IMF ise yabancı portföy yatırımı tanımını biraz daha spesifiklemiştir. IMF tanımına göre, doğrudan yabancı yatırım sınıfına girmeyen, menkul kıymet, hisse senedi ve borçlanma araçlarına ilişkin işlemlerdir. Bu tanımda, gayrimenkul yatırımlarına ve banka kredilerine yer verilmemiştir. (Gökkent, 1997)

Küreselleşme ile birlikte teknoloji gelişmiş ve yatırımcıların yabancı piyasaları takip etmesi kolaylaşmıştır. Yatırımcıların yurtdışı piyasalara erişim sağlayabilmesi ile birlikte, daha karlı yatırımların peşinden koşmaya başlamışlardır. Finansal piyasaların esnekleşmesi yabancı piyasalara yatırım fırsatlarını artırmıştır. Tüm bu gelişmeler, yatırımcıların yabancı portföy yatırımı yapmalarına neden olmaktadır. (Ergün, 2004)

Yabancı portföy yatırımı yapan kişiler, uluslararası politik risk, kur riski, bilgi edinebilme riski gibi risklere maruz kalarak faiz, temettü kazancı gibi gelirler elde eder. (Tezcanlı ve diğ., 1994)

Portföy yatırımlarına karar vermede etkili olan bazı belli başlı faktörler mevcuttur. Bunlar, ülkedeki ekonomik büyüme oranı, döviz kurlarında ve makro ekonomik göstergelerde istikrar, yabancı döviz rezervlerinin merkez bankasında tutulması, yabancı bankacılıktaki durumu, menkul kıymetlerin likiditesi, getiri oranları gibi faktörlerdir. (Yıldırım, 2002)

Portföy yatırımları kısa vadeli olduğu için sıcak para hareketi olarak da adlandırılır. (Çapraz ve Demircioğlu, 2003) Yabancı portföy yatırımı hem doğrudan hem de dolaylı şekilde gerçekleştirilebilir. Başka bir piyasada yer alan bir şirketin hisse senedini almak doğrudan portföy yatırım olarak nitelendirilirken, çokuluslu bir şirketin hisse senedini almak ya da dünya çapında yatırımları olan bir yatırım fonu satın almak dolaylı portföy yatırımları arasında yer alır. (Hirt ve Block, 2003)

Portföy yatırımlarının, doğrudan ve dolaylı olarak ayırımına ek olarak bir de uluslararası ve piyasalar arası olarak da bir ayrımı mevcuttur. Buna göre, bir ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasalarında işlem görmesi uluslararası portföy yatırımı olarak değerlendirilir. Aynı işlemin ilgili ülke dışında başka bir yerde gerçekleşmesi ise piyasalar arası portföy yatırımı olarak değerlendirilir. (Doğukanlı, 2001) Yatırımcılar, yabancı ülke borsalarından menkul kıymet alıp satabileceği gibi, kendi ülke borsasına kote yabancı bir şirketin menkul kıymetlerini alarak da yatırım yapabilir ya da uluslararası yatırım yapan yatırım fonlarını da alabilirler. Uluslararası yatırım yapan dört fon çeşidi

mevcuttur: Bunlar, küresel fonlar (kurulduğu ülke dahil olmak üzere tüm ülkelere yatırım yapar), uluslararası fonlar (kurulduğu ülke dışındaki ülkelere yatırım yapar), bölgesel fonlar (belirli bir bölgeye yatırım yapar, örneğin Amerika veya Asya gibi) ve sonuncu olarak ülke fonları (yalnızca bir ülkeye yatırım yapar). Küresel ve uluslararası fonlar farklı piyasa kıymetlerini barındırdığından riski azaltır fakat diğer fon çeşitlerinde olabilecek bir bölgenin normalden fazla yükselmesi durumunda kazanılacak yüksek getiriden faydalanamazlar. (Shapiro, 2001)

Yabancı yatırım ilk yapılmaya başlandığında, arkasındaki nedenin ülkeler arasındaki farklı faiz oranları olduğu sanılmıştır. Faiz oranları farklı olan iki ülkede, sermayenin faiz oranı düşük olandan yüksek olana ilerlemesi beklenen bir durumdur. Fakat bu sermaye akımı, sadece bir ülkeden diğerine değil, aynı zamanda çift yönlüdür. İki ülke arasında karşılıklı sermaye akışı vardır. Faiz oranları tüm ülkelerde eşit olsa bile yabancı sermaye akımları yine de var olacaktır. Bunun nedeni ise, yatırımcıların çeşitlendirilmiş portföye sahip olma arzusudur. Modern Portföy Teorisi'ne göre, portföy çeşitlendirme çift yönlü sermaye akışına neden olabilmektedir. Portföy çeşitlendirmesi bir çok şekilde yapılabilir. Menkul kıymetin çeşidine göre, sektöre ya da piyasa değerine göre yapılabilir. (Eiteman, Stonehill ve Moffet, 2001)

Yatırım kararı verilirken varlığın getirisinin yanı sıra bir diğer önemli konu da riskidir. Risk, bir yatırımdan elden edilen kazancın beklenen kazançtan farklı olma durumudur. Yatırımcılar, portföylerindeki menkul kıymetleri farklılaştırarak getisindeki riski azaltabilir. Portföy büyüdükçe, çeşitlendirmeyi sağlayabilmek için daha fazla menkul kıymete yatırım yapması gerekecektir. Uluslararası piyasaların birbirleri olan etkileşimi daha düşük olduğundan, portföy oluştururken uluslararası sermaye akımları olacaktır. Bu nedendir ki, faiz oranları her ülkede aynı bile olsa, çift yönlü sermaye akımları gerçekleşmektedir. (Melvin, 2004)

Yatırımcılar, birbirleri ile düşük korelasyona sahip yabancı kıymetleri portföylerine alarak portföy riskini azaltabilir. Burada azaltılan risk, şirkete ya da sektöre ait sistematik olmayan risktir. Bu nedenle, portföy çeşitlendirme sistematik riski elimine etmez. Sistematik risk, tüm çeşitlendirilmiş portföylerde mevcuttur zira ekonomide durgunluk yaşanması durumunda bunun şirketlere ya da piyasalara etkisi

engellenemez. Öte yandan sistematik olmayan risk, her ülkenin birbirinden farklı durumlar yaşıyor olması nedeniyle engellenebilir. Bir ülke ekonomik büyüme ile karşı karşıya iken, diğer bir ülkede ekonomik küçülme yaşanıyor olabilir. Farklı ülkelere yatırım yapılması, ilgili piyasada yaşanabilecek dalgalanmadan kaçılabilmesine olanak tanır. (Melvin, 2004) Bir başka deyişle, portföyü sadece yerel menkul kıymetlerle oluşturmak portföydeki riski azaltır fakat sınırlı bir azalma gerçekleşir. Riskin çok daha aza indirilmesi, portföye yabancı ülkelerin menkul kıymetlerinin eklenmesi ile gerçekleşir. (Eiteman, Stonehill ve Moffet, 2001)

Yatırımcı portföy çeşitlendirmesinde farklı sektör kıymetlerini almayı tercih edebilir. Fakat burada yapılan portföy çeşitlendirme riski azaltmada yeterli olmayabilir. Zira sektörler farklı olsa dahi aynı ülkenin politik, ekonomik ve diğer koşullarına tabi olduklarından etkilenmeler benzer olacaktır. Birbirlerinden farklı ülkelere yatırım yapılması durumunda, ülkeler arasındaki etkileşim ve korelasyon düşük olduğundan sermaye piyasalarındaki dalgalanmalar farklı olacak ve olumlu ve olumsuz durumlar birbirini dengeleyerek istikrar kazanılacaktır. (Seyidoğlu, 2003)

Yabancı menkul kıymetler, yerel kıymetlere göre çok daha fazla fırsat ve seçenek sunar. Uluslararası menkul kıymet yatırımının en önemli faydası, portföyün uluslararası bazda çeşitlendirilebilmesi ve gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılabilmesidir. Ülkeler arasında düşük korelasyon olması, farklı ülke kıymetlerinden oluşturulmuş bir portföyde iniş çıkışların daha az olmasını ve daha yüksek kazanç elde edilmesini sağlar. Riskin çeşitlendirilmesi demek, portföyün oynaklığının ve riskinin, portföyü oluşturan kıymetlerin ortalama oynaklığından ve riskinden daha düşük olması demektir. Konu risk değil getiri ise, durum daha farklıdır. Çeşitlendirme yapılarak oluşturulmuş bir portföyün getirisi, portföyü oluşturan varlıkların ortalama getirisine eşittir. Özet olarak, dünya endeksinin getirisi tüm yerel piyasaların getirilerinin ortalaması olup, bazı ülkeler bu endeksten daha yüksek kazanç getirirken bazıları daha az kazanç getirir (Solnik ve Mcleavey, 2003)

Yabancı menkul kıymetlerle oluşturulmuş bir portföy ile yerli menkullerden oluşturulmuş bir portföy arasında farklılıklar olduğu gibi benzerlikler de mevcuttur. Portföyüne aralarında düşük korelasyon olan kıymetleri ekleyen bir yatırımcının amacı portföy riskini minimuma indirmektedir. Uluslararası kıymetlere yatırım yapan

bir kişi o menkul kıymete yatırım yaptığı gibi aynı zamanda kıymetin para birimine de yatırım yapmaktadır. Bu durum beraberinde döviz kuru riskini getirmektedir. (Seyidoğlu, 2003)

Yatırımcılar asimetrik bilgiden kaynaklı olarak kendi piyasaları hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarından yabancı kıymetlerden daha çok kendi ölkelerinin menkul kıymetlerine yatırım yapmaktadır. (Kang ve Stulz, 1997) Brennan ve Cao (1997) piyasalarda bilgi asimetrisi olduğunu kabul ederek bir model geliştirmiştir. Buna göre, bilgi dezavantajı olan yabancı yatırımcı yerli yatırımcıya kıyasla daha çok portföyünü gözden geçirip, menkul kıymet işlemi yaparak portföyünde değişiklikler yapmaktadır. Bu durum, menkul kıymet fiyatlarının yabancı yatırımcıların al sat hareketleri ile aynı yönde hareket etmesine neden olmaktadır. Bu teorinin kanıtları yetersiz kalmıştır.

UNCTAD'ın araştırmasına göre, portföy yöneticileri başka bir ölkede yatırım yapmaya karar verirken, sermaye piyasaları düzenlemelerine, muhasebe standartlarının uluslararası düzeyde olmasına, takas ve ödeme sistemlerinin işlerliğine ve güvenilirliğine ve ölkedeki yatırımcıların korunma düzeyine bakmaktadır. Genel hatlarıyla da, ölkedeki ekonomik durum, döviz kuru ve makroekonomik istikrar, yabancı bankacılık sistemi, sermaye piyasalarının likiditesi değerlendirilir. (UNCTAD, 1999a)

Yabancı portföy yatırımının altında yatan en önemli sebep riskin elimine edilmesidir. Bu doğrultuda Parker (1993), OECD ölkelerinin pay piyasaları ile New York arasındaki ilişkinin New York borsası ve Gelişmekte olan ölkelerin pay piyasaları arasındaki ilişkiden daha kuvvetli olduğunu tespit etmiştir. Bu sonuç New York borsasına yatırım yapan birinin riski azaltmak için OECD ölkeleri piyasasına değil gelişmekte olan ölkeler piyasasına yatırım yapması gerektiğini göstermiştir.

Firmalar, sermaye maliyetlerini düşürmek ve fon elde etmeyi kolaylaştırmak için yabancı piyasalara yatırım yapabilir. Bu nedenlere detaylı bakıldığında, firmaların yerleşik olduğu ölkelerdeki sermaye piyasalarının fon taleplerini tam anlamıyla karşılayamaması, yerli yatırımcıya olan bağımlılıklarını azaltmak istemeleri ve yabancı piyasa maliyetlerinin daha düşük olabilmesi yer almaktadır. (Mandacı ve

Soydan, 2002) Bir firmanın kendi piyasası da dahil olmak üzere uluslararası piyasalarda rekabet edebilmesi için sermaye maliyetinin ve fonun sağlanması büyük önem arz eder. Azalan sermaye maliyeti şirket birleşmesi, satın alması gibi durumların artmasına, doğrudan yabancı yatırımın ve sermaye yatırımı projelerinin de çoğalmasını sağlar. (Seyidoğlu, 2003)

1990'lı yıllardan itibaren sermaye hareketleri üzerindeki kontroller ve kısıtlamalar büyük oranda azaltılmış ya da kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinde sınırlama olmaması, yatırımcıların düşük riski yüksek getirisi olan varlıkları ve piyasaları aramasına neden olur. Sermaye hareketlerine müdahale edilmemesi, işlem maliyetinin olmaması, verginin olmaması, asimetrik bilginin olmaması ve alıcı ve satıcı sayısının yeterli olması gibi durumlara dayanan sermaye piyasaları hakkında iki görüş mevcuttur. Bunlardan ilki, her ne kadar engeller ve kurallar azaltılmış olsa da hala devam etmekte ve bu durum da tam serbest sermaye hareketleri oluşmasına engel olmaktadır. Finansal küreselleşme olsa da, devletler piyasalara fon sağlama konusunda yeterince güvenmemektedir. Yabancı yatırımcıların yerel piyasalarda işlem yapmasına engel olunmaktadır (Shapiro, 2001). İkinci görüş ise, tam serbest sermaye hareketlerine ulaşılsa bile yatırımcılar daha fazla kazanabilme adına kendi piyasalarında kalmayı tercih eder (Gökkent, 1997). Özellikle son yıllarda engel ve kuralların iyice kaldırılmış olmasına rağmen yabancı yatırımların dünyadaki toplam yatırım içinde küçük bir paya sahip olması bu teoriyi desteklemektedir. Yerli yatırımcılar farklı ülke piyasalarına yatırım yapmaktansa kendi yerel piyasalarındaki varlıklara yatırım yapmayı tercih etmektedirler. (French ve Poterba, 1991; Tesar ve Werner, 1993)

3.2.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Dünyada Tarihsel Gelişimi

14. yüzyıl Avrupa'sında uluslararası tüccarların fon ihtiyacının karşılanabilmesi için merkezlerin kurulması sermaye hareketlerinin başlangıcı olarak görülebilir. 16. Yüzyılda bazı kuruluşlar tarafından sermaye havuzları oluşturulmaya başlanmıştır. Yine aynı dönemde Frankfurt Borsası kurulmuştur. Bu dönemde fon ihtiyacının karşılanması için birçok borsa, banka ve borç verme kurumu kurulmuştur. 18. Yüzyılın sonlarına doğru modern finans sistemi kurulmaya başlanmıştır. 19. Yüzyılın

ortalarında ise artık daha büyük yabancı sermaye hareketleri gerçekleşmeye başlamıştır. (UNCTAD, 1999c)

Tahvil piyasa işlemleri, ABD, Rusya ve Osmanlı İmparatorluğu'nun menkul kıymet ihraç etmesi ve yurtdışına satması ile başlamıştır. Sanayi devrimi ile birlikte Londra'nın sermaye piyasaları gelişmiştir. Arjantin, Meksika, Brezilya ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelere yatırımlar artmıştır. Bu dönemlerde yabancı şirketlerde hakim güç olmak zor olduğundan yabancı portföy yatırımları daha sık kullanılmıştır. (UNCTAD, 1999c)

1900'lü yılların başlarında, savaştan ötürü duran fon akımına ihtiyaç duyulmuştur. Bu durum, borsaların yaygınlaşmasına ve hisse senedi piyasasının borçlanma piyasasının yerini almaya başlamasına neden olmuştur. 1930'larda bazı problemlerden dolayı borsalara karşı güvensizlik oluşmuş bu durum sermaye akımlarında katı kurallar uygulanmasına neden olmuştur. (Delice, 2002)

Özel sermaye hareketlerini sınırlarken devlete ait resmi sermaye hareketlerini serbestleştiren Bretton Woods sisteminin yıkılması finansal piyasalarda dönüm noktası niteliğindedir. Döviz kurlarının serbest bırakılması ile birlikte uluslararası para hareketlerinde büyük artış olmuştur. Hisse senedi piyasasına olan ilgi artmıştır. 1970'lerde fon yönetimindeki muhafazakar tutum bırakılmış ve portföylerdeki hisse ağırlığı artırılmıştır. Bu eğilim, hisse yatırımlarını popülerleştirmiştir. (İAV, 1997)

1980'lere kadar yabancı portföy yatırımları daha çok gelişmiş ülkelere yapılıyor iken, gelişmekte olan piyasaların yabancı yatırımlara açılması ile birlikte yatırımın yönü gelişmekte olan ülkelere çevrilmiştir. Yine aynı dönemde, Hong Kong, Kore, Tayvan ve Singapur'un ekonomilerinde yaşanan hızlı büyüme, bu ülkelere olan yabancı portföy yatırımını artırmıştır. Yine 1980'lerde Yunanistan ve Portekiz'in Avrupa ortak pazarına katılacaklarının konuşulması ile birlikte bu piyasalarda da yabancı yatırımcı artışı olmuştur. 1990'lı yıllarda Latin Amerika'da, sonrasında ise Doğu Avrupa ülkelerinde yabancı yatırımcılar artmaya başlamıştır. (Khambata, 2000)

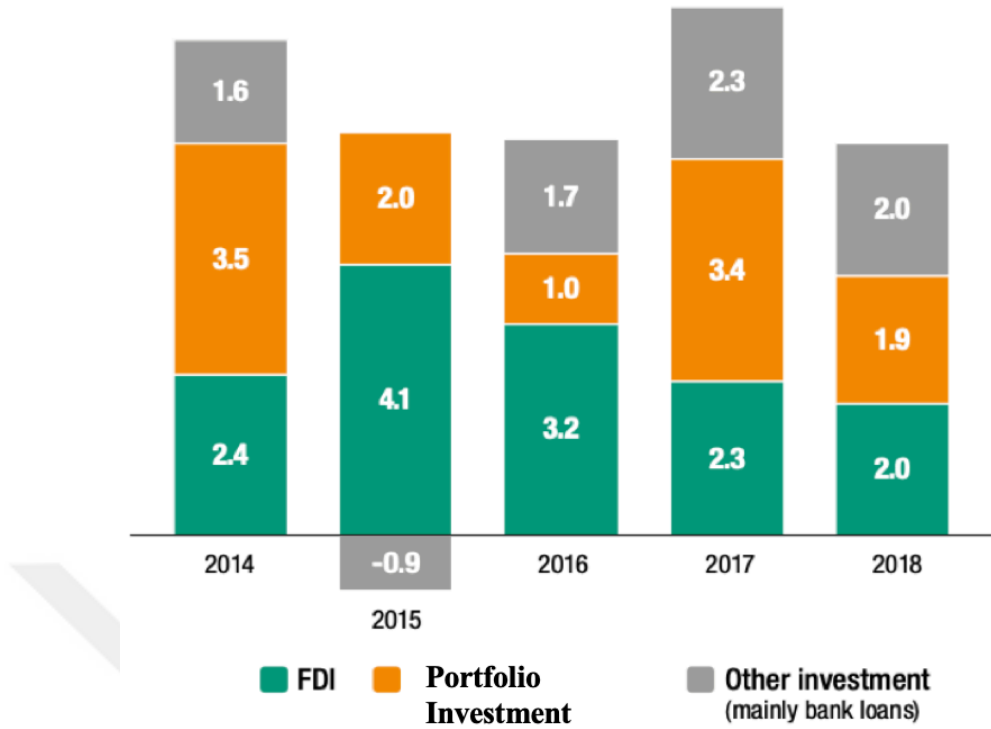
Avrupa'daki borsalar 1986 yılına kadar az teknoloji ve dışa kapalı yapıları ile devam etmişlerdir. Londra Borsasında 1986 yılında "Big Bang" olarak adlandırılan

geleneksel yapının bir kenara bırakarak piyasaların deregüle edilmesi ile durum değişmiştir. Yeni bir teknolojik altyapı ve rekabetin artırılması ile birlikte yabancı menkul kıymetlerin işlem gördüğü İngiltere'ye ait SEAQ International uluslararası pazarında etkileri görülmüştür. Yeni altyapı ile, işlem süresi kısalmış, likidite artmıştır. Zaman içerisinde diğer Avrupa ülkelerinin de bu sisteme geçmesi ile bu ülkelerin borsaları da canlanmıştır. (İAV, 1997)

Uluslararası portföy yatırımlarından daha çok yararlanmak isteyen borsalar başta birbirleri ile rekabet etse de sonrasında Avrasya Borsalar Federasyonu kurularak iş birliği içine girilmiştir. Öte yandan bazı finans merkezleri doğmuştur. Örneğin, gelişmiş piyasalar için New York, Londra ve Tokyo önemli finans merkezleri olurken, Frankfurt, Hong Kong ve Bahreyn de diğer önemli finansal merkezler olarak değerlendirilmeye başlanmıştır. (İAV, 1997)

Gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara nazaran daha çok getiriye, gelişmiş piyasalarla daha düşük korelasyona ve daha dengesiz altyapıya sahiptir. Daha çok getiri ve düşük korelasyon yatırımı cazip hale getirirken piyasaların dengesiz olması piyasaların kolay zarar görebilmesine neden olur. Piyasalardaki dengesizlik, ülkenin içindeki ekonomik koşulların kötü olması, piyasadaki hisse senedinin az olması, birkaç senedin endeksi yönetmesi, bilgi niteliğinin kötü olması gibi durumlarda daha da artar. Bu durum da, ülkeye gelen yabancı yatırımın piyasada kısa süreli işlem yapmasına ve ilk olumsuz durumda piyasadan çıkmasına neden olur. Bu tarz ülkelerde finansal serbestleşme tam anlamıyla olsa da yabancı portföy yatırımları sınırlı olacaktır. (Özgen, 1998) Gelişmekte olan ülkeler dünyadaki hisse senedi piyasalarının yalnızca %10'unu oluşturduğundan, bu küçük piyasalarda daha dalgalı ve düşük likidite ile karşılaşmak mümkündür. (Shapiro, 2001)

Gelişmekte olan ülkelere olan sermaye hareketleri 1970'lerde daha çok banka borçları iken, 1990'larda sermaye hareketleri menkul kıymet işlemleri ile gerçekleşmiştir. (Fischer, 2003) 1980 sonlarından 1990 ortalarına doğru olan döneme bakıldığında gelişmekte olan ülkelerin piyasa değerlerinin %600 arttığı görülmektedir. (UNCTAD, 1999b) Sonraki dönemlerde finansal serbestleşmenin iyice artması ile birlikte portföy yatırımlarında ciddi artışlar yaşanmıştır.



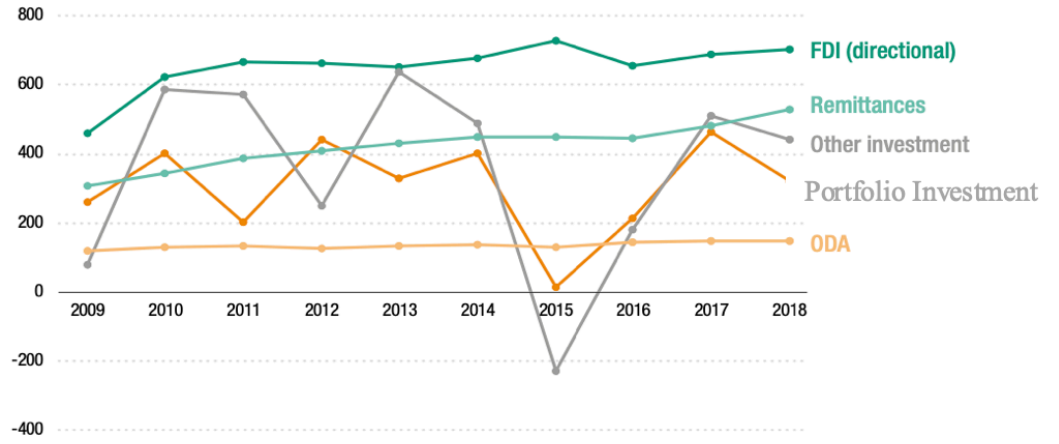
Şekil 3.3: 2014 ve 2018 yılları arası sınır ötesi sermaye akışları (GSYH'nin yüzdesi)

Kaynak: UNCTAD

2014 ve 2018 yılları arasında her ne kadar üç yatırım kategorisi birden düşmüş olsa da en büyük azalma portföy yatırımlarında (%40 düşüş) olmuştur. Portföy yatırımları, finansal piyasa performansı, döviz kuru ve döviz hareketleri ile yakından alakalıdır. Aynı zamanda jeopolitik gerginlikler ve ülkelerde yaşanan politik belirsizliklerden de çokca etkilenmektedir. (UNCTAD, 2019)

Gelişmekte olan ülkeler, küresel sınır ötesi sermaye hareketlerinin üçte birinden biraz daha fazlasını almıştır. %27 düşüş gösteren gelişmiş ülkelere olan sermaye hareketleri ile karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkelere yatırımlar sadece %8 düşerek daha direçli olduğunu göstermiştir zira daha istikrarlı bir finans türü olan DYY sermaye girişlerinin büyük bir payını temsil ediyor. Gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları ve diğer yatırımlar sırasıyla %30 ve %14 düşüş göstermiştir. Portföy yatırımlarındaki düşüş özellikle Latin Amerika ve Batı Asya'da çok hissedilmiştir.

Politikadaki belirsizlik ve kur dengesizliği, Arjantin, Meksika ve Türkiye de dahil olmak üzere portföy yatırımlarını azaltmıştır. (UNCTAD, 2019)



Şekil 3.4: Gelişmekte olan ekonomiler: dış finansman kaynakları, 2009-2018 (milyar dolar)

Kaynak: UNCTAD

3.2.2.2. Yabancı portföy yatırımlarının etkileri

Liberalizasyon sonrası bir ülkenin hisse senedi piyasasının yabancı yatırımcılara açılması, getiri oynaklığında olumlu etki yaratabileceği gibi olumsuz etki de yaratabilir. Bunun temelinde iki ana neden yatmaktadır. İlki, piyasaların yabancılara açılması ile birlikte yatırım konusunda tecrübeli olan bu kişilerin rasyonel davranışlarının hisse getiri oynaklığını olumlu etkileyerek azaltmasıdır. Diğer neden ise, küreselleşme ile ülkelerin piyasalarının ve ekonomilerinin ülke dışında gelişen olaylardan ve karışıklıklardan eskisine göre çok daha fazla etkilenmesidir. Bu etkilenme de getiri oynaklığını artırır. Bazı durumlarda ise, iki etki aynı anda meydana gelir, birbirlerini nötrler. (Jayasuriya, 2005)

Literatürde, yabancı portföy yatırımları ile hisse getirileri arasındaki ilişki “bilginin açıklayıcılığı, fiyat baskısı ve yatırımcı duyarlılığı” olmak üzere üç ana başlıkta açıklanmıştır (Lin, 2002). Bilginin açıklayıcılığı, kıymete yönelik sermaye akımları yeni ve olumlu bilgiler içeriyorsa, bu durum fiyatların yükselmesine neden olur. Bunun tam tersi bir durumda ise şirkete dair olumsuz bilgiler, fiyatların düşmesine neden olacaktır. (Froot, O’Connell ve Seasholes: 2001). Fiyat baskısında

ise, mevcut sermaye girişlerinin ilerideki yabancı yatırımcı yatırımlarını, taleplerini ve dolayısıyla getirilerini artıracığını savunmaktadır. Burada yaşanan fiyat artışı, piyasada yeni bir bilginin yer almasından kaynaklı değil, talepte değişim yaşanmasından kaynaklıdır. Sonuncu teori olan yatırımcı duyarlılığına göre, yabancı sermaye akımları ile yerel kıymet getirileri kısa vadede birlikte hareket ederken uzun vadede ters yönde hareket etmektedir. (Tversky, Kahneman, 1974; Shleifer, 2000)

Yabancı yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülke ekonomisinde yaşanan olumsuz durumlar karşısında hızlı aksiyon alır. Bu durum, kısıtlamaya tabi olmayan sermaye akımlarında dolayısıyla menkul kıymetler piyasasının oynaklığında artışa neden olur. Bir başka görüşe göre de, liberalizasyon ile birlikte yabancı portföy yatırımları hisse senedi fiyatlarını artırırken, piyasa oynaklığını artırmamıştır. (Kim ve Singal, 2000b)

3.2.2.3. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları

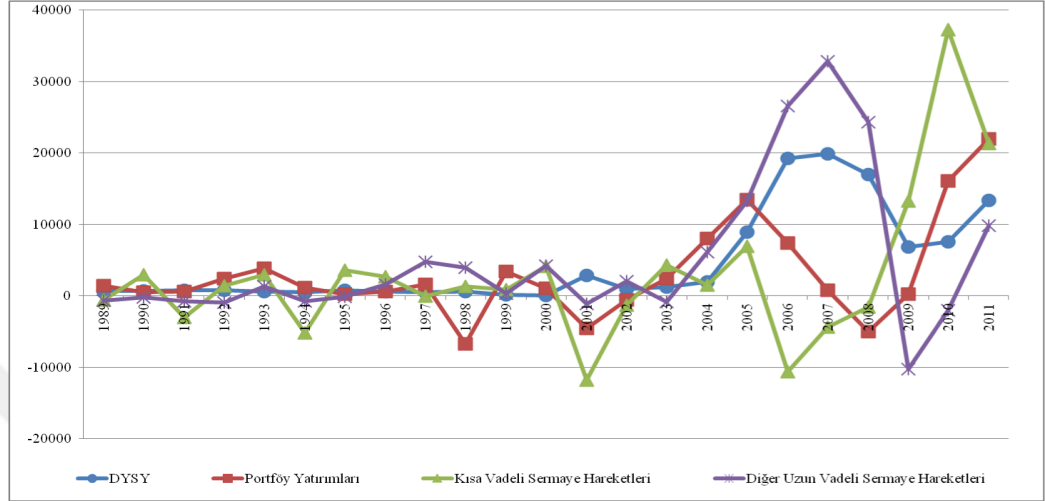
Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları küreselleşme sonrası Türkiye’de benzer seyir göstermiştir. 2001-2005 yılları arasında doğrudan yabancı yatırım sabit ve istikrarlı bir şekilde seyretmiştir. Özellikle 2005 sonrasında gerçekleşen özelleştirmeler, doğrudan yabancı yatırımda da hızlı bir artış yaşanmasına neden olmuştur. Yabancı portföy yatırımları ise, kriz dönemleri dışında seneler içerisinde artış genel olarak devam etmiştir. (BDDK, 2006).

Finans piyasalarının 1989 yılında yabancılara açılması ile birlikte, birkaç yıl dışında yabancı yatırımcıların alışları satışlarından hep daha fazla olmuştur. İlgili dönem incelendiğinde yatırımların seyrinin istikrarlı olmadığı görülmüştür. Yatırımlar oldukça inişli çıkış seyretse de yalnızca 1998, 2001 ve 2002 yıllarında Yabancı yatırımcı satışları alışlardan daha fazla gerçekleşmiştir. 2001 krizi sonrasında yabancı portföy yatırımları artışa geçmiş ve bundan sonraki dönemde de istikrarlı bir artış göstermiştir.

3.2.2.4. Türkiye’deki Yatırım Alışkanlıkları

Portföylerinin yarısını TL mevduatta tutan yurtiçi yerleşikler ikinci olarak yatırımlarını döviz mevduata yapmaktadır. Sermaye piyasası yatırımlarının ise en

büyük kalemini borçlanma senetleri oluşturmaktadır. Pay senetlerinde ise, endekste ki düşüşe paralel olarak %9 azalış gerçekleşmiştir. Yurtiçi yerleşiklerin toplam yatırımları 2017 yılından 2018 yılına %18 artış göstererek 2,7 trilyon TL olmuştur. Bu yatırımların %69'u mevduattan oluşmaktadır.



Şekil 3.5: Türkiye'deki yatırım alışkanlıkları

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a

Türkiye'deki Yatırımcıların Yatırım Tercihi (milyar TL)¹

	2014	2015	2016	2017	2018
TL Mevduat	650.4	701.9	829.3	932.6	1,015.90

¹ Varlığa dayalı menkul kıymetler, özel sektör borçlanma senetlerine dahil edilmiştir. Özel sektör borçlanma senedi ve pay senedi veriler tabiyet esaslı, diğer veriler yerleşiklik esaslı alınmıştır.

Döviz Mevduat	324.1	448.4	512.5	623.6	826.3
Kıymetli Madenler Mevduat	15.9	10.6	17	23.5	40.4
DİBS	340.2	364.5	402.5	456.3	536.6
Özel Sektör Borçlanma Araçları	44.9	47.5	49.9	70	87
Eurobond	45.2	65.6	75.2	84.6	105.9
Pay Senetleri	89.7	85.1	90.4	122.7	111.2
Toplam	1,510.40	1,723.60	1,976.70	2,313.30	2,723.20

Tablo 3.1: Türkiye’deki Yatırımcıların Yatırım Tercihi (milyar TL)

Kaynak: TSPB, 2018

Yabancı yatırımcıların Türkiye’deki yatırım tercihlerine geçmeden kısaca Türkiye’deki sermaye piyasaları gelişmelerinden bahsedilmelidir. Türkiye’de sermaye piyasalarının kurulmasıyla artık yatırımcılar ve yatırım bekleyenler için farklı seçenekler doğmuştur. Yatırımcılar risk almaya başlamış ve başta tahvil ve hisse senedi olmak üzere birçok ürüne yatırım yapmaya başlamıştır. Repo işlemlerinin artması ile birlikte Borsa bünyesinde repo işlemleri için organize bir piyasa açılmıştır. Bunun dışında, Türkiye’den yurtdışına ihraç edilen borçlanma araçları için uluslararası tahvil pazarı açılmıştır. Sonrasında ise, türev ürünlere yatırım yapma olanağı sunan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası kurulmuştur. Burada bahsedilen gelişmeler ve küreselleşmenin de artması ile birlikte yabancı yatırımcılar Türkiye’de yatırım yapmaya başlamıştır. (Akyüz, 2002)

3.2.2.5. Türkiye’deki Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri

Tablo’da son yıllardaki yabancı yatırımcı tercihleri verilmiştir. Buna göre, yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’deki portföylerinin neredeyse yarısını pay senetleri oluşturmaktadır. Yıllar içerisinde neredeyse her yıl artış gösteren yabancı yatırımcılar 2018 yılında 2017 yılına nazaran düşüş göstermiştir. Pay senetlerinde ise, endekste ki düşüşe paralel olarak %12 azalış gerçekleşmiştir.

Türkiye'deki Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri (Milyar TL)²

	2014	2015	2016	2017	2018
TL Mevduat	11	13	15.4	21.9	25.9
Döviz Mevduat	51	70.6	78.6	108.7	126.5
Kıymetli madenler mevduat	0.3	0.4	0.5	0.6	0.9
DİBS	119.7	92.7	94.4	118	96.9
Özel Sektör Borçlanma Araçları	3	2.7	3.2	3.6	3.3
Eurobond	1.5	1.2	1.9	1.8	--
Pay Senetleri	159.2	141.2	156.5	232.3	204.2
Toplam	345.8	321.7	350.5	486.9	457.8

Tablo 3.2: Türkiye'deki Yabancı Yatırımcıların Yatırım Tercihleri**Kaynak:** TSPB, 2018

Yurtdışı yerleşiklerin Türkiye'deki yatırımlarının neredeyse yarısı pay senetleridir. Seneler içerisinde yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım miktarı artış göstermiştir. 2018 verilerine baktığımızda ise önceki yıla göre dolar bazında %33, TL bazında %6 azaldığını görüyoruz. (TSPB, 2018)

3.2.2.6. Türkiye'deki Yatırımcı Dağılımı ve Portföy Büyüklükleri

2009 ve 2018 yılları arasındaki pay senedi yatırımcı sayıları incelendiğinde göze çarpan belli başlı hususlar mevcuttur. İlk olarak, 2013 yılından itibaren düşüşe geçen yerli yatırımcı sayısı 2017 ve 2018 yıllarında artışa geçmiştir. Özellikle 2018 yılında yerli fon sayısında %27 artış gözlenmiştir. Bu durumun olmasında, emeklilik sisteminde gerçekleşen otomatik katılım sistemi doğrultusunda portföy yönetim şirketlerinin kurmakla yükümlü olduğu başlangıç fonları etkili olmuştur.

² Özel sektör borçlanma senedi ve pay senedi veriler tabiyet esaslı, diğer veriler yerleşiklik esaslı alınmıştır. Yurtdışı yerleşiklerin eurobond yatırımları 2018 yılından itibaren yayınlanmamaktadır.

Pay Senedi Yatırımcı Sayıları										
Yatırımcı Kategorisi	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Yerli	993,253	1,035,612	1,090,059	1,080,262	1,100,854	1,065,473	1,049,578	1,031,309	1,081,334	1,169,188
Fon	223	255	277	294	331	338	332	334	337	427
Yatırım Ortaklığı	37	39	42	35	32	29	31	31	31	30
Tüzel	2,392	2,640	3,111	4,317	5,064	5,176	4,962	4,696	4,580	5,152
Bireysel	990,388	1,032,456	1,086,400	1,075,364	1,095,162	1,059,633	1,043,953	1,025,942	1,076,082	1,163,276
Diğer	213	222	229	252	265	297	300	306	304	303
Yabancı	7,008	7,523	7,732	8,304	9,555	9,895	9,735	9,485	9,569	9,731
Fon	2,053	2,188	2,085	2,245	2,302	2,285	2,093	1,924	1,940	1,762
Tüzel	856	1,036	1,100	1,227	1,299	1,426	1,475	1,398	1,453	1,460
Bireysel	4,094	4,295	4,545	4,828	5,950	6,182	6,167	6,163	6,176	6,507
Diğer	5	4	2	4	4	2	0	0	0	2
Toplam	1,000,261	1,043,135	1,097,791	1,088,566	1,110,409	1,075,368	1,059,313	1,040,794	1,090,903	1,178,919

Tablo 3.3: Türkiye’deki Pay Senedi Yatırımcı Sayıları

Kaynak: MKK

Aşağıdaki tabloda, borsadaki yatırımcılar portföy büyüklüklerine göre sıralanmıştır. Sıralanırken, portföy büyüklüğündeki onuncu, yüzüncü sıradaki gibi yatırımcılar belirlendirerek sınıflandırılmıştır. 2018 yılında yabancı yatırım fonları 107 milyar TL pay senedi portföyüne sahip iken, ilk on yabancı fon bu portföyün 27 milyar TL ile %25'ini oluşturmaktadır. En yüksek portföy değerine sahip ilk 10 yabancı tüzel yatırımcı ise, toplam tüzel yatırım portföyünün %48'ini oluşturmaktadır. Yabancı bireysel yatırımcılara baktığımızda ise, ilk 10 bireysel yatırımcının toplam bireysel yatırımcı portföy değerinin %70'ine sahip olduğu görülmektedir. Yerli ve yabancı yatırımcı portföy değerleri karşılaştırıldığında, yabancı fon ve tüzel kişilerin piyasadaki toplam hisse senedi portföy değerinin büyük bir kısmına sahip olduğu görülmektedir. Durum bireysel yatırımcılarda ise tam tersidir. Yerli bireysel yatırımcıların hisse senedi portföy değerleri yabancı bireysel yatırımcılarınkinden çok daha fazladır.

YATIRIMCI SAYILARINA GÖRE PORTFÖY BÜYÜKLÜKLERİ SİRALAMASI (2018)				
Yatırımcı Türü	Yerli		Yabancı	
	Yatırımcı Sayısı	Portföy Değeri (Mn. TL)	Yatırımcı Sayısı	Portföy Değeri (Mn. TL)
Yatırım Fonu	10	4,562	10	27,041
	100	10,780	100	68,016
	427	12,060	1,000	105,042
			1,762	106,471
Yatırım Ortaklığı	10	2,289		
	30	2,334		
Tüzel	10	12,294	10	46,816
	100	29,093	100	80,269
	1,002	32,026	1,000	96,454
	5,152	32,048	1,460	96,574
Bireysel	10	5,759	10	820
	100	14,392	100	1,012
	1,000	24,755	1,000	1,134
	10,000	36,952	6,507	1,164
	100,000	53,040		
	500,000	60,988		
	1,000,049	61,146		
	1,163,276	61,146		
Diğer	10	3,109	2	16
	100	3,529		
	303	3,529		
Toplam	1,169,188	111,117	9,731	204,225
Kaynak: MKK				

Tablo 3.4: Türkiye'deki yatırımcı sayılarına göre portföy büyüklükleri sıralaması (2018)

Kaynak: MKK

Türkiye’ye yapılan yerli ve yabancı yatırımın son yıllardaki durumunu inceledikten sonra bazı belli başlı sonuçlara ulaşılmıştır. Bunlardan ilki, yabancı yatırımcılar hem hisse senedi hem de borç senedi piyasalarında işlem yapsalar da, ilk tercihleri hep hisse senedi piyasası olmuştur. Nitekim yabancı yatırımcılar için en yüksek bakiye hisse senedi piyasasındadır. Bu durumun yıllar içerisinde değişmediğini görüyoruz. Yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasındaki yatırımının 2018 yılı dışında genelde artış trendinde olduğunu görüyoruz. Son yıllarda, yerel yatırımcılar TL mevduata yatırım yapmayı tercih ederken, yabancı yatırımcılar da hisse senedine yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yabancı yatırımcılarda fonlar ve tüzel kişiler en yüksek portföy değerine sahipken, yerel yatırımcılarda durum tam tersi seyretmiş ve en yüksek bakiyeli yatırımcılar bireysel yatırımcılar olmuştur.

4. YABANCI PORTFÖY ALIM SATIM İŞLEMLERİNİN BORSA İSTANBUL ÜZERİNE ETKİSİ

Küreselleşmenin sermaye piyasalarına olan etkisini görebilmek için, yabancı portföy yatırımları ile borsa endeksleri, piyasa değeri, işlem hacmi gibi önemli göstergeler arasındaki ilişki incelenecektir. Bu değişkenlerin yanı sıra, yabancı yatırımcıların temettü ile ilişkisini daha iyi görebilmek için temettü verimliliği de araştırmaya dahil edilmiştir. Bu çalışmanın amacı, finansal küreselleşme vasıtasıyla yıllar içerisinde artış gösteren yabancı yatırımın yıllar içerisinde pay piyasası ile nasıl ve ne derece etkileşim içinde olduğunu incelenmesidir. Çalışma sonucunda, yabancı yatırımcının Borsa İstanbul’daki yatırımlarına dair detay bilgi edinilecek, yabancı portföy yatırımları ile değişkenler arasındaki korelasyon incelenecek ve sonuç olarak arada bir etkileşim olup olmadığı sonucuna varılacaktır.

Finansal liberalizasyonun, yabancı portföy yatırımlarının ülke sermaye piyasalarına ve borsalarına etkisi seneler boyu çokca tartışılan konulardan olmuştur. Finansal küreselleşme, yabancı yatırımcıların bir ülkenin sermaye piyasasına rahatça yatırım yapabilmesi ve buna dair olan kısıtlamaların kaldırılması olarak ifade edilmektedir. Literatürdeki çalışmalar da genel olarak yabancı yatırımların ülke sermaye piyasalarına etkisini incelemektedir. Zira, bir ülkenin sermaye piyasalarının

yabancılar açılması sonrasında borsada meydana gelen değişikliklerde yabancı yatırımcıların payı da yadsınmaz. Literatür incelendiğinde, bu konu ile ilgili bir çok araştırma yapıldığı görülmüştür. Genelde araştırmacılar, pay piyasası gelişimi ile piyasaların yabancı yatırımcılara açılması arasındaki ilişkiyi incelerken, değişkenlerde ani ve şiddetli kırılmalar olup olmadığını incelemiştir. Bu nedenle bu araştırmalar etkisini daha iyi görebilmek açısından genelde finansal liberalizasyon sonrası dönemlerde yoğunlaşmıştır. Kriz dönemi ise yabancı yatırımcıların sermaye piyasalarına etkilerinin incelendiği bir diğer önemli dönemdir. Öte yandan yaşanan krizler nedeni ile yabancı yatırımcıların durumu kanun koyucular tarafında hala daha tartışma konusudur. Birçok ülke yıllar içerisinde, yaşanan krizler gibi nedenlerden dolayı yabancı yatırımcılara zaman zaman kısıtlamalar koyup sonrasında kaldırmaktadır.

Bu çalışmada, yabancı yatırımcılara yönelik kısıtların olmadığı ve yabancı yatırımcılar tarafından tercih edilen Türk pay senedi piyasası üzerinde yabancı portföy yatırımları ile etkileşiminin olup olmadığı incelenecektir. Bu kapsamda çalışmanın hipotezi yabancı alış ve satış tutarları ile Bist 30 verileri arasında etkileşimin olduğu yönündedir. Çalışmada aylık veriler kullanılacak ve 10 yıllık bir dönem incelenecektir. Uzun bir dönemin incelenmesi, araştırma sonucunun güvenilirliğini de artıracaktır. Bu doğrultuda, yabancı yatırımcıların pay piyasası ile etkileşimi birkaç yıllık bir veriye dayanarak değil uzun bir döneme dayanılarak incelenecektir. Uzun bir dönemi kapsayan aylık verilerin incelenmesi, zaman serileri analizinin kullanılmasını da mümkün kılacaktır.

Literatür incelendiğinde yabancı yatırımcılar ve pay piyasası arasındaki etkileşime dair net bir sonuca varılamadığı görülse de, araştırmaların geneli yabancı yatırımcıların ülke piyasaları üzerinde olumlu etkileri olduğu yönündedir.

4.1. Literatür Taraması

Küreselleşmenin hızla artması ile birlikte, finansal serbestleşme piyasalarda hissedilir hale gelmiştir. Ülkelere yapılan yatırımlar yerli sermaye ile olabileceği gibi yabancı sermaye ile de gerçekleşmektedir. Finansal küreselleşme, ülkelere yapılan

yabancı sermaye yatırımını ciddi seviyelerde artırmaktadır. Ülke ekonomisine önemli katkıda bulunan yabancı sermaye yatırımlarının ülke borsalarına etkisi de büyüktür.

Choe, Kho ve Stulz (1999), 1996-1997 yılları arasında gerçekleşen Kore krizi dönemi verilerini kullanarak, yabancı yatırımcıların Kore hisse senedi piyasasına etkilerini araştırmıştır. Araştırma sonucunda, Kore ekonomik krizi öncesinde, yabancı yatırımların alım satımlara pozitif geri bildirimi olduğu görülmüştür. Kriz zamanında ise, yabancı yatırımcıların işlemleri çok azalmış neredeyse yok olmuştur. Örneklem dönemi için, yabancı yatırımcı alım satımlarının Kore borsası üzerinde istikrarsızlaştırıcı bir etkiye sahip olduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır. Piyasa, yabancı yatırımcıların büyük miktarda satış yapmalarına hızlı ve etkin bir şekilde uyum sağlamıştır.

Kim ve Singal (2000), 1976 ve 1996 yılları arası verileri kullanarak finansal liberalizasyon sonrası hisse senedi piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması ile birlikte hisse senedi fiyatlarında artış gerçekleştiğini tespit etmiştir. Araştırmanın önemli sonucu ise, fiyatlarda artış gerçekleşmesine rağmen yabancı yatırımcılar hisse senedi fiyatlarında oynaklığa neden olmamaktadır.

Kit Yi (2006), Shanghai Stock Exchange'e Nitelikli Yabancı³ Kurumsal Yatırımcıların etkisini incelemiştir. Sonuç olarak, finansal liberalizasyonun piyasalarda pozitif ve negatif etkileri olabileceğini belirterek, negatif etkilerine karşın daha çok önlem alınması gerektiğini savunmuştur. Daha stabilize bir piyasa için alınması gereken aksiyonun, bireysel yatırımcıyı yapacağı yatırımlar konusunda eğitmek olduğunu belirtmiştir.

Baklacı (2009) çalışmasında, Borsa İstanbul'daki yabancı yatırımcıların işlemleri ile getiriler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2005'ten 2008'e kadar olan verilerin kullanıldığı araştırmada, yabancı yatırımcıların işlemleri ile hisse getirileri arasındaki ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların çok sık

³ Nitelikli yabancı yatırımcı: Yatırımcıların Çin borsalarına katılmalarına izin veren lisansa sahip olmalarıdır.

pozisyon değiştirdiklerini bunun da BİST 100 endeks getirilerini etkilediği ortaya konmuştur.

Gümüş (2010), yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a etkisini araştırmıştır. 1997-2007 aralığındaki verilerin kullanıldığı araştırmada ilk olarak birim kök testi uygulanmış sonrasında ilişkinin tespit edilebilmesi için eşbütünleşme testi yapılmıştır. Sonuç olarak, yabancı yatırımcıların alım satım işlemleri ile BİST 100 endeksi, işlem hacmi ve piyasa değeri arasında ilişki tespit edilmiştir.

Elmas (2012), Borsa İstanbul'daki %65-70 aralığında bulunan yabancı yatırımcıların Borsa endekslerine etkisini incelemiştir. Çalışmada, durağanlığın saptanabilmesi için ADF (Augmented Dickey-Fuller) ve PP (Phillips-Perron) testleri uygulanmıştır. Sonrasında, yabancı payları ve endeks getirileri arasındaki ilişkinin açıklanabilmesi için Engle-Granger ve Johansen-Juselius eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Araştırma sonucunda, yabancı yatırımcı al sat işlemlerinin Borsa endekslerinin artış ve azalış trendlerini başlatmadığını kanıtlamıştır. Aynı zamanda yabancı yatırımcıların, endekslerdeki artma azalma hareketlerini inceleyerek alım ve satım yaptığını saptamıştır.

Yıldız (2017), 2006-2015 yılları arasındaki verilerden yararlanarak Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların yabancı yatırımcı sahiplik oranı ile hisse senedi getiri oynaklığı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuç olarak, yabancı fonların sahiplik oranı ile hisse senedi getiri oynaklığı arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

4.2. Veri Seti ve Değişkenler

Araştırmada sonuçların güvenilirliğini ve etkilerini daha iyi inceleyebilmek adına uzun bir dönemi kapsayan veriler incelenmiştir. Bu kapsamda araştırma dönemi Ocak 2009 ve Aralık 2019 olarak belirlenmiştir. Araştırma dönemi 2009'dan başlatılarak 2008 krizinin önemli bir döneminin araştırmaya dahil edilmemesi hedeflenmiştir.

Çalışmanın temel amacı olan yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a olan etkilerini incelemek için aşağıdaki değişkenler analize dahil edilmiştir:

-Yabancı Portföy yatırımları: Borsa yabancı yatırımcı rakamlarını alış ve satış olmak üzere iki ana başlıkta açıklamaktadır. Araştırmada, borsa tarafından yabancı alış ve satış olarak kaydedilen rakamlar kullanılacaktır.

-Endeks: BİST 30 endeks verisi kullanılacaktır. Bist 30 endeksinin araştırmaya dahil edilmesi ile borsada yabancı yatırımcının en çok yatırım yaptığı endeks incelenmiş olacaktır.

-İşlem Hacmi: İlgili yılları kapsayan Bist 30 endeksine dahil şirketlerin toplam aylık işlem hacimleri kullanılacaktır.

-Piyasa Değeri: İlgili yılları kapsayan Bist 30 endeksine dahil şirketlerin toplam ay sonu piyasa değerleri kullanılacaktır.

-Temettü Verimliliği: İlgili yılları kapsayan Bist 30 endeksine dahil şirketlerin toplam aylık temettü verimliliği rakamları kullanılacaktır. Bu veri ile yabancı yatırımcıların temettü üzerinde etkisi incelencektir.

-İşlem Adedi: İlgili yılları kapsayan Bist 30 endeksine dahil şirketlerin toplam aylık işlem adetleri kullanılacaktır.

Yabancı alış ve satış tutarları Borsa İstanbul’a ait “connect.borsaistanbul.com” web sitesindeki Pay Piyasası Verileri başlığının altında yer alan Yabancı Banka-Aracı Kurum veya Şahıs Nam ve Hesabına Gerçekleştirilen İşlemler veri setinden alınmıştır. Endeks kapanış değeri, işlem hacmi, piyasa değeri, işlem adedi ve temettü verimliliği verileri Borsa İstanbul’un web sitesindenki endeks verilerinden alınmıştır.

Çalışma için BİST 30 endeksinin seçilmesinin nedeni, diğer endekslere oranla daha likit bir endeks olmasıdır. Araştırma dönemi olarak da Ocak 2009 ve Aralık 2019 aralığının seçilmesinin nedeni 2008 krizi sonrasındaki dönemi alarak kriz olmayan yıllara ait veri seti oluşturulması amaçlanmıştır.

Araştırmada kullanılan değişkenler ve kısaltmaları:

Değişkenler	Kısaltma
Yabancı Yatırımcı Alışları	YALIS
Yabancı Yatırımcı Satışları	YSATIS
BİST-30 Endeksi	XU030
İşlem Hacmi	ISHACIM

Piyasa Değeri	PDEGER
Temettü Verimliliği	TVERIM
İşlem Adedi	ISADET

Tablo 4.1: Araştırma kapsamında kullanılan değişken kısaltmaları

Araştırma kapsamında kullanılan tüm veriler Türk Lirası cinsinden alınmıştır. Değişkenler ise Borsa İstanbul tarafından yayımlanan raporlardan derlenmiştir.

4.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Analizde kullanılacak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler aşağıda belirtilmiştir. 2009 Ocak ve 2019 Aralık dönemine ait verilerin aylık ortalamalarına bakılmış ve 132 aya ait veriler incelenmiştir.

- İşlem Hacmi'nin verileri incelendiğinde, en düşük değerin 19.758,15 milyon TL olarak en yüksek değerin ise 277584,5 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 89.071,94 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Piyasa Değeri'nin verileri incelendiğinde, en düşük değerin 169.398,5 milyon TL olarak en yüksek değerin ise 1.108.773,0 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 583.290,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Temettü Verimliliği verileri incelendiğinde, en düşük değerin %1,49 olarak en yüksek değerin ise %5,09 olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise %2,34 olarak gerçekleşmiştir.
- Bist 30 kapanış verileri incelendiğinde, en düşük değerin 30691.34 olarak en yüksek değerin ise 146553.9 olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 93840.76 olarak gerçekleşmiştir.
- İşlem adedi verileri incelendiğinde, en düşük değerin 10,142,288 milyon olarak en yüksek değerin ise 80,518,232 milyon olarak gerçekleştiği

görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 22,592,958 milyon olarak gerçekleşmiştir.

Değişkenler	ISHACIM (milyon TL)	PDEGER (milyon TL)	TVERIM (%)	XU030	ISADET (milyon adet)
Ortalama	89071,94	583290,7	2,34	93840.76	22592958
Medyan	73222,44	571209,7	2,26	93207.24	18910716
Maksimum	277584,5	1108773	5,09	146553.9	80518232
Minimum	19758,15	169398,5	1,49	30691.34	10142288
Standart Sapma	48472,2	190255,4	0,58	24877.84	11066813
n	132	132	132	132	132

Tablo 4.2: Analizde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler

Aşağıdaki tabloda yabancı yatırımcıların 2009 Ocak ve 2019 Aralık yılları arasındaki aylık alış ve satış değerlerinin istatistiklerine yer verilmiştir. Veriler incelendiğinde, yabancı yatırımcı alış ortalamasının, satış ortalamasından daha fazla olduğu görülüyor. Bu durum, yabancı yatırımcıların satıştan daha çok alış işlemi yaptığını gösteriyor. Fakat yine de alış ve satış ortalaması birbirine oldukça yakın seyretmiştir. Maksimum değerlere bakıldığında, yabancı satışta gerçekleşen en yüksek değer yabancı alıştan daha yüksek olduğu görülmektedir. Aynı şekilde en düşük noktada da yine satış değerinin alıştan daha yüksek olduğu görülmektedir.

- Yabancı alış verileri incelendiğinde, en düşük değer 2.647,45 milyon TL olarak en yüksek değer ise 52.721,82 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 17.914,53 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Yabancı satış verileri incelendiğinde, en düşük değer 3.351,10 milyon TL olarak en yüksek değer ise 56.365,26 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmüştür. 10 yıllık verinin ortalaması ise 17.904,05 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

	YALIS (milyon TL)	YSATIS (milyon TL)
ortalama	17.914,53	17.904,05
medyan	13.297,38	13.370,42
maksimum	52.721,82	56.365,36
minimum	2.647,45	3.351,10
std sapma	13.117,40	13.334,28
n	132	132

Tablo 4.3: Yabancı alış ve satış değerlerine ait tanımlayıcı istatistikler

4.4. Korelasyon Analizi

Tablo 4.4’te sunulan Pearson Korelasyon Tablosu, yabancı alış ve satışlarının birbirleri ile istatistiki olarak anlamlı bir ilişkide bulunduklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca bu tablo, yabancı alış ve satışlarının diğer tüm değişkenler ile yüksek seviyede korelasyona sahip olduğuna da işaret etmektedir.

Korelasyon Analizi

	XU030	ISHACIM	PDEGER	ISADET	TVERIM	YALIS	YSATIS
XU030	1						
ISHACIM	0.833	1					
PDEGER	0.974	0.901	1				
ISADET	0.696	0.945	0.798	1			
TVERIM	-0.055	0.265	0.057	0.281	1		
YALIS	0.796	0.935	0.856	0.834	0.387	1	
YSATIS	0.786	0.932	0.849	0.828	0.400	0.996	1

Tablo 4.4: Korelasyon Analizi

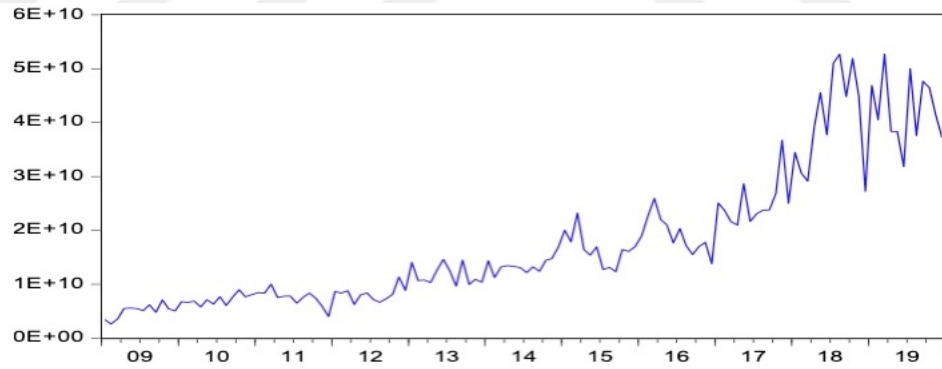
4.5. Mevsimsellik, Durağanlık Testi

Zaman serileri kullanılan araştırmalarda mevsimselliğin önemli büyüktür. Birçok faaliyetin durumu mevsimsel olarak ya da bazı aylara göre değişiklik göstermektedir. Örneğin, turizm yazın artış gösterirken, kışın durağanlaşmaktadır ya da dini bayramlardan önce alışverişler ciddi ölçüde artış göstermektedir. Bu gibi mevsimsel ve aylık değişimler, zaman serinin varyansını etkilemekte ve yanlış sonuçlar elde edilmesine neden olabilmektedir. (Kutlar, 2000)

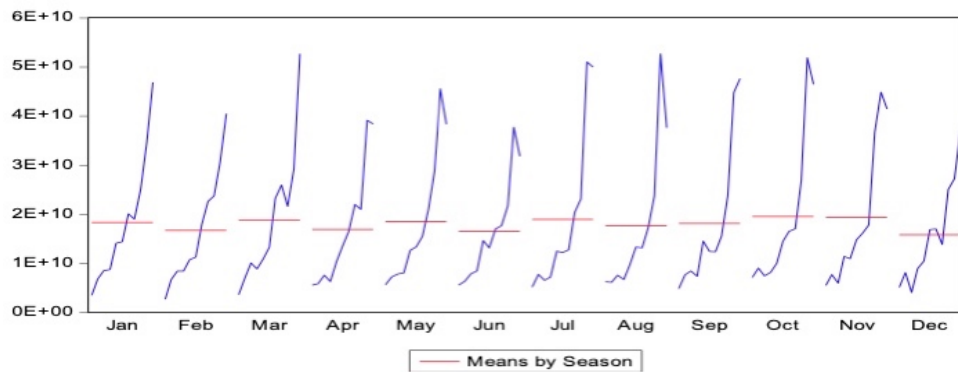
Kullanılan veri setinin ilk olarak mevsimsellik içerip içermediği kontrol edilmiştir. Mevsimsellik içeren veri setlerinde mevsimsellik elimine edilir zira mevsimsellikten arındırılmış verilerin kullanılarak analizin yapılması daha doğru sonuçlar vermektedir. Bu çalışma için Fisher Testi kullanılarak mevsimsellik test edilmiştir. Yabancı alış, yabancı satış ve işlem adedi verilerinin mevsimsellik içerdiği tespit edilmiştir. Bu kapsamda bu veriler mevsimsellikten arındırılmıştır.

Mevsimsellik içeren verilerin grafikleri aşağıdaki gibidir.

Yabancı Alış Mevsimsellik Grafiği



Şekil 4.1: Yabancı Alış Mevsimsellik Grafiği



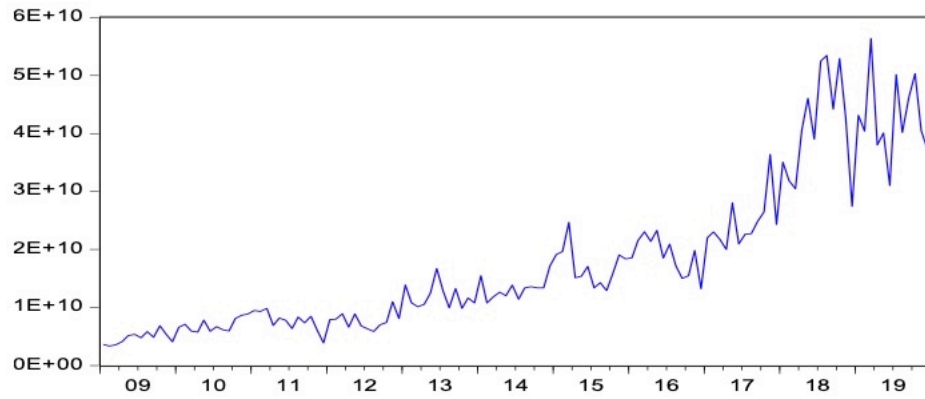
Şekil 4.2: Yabancı Alış Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

Yabancı alış değerleri %5 ve %10 seviyesinde mevsimsellik etkisi tespit edilmiştir.

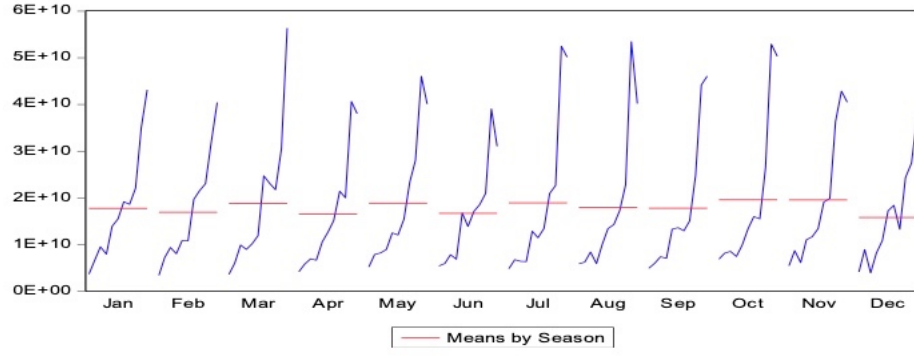
Değişkenler	T-İstatisiği	Olasılık Değeri
C	-2.653089	0.0091
@TREND	20.81894	0.0000
@SEAS(1)	2.1555690	0.0331
@SEAS(2)	1.443459	0.1515
@SEAS(3)	2.088648	0.0389
@SEAS(4)	1.302468	0.1953
@SEAS(5)	1.783490	0.0771
@SEAS(6)	0.940701	0.3488
@SEAS(7)	1.722821	0.0875
@SEAS(8)	1.123991	0.2633
@SEAS(9)	1.192802	0.2353
@SEAS(10)	1.602944	0.1116
@SEAS(11)	1.432994	0.1545

Tablo 4.5: Yabancı Alış Mevsimsellik Etkisi

Yabancı Satış Mevsimsellik Grafiği



Şekil 4.3: Yabancı Satış Mevsimsellik Grafiği



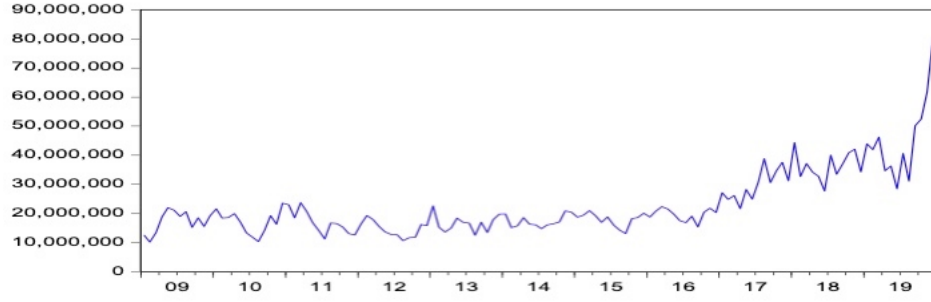
Şekil 4.4: Yabancı Alış Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

Yabancı satış değerleri %5 ve %10 seviyesinde mevsimsellik etkisi tespit edilmiştir.

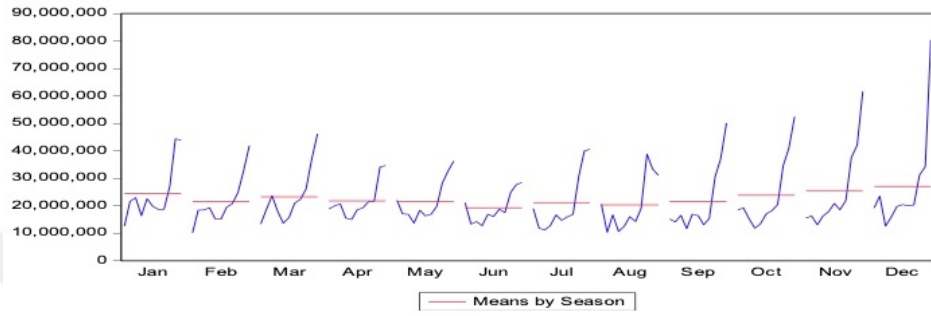
Değişkenler	T-İstatisiği	Olasılık Değeri
C	-2.686613	0.0083
@TREND	20.39748	0.0000
@SEAS(1)	1.894327	0.0606
@SEAS(2)	1.495097	0.1375
@SEAS(3)	2.055596	0.0420
@SEAS(4)	1.141319	0.2560
@SEAS(5)	1.863847	0.0648
@SEAS(6)	0.965808	0.3361
@SEAS(7)	1.665082	0.0985
@SEAS(8)	1.209575	0.2288
@SEAS(9)	1.027455	0.3063
@SEAS(10)	1.570952	0.1188
@SEAS(11)	1.446647	0.1506

Tablo 4.6: Yabancı Satış Mevsimsellik Etkisi

İşlem Adedi Mevsimsellik Grafiği



Şekil 4.5: İşlem Adedi Mevsimsellik Grafiği



Şekil 4.6: İşlem Adedi Ortalaması Mevsimsellik Grafiği

İşlem adedi değerleri %10 seviyesinde mevsimsellik etkisi tespit edilmiştir.

Değişkenler	T-İstatisiği	Olasılık Değeri
C	4.619302	0.0000
@TREND	11.25731	0.0000
@SEAS(1)	-0.111328	0.9115
@SEAS(2)	-1.047051	0.2972
@SEAS(3)	-0.582157	0.5616
@SEAS(4)	-1.074889	0.2846
@SEAS(5)	-1.173242	0.2430
@SEAS(6)	-1.949835	0.0535
@SEAS(7)	-1.507836	0.1342
@SEAS(8)	-1.753094	0.0822
@SEAS(9)	-1.447187	0.1505
@SEAS(10)	-0.840098	0.4025
@SEAS(11)	-0.373788	0.7092

Tablo 4.7: İşlem Adedi Mevsimsellik Etkisi

Durağanlık testi için Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi (ADF) kullanılmıştır. Analizin yapılabilmesi için birim kökün olmaması gerekmektedir. Birim kök yok ise durağanlık var demektir. ADF testinde, veri setinin durağan olup olmadığını kararlaştırmak için p-değeri, α (%5)'ten az olmalıdır.

Ekonometride, ortalama ve varyansı zaman içerisinde değişiklik göstermeyen, iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil, sadece iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı sürece “durağan” denir. (Gujarati, 1999) Bir başka deyişle, serilerin zaman içerisindeki ortalamasının ve varyansının sabit olması anlamına gelmektedir. Analizin durağan olmayan serilerle yapılması, açıklama gücü olan belirlilik katsayısının olması gerekenden daha yüksek çıkmasına ve sonuç olarak t ve f test sonuçlarının geçerliliklerini yitirmesine neden olur.

4.5.1. Birim Kök Testleri

Literatürde en çok kullanılan ve zaman serilerinde en geçerli sayılan durağanlık testi, Dickey-Fuller birim kök testidir. Dickey-Fuller testi, birinci dereceden otoregresif sürece dayanmaktadır. Bu tip birim kök testinde, üç model mevcut olup, bunlar; sabitin ve trendin olmadığı model, yalnızca sabitin olduğu model ve sabit ve trendin beraber olduğu bir modeldir. Çalışmalarından 2 yıl sonra, zaman serinin birinci derece dışındaki yüksek derecelerdeki otoregresif süreçlere de uygunluk göstereceği düşüncesi ile genişletilmiş Dickey Fuller testi geliştirilmiştir. Bu test, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak modele dahil etmektedir.

Bu çalışmada, birim kök testlerinden yalnızca Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey-Fuller testleri detaylı açıklanacaktır.

4.5.1.1. Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Dickey Fuller testi, birim köke sahip veri setlerinde, fark alma işlemi ile durağanlığın sağlanmasında kullanılır.

Y_t değişkeninin bir önceki dönemde aldığı Y_{t-1} ile olan ilişkisi aşağıdaki gibi formülleştirilir.

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Bu formülde, ε_t ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimidir. ρ ise Y_{t-1} 'in katsayısıdır. (Dickey ve Fuller, 1979).

Bu model, birinci dereceden otoregresif AR (1) modelidir. Bu modelde birim kökün varlığı incelendiğinde aşağıdaki hipoteze bakılır.

$H_0: \rho \geq 1$ durumunda seri durağan değildir.

$H_1: \rho < 1$ durumunda seri durağandır.

$\rho = 1$ ise,

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

şeklini alır ki bu durumda seri durağan olmaktan çıkar ve birim köke sahip demektedir.

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

eşitliğinin iki tarafından da Y_{t-1} çıkarılırsa,

$$\nabla Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\delta = \rho - 1)$$

şeklini alır. Bu formüldeki ∇ , birinci fark işlemcisidir. Bu durumda aşağıdaki formül elde edilir.

$$\nabla Y_t = (Y_t - Y_{t-1})$$

Bu doğrultuda hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulur.

Durağan olmayan serilerde:

$$H_0: \rho \geq 1 \text{ ya da } H_0: \delta \geq 0$$

Durağan serilerde ise:

$$H_1: \rho < 1 \text{ ya da } H_1: \delta < 0$$

Dickey-Fuller testinde, t istatistiği MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılır. Eğer t istatistiği mutlak değeri MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden küçükse, H_0 hipotezi reddedilemez ve serinin birim kök içerdiği yani durağan olmadığı sonucuna varılır. (Ertek, 1996)

Yukarıda Dickey Fuller testinde üç model olduğundan bahsedilmiştir. Bu modeller aşağıdaki gibidir:

Sabit ve trendin olmadığı model $\nabla Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

Yalnızca sabitin olduğu model $\nabla Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

Sabit ve trendin beraber olduğu $\nabla Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$

Modellerde geçen t, zaman veya genel eğilim değişkenidir. Hata teriminin ardışık bağımlı olduğu durumlarda ise aşağıdaki regresyon modeli kullanılır.

$$\nabla Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t + \sum_{i=1}^m \nabla Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Bu modele Dickey Fuller sınaması uygulanırsa, bu duruma Genişletilmiş Dickey Fuller denir. Dickey Fuller testinde hata teriminde otokorelasyon bulunması durumunda zaman serileri otoregresif (AR) şeklinde ifa edilemez ve bu durumlarda genişletilmiş Dickey Fuller uygulanır. (Göktaş, 2005)

Zaman serileri genellikle durağan olmadığından belirli bir zamanda stokastik olarak değişken trend etrafında dağılır. Bu tip seriler birinci dereceden bütünleşik olur ve bu da otoregresif yapılarının birim köke sahip olduğu anlamını taşır. Bu tip birim kök taşıma durumu tüm değişkenlerin birinci farklarının alınmasıyla genelde ortadan kalkar.

Bir seri birinci farktan durağan ise buna birinci dereceden bütünleşik seri denir. Birinci farktan durağan olmayan seriler için iki defa fark almak gerekebilir. Bu şekilde bir veya iki kere fark alınarak seri durağan hale getirilir. Durağan olmayan bütünleşik seriler, zaman serilerindeki herhangi bir şokun sürekli olacağının göstergesidir. Durağan seriler ise şoktan sonra ortalamasına geri döner. Öte yandan bütünleşik zaman serileri uzun dönemde geçse bile şok öncesi düzeylerine geri dönemez.

4.5.1.2. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testi, hata teriminin otokorelasyon içermesi durumunda kullanılamamaktadır. Otokorelasyonlu hata terimi ise, hata teriminin saf rassal olduğu varsayımına dayanan Dickey-Fuller testini devre dışı bırakır. Bu sorunun aşılması için, Dickey-Fuller bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak modele dahil edilebileceği yeni bir test olan genişletilmiş Dickey-Fuller testini geliştirmiştir. Böylece, bağımlı değişkenin hata terimi eşitliğinin sağ tarafında yer alır. (Dickey-Fuller,1981) Böylece yukarıda bahsi geçen üç model bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de modele dahil edilerek aşağıdaki gibi tekrar yazılır.

Sabit ve trendin olmadığı model;

$$\nabla Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \delta_j \nabla Y_{t-j+1} + e_t$$

Yalnızca sabitin olduğu model;

$$\nabla Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \delta_j \nabla Y_{t-j+1} + e_t$$

Sabit ve trendin beraber olduğu model;

$$\nabla Y_t = \alpha + \beta_t + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \delta_j \nabla Y_{t-j+1} + e_t$$

Regresyonlarda $\delta=0$ denklemi sınanır. ADF testinde birim kökün olması, DF testi için hesaplanan kritik değerlerle test edilir. Zaman serisinin gecikmeli değerlerini kullanarak otokorelasyonu yok eden ADF testinin uygulaması DF testi ile aynıdır. ADF testini uygularken dikkat edilmesi gereken nokta, uygun gecikme mertebesinin belirlenmesidir. Bunu belirlerken de Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Shwars Bayesian Kriteri (SBC) kullanılır.

Bu çalışmada en çok kullanılan yöntem olan Genişletilmiş Dickey Fuller testi ile birim kök tespiti yapılmıştır.

Değişkenler	Düzey		Birinci Fark	
	T-İstatisiği	Olasılık Değeri	T-İstatisiği	Olasılık Değeri
YALIS	-2.617085	0.2736	-17.19141	0.0000
YSATIS	-2.832088	0.1887	-16.83011	0.0000
XU030	-3.645140	0.0298	-	-
PDEGER	-2.347777	0.4051	-11.03676	0.0000
ISADET	2.509492	0.9971	-16.52095	0.0000
ISHACIM	1.850711	0.9845	-18.47464	0.0000
TVERIM	-5.747479	0.0000	-	-

Tablo 4.8: Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi (Durağanlık) Sonuçları

Değişkenlerin düzey değerleri ve birinci farkları için birim kök testi yapılmıştır. Analiz sonucunda, Genişletilmiş Dickey Fuller t istatistikleri %5 anlam seviyeli MacKinnon kritik değeri olan -3.444756 ile karşılaştırıldığında bu değere göre daha yüksek çıkmaktadır. Değişkenlerin düzey değerlerinin MacKinnon %5 kritik değerinden yüksek olması serilerin birim kök içerdiği $I(1)$, başka bir deyişle durağan olmadığı sonucuna varılır. Düzey verilerinde olasılık değeri incelendiğinde de tüm değişkenlerin olasılık değerinin 0.05'ten yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum da serilerin durağan olmadığını gösterir. Düzey verilerinin birim kök içerdiği durumlarda ise, serilerin birinci farkları alınarak durağan $I(0)$ hale getirilmiştir. Serilerin birinci farklarının olasılık değerlerine bakıldığında ise hepsinin 0.05'ten az olduğu yani serilerin durağan olduğu görülmektedir. Bist 30 ve Temettü Verimliliği $I(0)$ değişkenlerinin trend düzey verilerinin olasılık değeri 0.05'ten düşük olduğu için birinci farkları alınmamıştır. Dolayısıyla Bist 30 ve Temettü Verimliliği değişkenleri Johansen testine dahil edilmemiştir.

4.6. Eşbütünleşme (Koentegrasyon) Testi

Eşbütünleşme testine geçmeden önce serilerdeki optimum gecikme uzunluğunun belirlenmesi için VAR (Vector Auto Regressive) modeli kurulur. Gecikme uzunluğunun bulunması için kurulan VAR modelinin sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tablo'da da görüldüğü üzere optimum gecikme uzunluğu 1'dir. LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterleri %5 düzeyinde 1 dönemlik gecikme ile anlamlı sonuçlar üretmektedir.

VAR Gecikme Uzunluğu Testi

VAR uzunluğu tablosunda da görüldüğü üzere optimum gecikme uzunluğu 1'dir. LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterleri %5 düzeyinde 1 dönemlik gecikme ile anlamlı sonuçlar üretmektedir.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-12139.33	NA	2.85e+76	195.9086	196.0678	195.9733
1	-11430.94	1325.375	6.86e+71	185.2733	186.5470*	185.7907*

2	-11366.42	113.4290	5.38e+71	185.0230	187.4111	185.9931
3	-11311.16	90.92035	4.95e+71	184.9219	188.4245	186.3448
4	-11238.93	110.6805	3.53e+71*	184.5472	189.1643	186.4228
5	-11196.95	59.57601	4.19e+71	184.6605	190.3920	186.9888
6	-11142.84	70.69390	4.22e+71	184.5781	191.4241	187.3591
7	-11085.29	68.68933*	4.18e+71	184.4402	192.4006	187.6739
8	-11026.97	63.02019	4.32e+71	184.2899*	193.3648	187.9763

Tablo 4.9: Gecikme Uzunluğu Sonuçları

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Eşbütünleşme, durağan olmayan seriler arasındaki ilişkinin incelenmesi için uygulanan bir test olup, bu iki durağan olmayan serinin doğrusal kombinasyonu durağan ise serilerin eşbütünleşik olduğu sonucuna varılır. Koentegrasyon analizine göre, birbirleriyle ilişkili olan seriler durağan olmasalar bile, birlikte hareket edebilir ve aralarındaki fark sabit yani durağan olabilir (Granger ve Newbold, 1974)

Düzey değerleri durağan olmayan serilerde sahte regresyon ile karşılaşılabılır. Bu durumlarda, modelin açıklayıcılık gücü gerekenden daha yüksek çıkıyor ve bu durum da değişkenler arasındaki ilişkiyi olması gerekenden daha farklı açıklıyor. Bu nedenle serilerin farkı alınarak durağan hale getirilir. Farkı alındığında durağan olan serilerin doğrusal kombinasyonu durağan ise seriler birbirleriyle koentegredir. Bir başka deyişle bu seriler uzun dönemde birlikte hareket ederler.

En çok kullanılan eşbütünleşme testleri aşağıdaki gibidir.

- 1) Engle-Granger
- 2) Phillips-Ouliaris
- 3) Johansen

4.6.1.Engle-Granger Testi

İlk eşbütünleşme testi olan Engle ve Granger, aynı seviyede durağan serilere uygulanmaktadır. Bu test, y_t ile x_t 'nin birinci farktan eşbütünleşik olup olmadığının incelemesini yapabilmektedir. $I(1)$ 'deki iki değişkenin $CI(1,1)$ 'de eşbütünleşik olma durumuna bakılır. Test iki aşamada yapılır.

Testin ilk aşaması, değişkenlerden aynı dereceden durağan hale getirilir. İkinci aşamada ise, uzun dönem ilişkinin tespiti için, testin birinci aşamasında elde edilen sonuç y_t ile x_t değişkenler için $I(1)$ ise uzun dönem tespiti için aşağıdaki gibidir:

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 x_t + \mu_t$$

Uzun dönemli ilişkide bozucu terim μ_t ile belirtilir. Uzun dönem ilişkide durağan sapma var ise, y_t ile x_t değişkenleri $CI(1,1)$ 'de eşbütünleşik yapıya sahiptir. Bozucu terimin bütünselliğinin derecesini tespit etmek için genişletilmiş Dickey Fuller testi kullanılır.

$$\mu_t = \partial_1 \varepsilon_{t-1} + \sum_{i=1}^n \partial_{i+1} \mu_{t-i} + \varepsilon_t$$

Bu denklem sonucunda, $2 \leq \partial_1 < 0$ olduğunda, serinin durağan, y_t ile x_t değişkenleri $CI(1,1)$ 'de eşbütünleşik yapıya sahip demektir. Bir başka deyişle, değişkenler arasında eğer sabit doğrusal bir birleşim varsa durağan olmayan serilerde eşbütünleşme olduğunu söylenir.

Engle Granger testi ile ilgili karşılaşılan en büyük sorun, bağımsız değişken tercihi, farklı sonuçların elde edilmesine neden olabilmektedir. Bu sorun, Phillips-Ouliaris ve Johansen testlerinde ortadan kaldırılmıştır. (Armstrong, 2001)

4.6.2. Johansen Testi

Johansen testi, Engle-Granger testinin geliştirilmiş bir versiyonu olup, bağımsız değişken seçme problemini ve bir hatanın ilk aşamadan ikincisine geçerken taşınması sorununu ortadan kaldırmaktadır. İki den fazla değişken olduğu durumlarda Johansen testinin daha iyi bir seçim olduğu ve sonuçlarının daha doğru olduğu tespit edilmiştir.

Johansen testi, Engle Granger testi ile benzer şekilde durağanlık derecelerinin belirlenmesi ile başlar. Aynı mertebeden durağan olan serilerde uygun gecikme sayısı bulunur. Uygun gecikme sayısı VAR modeli kurularak bulunur.

Johansen testinde iz istatistiği ve özdeğer test istatistiği kullanılabilmektedir. Bu değerler göz önünde bulundurularak olasılık değeri 0.05'ten küçük ise eşbütünleşme olduğu tespit edilir. İz istatistiği ve özdeğer istatistiği için aşağıdaki formüller kullanılır.

$$\lambda_{max} = -T \ln(1 - \lambda_i)$$

$$\lambda_{iz} = -T \sum_{i=0}^k \ln(1 - \lambda_i)$$

Analizde π matrisinin rankı incelenir ve matris $\pi = \alpha\beta$ olarak gösterilir. Buna göre;

- β eşbütünleşme matrisi
- α ise eşbütünleşme vektörlerinin parametre ağırlıklarını gösterir.

$r(\pi)=0$ ise eşbütünleşme olmadığı,
 $r(\pi)=1$ ise bir adet eşbütünleşme olduğu,
 $r(\pi)=2$ ise iki adet eşbütünleşme olduğu,
 $r(\pi)=n$ ise n adet eşbütünleşme olduğu varsayılır.

4.6.2.1. Eşbütünleşme (Johansen) analizi sonuçları

Hypothesized No. Of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*	0.456770	121.1606	69.81889	0.0000
At most 1	0.140687	41.83179	47.85613	0.1635
At most 2	0.109709	22.12099	29.79707	0.2918
At most 3	0.050536	7.014035	15.49471	0.5760
At most 4	0.002095	0.272580	3.841466	0.6016

*denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Tablo 4.10: Johansen İz test istatistiği sonuçları

Hypothesized No. Of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*	0.456770	79.32884	33.87687	0.0000
At most 1	0.140687	19.71080	27.58434	0.3615
At most 2	0.109709	15.10695	21.13162	0.2815
At most 3	0.050536	6.741456	14.26460	0.5202
At most 4	0.002095	0.272580	3.841466	0.6016

*denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Tablo 4.11: Johansen Özdeğer test istatistiği sonuçları

Johansen iz ve özdeğer test sonuçlarını göstermektedir. Şekilde sol tarafta yer alan veriler hipotezleri göstermektedir. Buna göre, ilk hipotez “Eşbütünleşme yoktur”, ikinci hipotez “En çok bir eşbütünleşme verisi vardır”, üçüncü hipotez “En çok iki eşbütünleşme verisi vardır” gibi devam etmektedir. Veriler arasında eşbütünleşme olmaması hipotezi olan ilk hipotez %5 seviyesinde reddedilmiştir. İz istatistiğinin,

0.05 kritik değerinden daha yüksek olduğu hipotezler reddedilirken, tam tersi değerlere sahip hipotezler kabul edilmiştir. Analiz sonucunda %5 anlam düzeyinde 1 adet eşbütünlük vektörü görülmüştür. Bu durum, değişkenler arasında uzun dönem ilişki olduğunu göstermektedir.

4.7. Vektör Hata Düzeltme Modeli

Değişkenler arasında uzun dönem ilişki tespit edildikten sonra vektör hata düzeltme modeli (VECM) kullanılacaktır. Değişkenler uzun vadede dengeye gelse de, değişkenlerin farkları alındığı için değer kayıpları olmaktadır. Değer kayıpları sonuçlarda olumsuz etkiler yapabilmektedir. Bu etkilerden arındırmak ve nedenselliklerin ortaya konması için hata düzeltme modeli kullanılır.

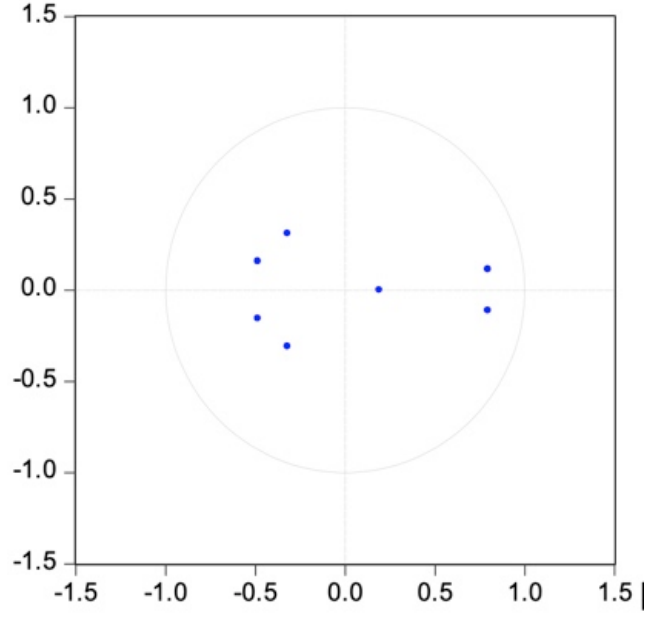
YSATIS	YALIS (-1)	ISADET (-1)	PDEGER (-1)	ISHACIM (-1)
1.000000	-1.000740	2.467685	1436.585	-6585.957
	(0.01620)	(17.8757)	(823.170)	(6758.59)
	[-61.7882]	[0.13805]	[1.74519]	[-0.97446]

Tablo 4.12: Vektör Hata Düzeltme Modeli

Tabloya göre yabancı alırları ve yabancı satışları arasında uzun dönemli pozitif ilişki mevcuttur. Yabancı alırlarda %1'lik artış, yabancı satışlarını %1 oranında artırmaktadır.

4.8. AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

VAR modelinin istikrarlı olup olmadığının kontrol edilmesi için AR Karakteristik Polinomunun ters kökleri incelenir. VAR modelinin istikrarlı olarak kabul edilebilmesi için AR karakteristik polinomunun ters kökleri birim çember içerisinde yer almalıdır. Şekilde de gözüktüğü gibi AR kökleri birim çember içerisinde yer aldığı için VAR modelinin durağan olduğu kolaylıkla söylenebilir.



Şekil 4.7: AR Karakteristik Polinomun Ters Kökleri

Şekilde gösteren analizi aşağıdaki gibi tablo ile de göstermek mümkündür.

Kök	Modulus
$0.796204 - 0.113925i$	0.804314
$0.796204 + 0.113925i$	0.804314
$-0.484823 - 0.157296i$	0.509701
$-0.484823 + 0.157296i$	0.509701
$-0.319767 - 0.308909i$	0.444607
$-0.319767 + 0.308909i$	0.444607
0.190521	0.190521

Tablo 4.13: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri

4.9. Granger Nedensellik Testi

Değişkenler arasında uzun dönem ilişki tespit edildikten sonra kısa dönem ilişki olup olmadığı ve bu ilişkinin yönü incelenir. Bu analiz için Granger nedensellik testi uygulanacaktır.

Johansen testi ile değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki tespit edildikten sonra bu ilişkinin yönünün belirlenmesi için Granger Nedensellik testi uygulanır. Zira

değişkenler arasında ilişkinin olması her zaman nedensellik olacağı da anlamına gelmez.

Granger testinde, Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerleri kullanıldığında, kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise, X, Y'nin granger nedenidir. Granger bu durumu aşağıdaki gibi formülize etmiştir.

$$Y_t = \sum_{i=1}^k \beta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_i X_{t-i} + U_{1t} \longrightarrow \text{Kısıtsız Model } SSR_{UR}$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^k \theta_i Y_{t-i} + U_{2t} \longrightarrow \text{Kısıtlı Model } SSR_R$$

Test Hipotezleri:

$H_0: \sum_{i=1}^m \delta_i = 0$ ise X Y'nin granger nedeni değildir.

$H_1: \sum_{i=1}^m \delta_i \neq 0$ ise Y X'in granger nedenidir.

Bu test ile, yabancı alımların diğer değişkenler üzerindeki etkisini, değişkenlerin yabancı alımlar üzerindeki etkisini, yabancı satışların diğer değişkenler üzerindeki etkisini ve değişkenlerin yabancı satışlar üzerinden etkisi görülmektedir.

Boş Hipotez	F-Statistic	Prob.
YALIS YSATIS'ın Granger nedeni değildir.	0.77277	0.5713
YSATIS YALIS'ın Granger nedeni değildir.	0.76905	0.5739
XU30 YSATIS'ın Granger nedeni değildir.	2.95711	0.0150
YSATIS XU30'un Granger nedeni değildir.	1.29415	0.2712
TVERIM YSATIS'ın Granger nedeni değildir.	0.30572	0.9086
YSATIS TVERIM'in Granger nedeni değildir.	1.08680	0.3714
PDEGER YSATIS'ın Granger nedeni değildir.	3.11280	0.0113

YSATIS PDEGER'in Granger nedeni değildir.	1.76879	0.1247
ISADET YSATIS'in Granger nedeni değildir.	1.11732	0.3551
YSATIS ISADET'in Granger nedeni değildir.	3.08766	0.0118
ISHACIM YSATIS'in Granger nedeni değildir.	3.33688	0.0075
YSATIS ISHACIM'in Granger nedeni değildir.	3.63608	0.0043
XU030 YALIS'in Granger nedeni değildir.	1.85509	0.1076
YALIS XU030'un Granger nedeni değildir.	0.97371	0.4369
TVERIM YALIS'in Granger nedeni değildir.	0.17170	0.9726
YALIS TVERIM'in Granger nedeni değildir.	1.14441	0.3410
PDEGER YALIS'in Granger nedeni değildir.	2.19921	0.0590
YALIS PDEGER'in Granger nedeni değildir.	1.34018	0.2523
ISADET YALIS'in Granger nedeni değildir.	1.39300	0.2320
YALIS ISADET'in Granger nedeni değildir.	2.46204	0.0369
ISHACIM YALIS'in Granger nedeni değildir.	4.20883	0.0015
YALIS ISHACIM'in Granger nedeni değildir.	5.24195	0.0002
TVERIM XU030'in Granger nedeni değildir.	0.78885	0.5598
XU030 TVERIM'in Granger nedeni değildir.	2.07048	0.0740
PDEGER XU030'in Granger nedeni değildir.	1.49745	0.1960
XU030 PDEGER'in Granger nedeni değildir.	2.15240	0.0641
ISADET XU030'in Granger nedeni değildir.	3.23712	0.0090
XU030 ISADET'in Granger nedeni değildir.	2.14341	0.0651

ISHACIM XU030'ın Granger nedeni değildir.	2.13635	0.0659
XU030 ISHACIM'ın Granger nedeni değildir.	3.48990	0.0056
PDEGER TVERIM'ın Granger nedeni değildir.	1.60195	0.1650
TVERIM PDEGER'ın Granger nedeni değildir.	0.88524	0.4934
ISADET TVERIM'ın Granger nedeni değildir.	1.68159	0.1445
TVERIM ISADET'ın Granger nedeni değildir.	0.81073	0.5443
ISHACIM TVERIM'ın Granger nedeni değildir.	2.08444	0.0722
TVERIM ISHACIM'ın Granger nedeni değildir.	1.42035	0.2221
ISADET PDEGER'ın Granger nedeni değildir.	3.20022	0.0096
PDEGER ISADET'ın Granger nedeni değildir.	3.74569	0.0035
ISHACIM PDEGER'ın Granger nedeni değildir.	1.70644	0.1386
PDEGER ISHACIM'ın Granger nedeni değildir.	6.97425	1.E-05
ISHACIM ISADET'ın Granger nedeni değildir.	0.72953	0.6027
ISADET ISHACIM'ın Granger nedeni değildir.	1.94490	0.0921

Tablo 4.14: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

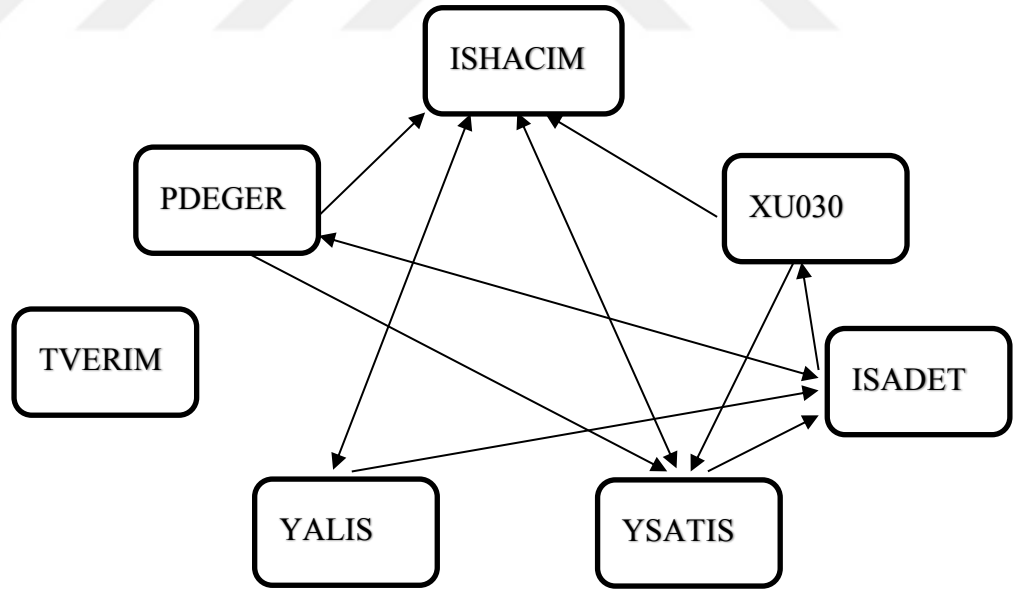
Değişken X	X üzerinde etkisi olan değişken sayısı	X'in etkilediği değişken sayısı
XU030	1	2
YSATIS	3	2
YALIS	1	2
PDEGER	1	3
ISADET	3	2
ISHACIM	4	2

Tablo 4.15: Değişkenlerin Etkilenme Sayıları

Granger testinin sonuçları doğrultusunda diğer faktörlerden etkilenme dereceleri aşağıdaki gibi sıralanmıştır.

TVERIM -> PDEGER -> XU030 -> YALIS -> ISADET -> YSATIS -> ISHACIM

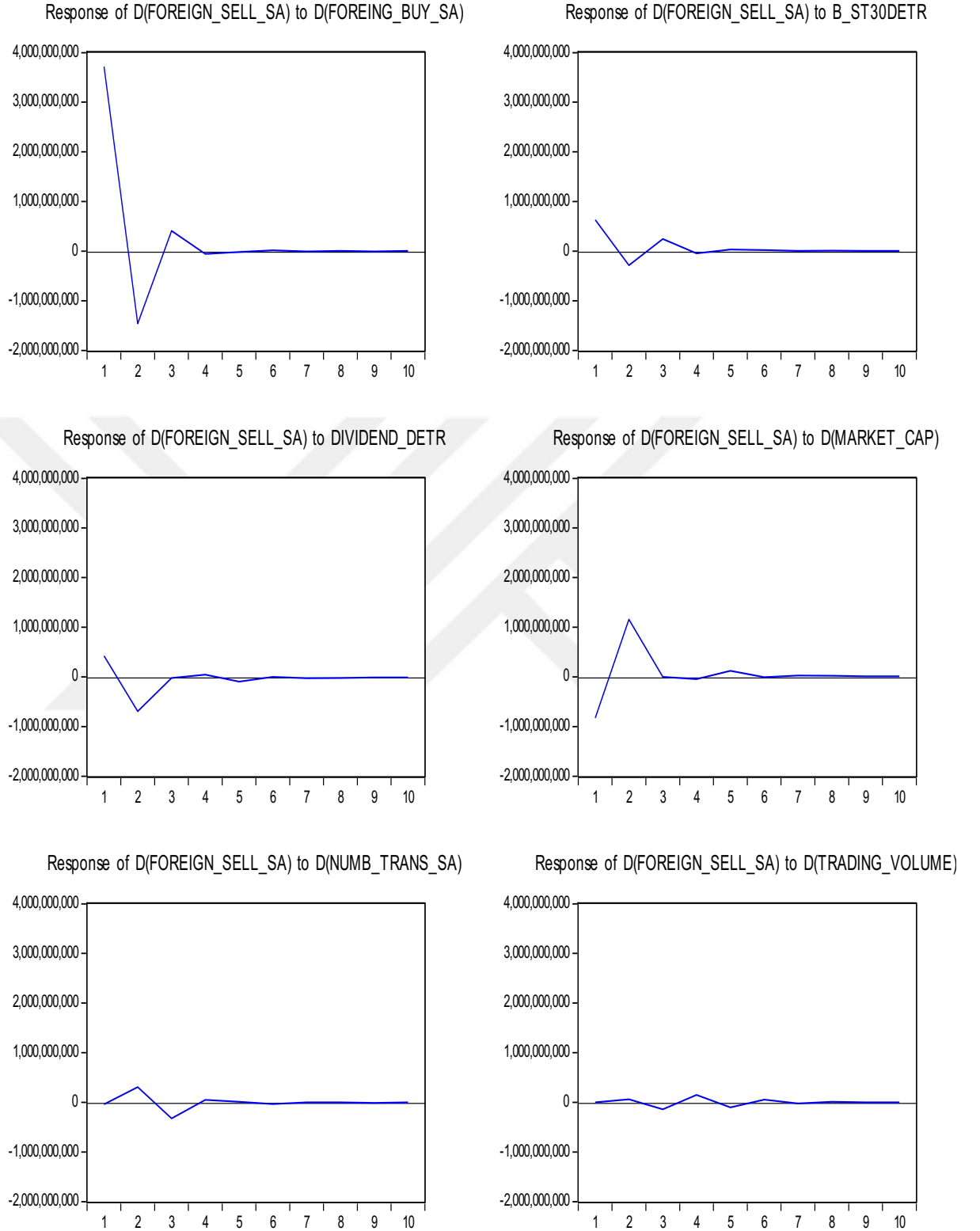
Granger nedensellik testini incelediğimizde ilk olarak sağ sütundaki olasılık değeri değerlendirilir. H0, granger nedeni değildir iken, H1 granger nedenidir. Olasılık değeri 0.05'ten düşük olan hipotezlerde H0 reddedilirken H1 kabul edilir.



Şekil 4.8: F Testi Granger Sonuçları

4.10. Yabancı Satış Etki-Tepki Sonuçları

Response to CholeskyOne S.D. Innovations



Şekil 4.9: Yabancı Satış Etki-Tepki Sonuçları

Yabancı satışın diğer değişkenlerdeki değişime verdiği tepkilerden de görülebileceği üzere, yabancı alıfta gerçekleşen standart sapmalı bir şok yabancı satış

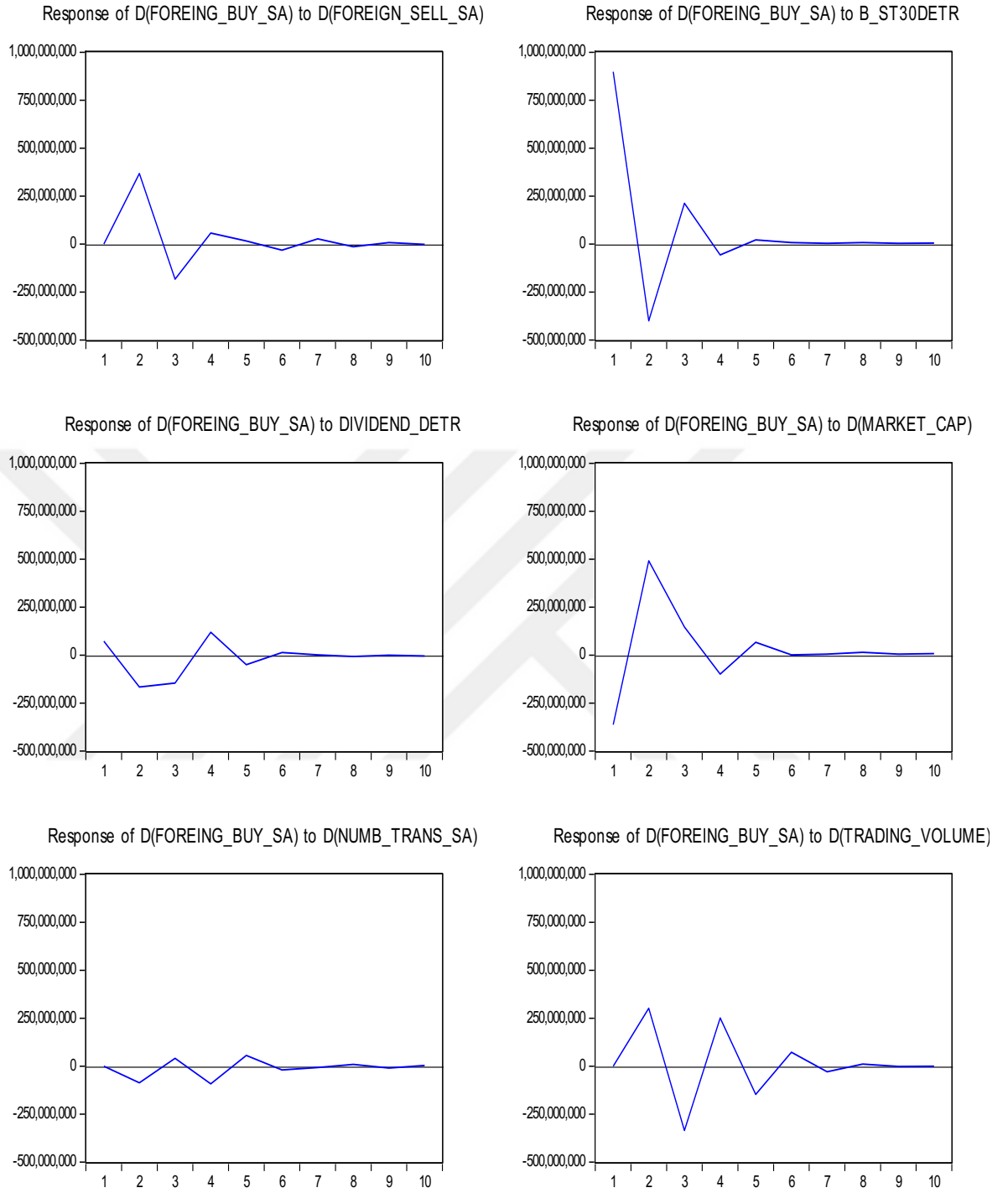
üzerinde ilk periyotta pozitif etki yaratırken ikinci periyotta negatif etki yaratmıştır. Benzer şekilde, piyasa değerinde yaşanan bir şok, ilk dönemde yabancı satışı azaltıcı etkiye sahipken, ikinci dönemde artışa geçirmiştir. Ek olarak, işlem hacminde, işlem adedinde ve temettü verimliliğinde yaşanan şokların yabancı satış üzerinde pozitif veya negatif kayda değer bir etkisi gözlenmemiştir.

Tüm değişkenlerde yaşanan şokların yabancı satışa etkisinin en fazla 4 dönem sürdüğü fark edilmiştir. 4. dönemden sonra yabancı satış üzerinde değişkenlerde yaşanan şok etkilerine rastlanmamıştır.



4.11. Yabancı Alış Etki-Tepki Sonuçları

Response to CholeskyOne S.D. Innovations



Şekil 4.10: Yabancı Alış Etki-Tepki Sonuçları

Yabancı alışı diğer değişkenlerdeki değişime verdiği tepkilerden de görülebileceği üzere, BİST 30’da gerçekleşen standart sapmalı bir şok yabancı alış

üzerinde ciddi pozitif etki yaratmıştır. Başka bir deyişle, Bist 30’da yaşanan pozitif bir şok yabancı alış rakamlarını da ciddi şekilde yükseltmiştir.

Piyasa değerinde yaşanan standart sapmalı bir şok, yabancı alışı ilk dönemde bir düşüşe neden olmakta ve ikinci dönem artışa geçirmektedir. Ek olarak, işlem adedinde ve temettü verimliliğinde yaşanan şokların yabancı alış üzerinde pozitif veya negatif kayda değer bir etkisi gözlenmemiştir.

Tüm değişkenlerde yaşanan şokların yabancı alış etkisinin en fazla 4 dönem sürdüğü fark edilmiştir. 4. dönemden sonra yabancı satış üzerinde değişkenlerde yaşanan şok etkilerine rastlanmamıştır.

4.12. Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması, değişkenlerde yaşanan şokların ne kadarının kendisinden kaynaklı ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklı olduğunu göstermektedir. Bu sayede değişkenlerin arasındaki ilişki daha iyi yorumlanabilmektedir.

Yabancı satışa ait varyans ayırıştırması sonuçlarına bakıldığında, kısa vadede yabancı satışıdaki değişimin %7.77’si kendisinden kaynaklanırken, %84.5’i yabancı alıştan kaynaklanmıştır. Bu oran diğer değişkenlere kıyasla oldukça yüksektir. Uzun vadede ise, yabancı alışın etkisinin yavaşça azalarak %76.99’a indiği ve piyasa değerinin etkisinin iki katına çıktığı görülmüştür. Piyasa değerinin yabancı satışa etkisi %4.17’den %9.74’e yükselmiştir.

Yabancı alışa ait varyans ayırıştırması sonuçlarına bakıldığında, yabancı alıştaki değişimin %93.57’si kendinden kaynaklanırken, %5.50’si Bist 30 endeksinden kaynaklanmıştır. Diğer değişkenlere kıyasla yabancı alış en çok Bist 30 etkilemiştir.

Yabancı Satış Değişkeni için Varyans Ayrıştırması Sonuçları

	S.E.	YSATIS	YALIS	XU030	TVERIM	PDEGER	ISADET	ISADET
1	4.04E+09	7.770819	84.49706	2.448385	1.095488	4.177422	0.010822	0.000000
2	4.52E+09	6.219623	77.84800	2.356078	3.218102	9.872265	0.467094	0.018836
3	4.56E+09	6.143950	77.30043	2.602061	3.165282	9.700895	0.970029	0.117349
4	4.57E+09	6.168078	77.16032	2.607484	3.167840	9.691537	0.980161	0.224578
5	4.57E+09	6.158710	77.02661	2.608884	3.207753	9.743275	0.978734	0.276034
6	4.57E+09	6.157580	77.00924	2.610078	3.207006	9.741030	0.983687	0.291379
7	4.57E+09	6.158746	77.00049	2.610016	3.210214	9.742942	0.983573	0.294019
8	4.57E+09	6.158878	76.99590	2.610493	3.212575	9.744324	0.983544	0.294288
9	4.57E+09	6.159030	76.99432	2.610561	3.213348	9.744430	0.984022	0.294286
10	4.57E+09	6.158935	76.99310	2.610625	3.214329	9.744724	0.984008	0.294282

Tablo 4.16: Yabancı Satış Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Yabancı Alış Değişkeni için Varyans Ayrıştırması Sonuçları

	S.E.	YSATIS	YALIS	XU030	TVERIM	PDEGER	ISADET	ISADET
1	4.04E+09	0.000000	93.56599	5.501075	0.034855	0.898079	0.000000	0.000000
2	4.52E+09	0.777441	90.77076	5.550620	0.190578	2.142959	0.043822	0.523823
3	4.56E+09	0.943783	89.70246	5.651709	0.304114	2.205395	0.052109	1.140432
4	4.57E+09	0.955174	89.20712	5.630251	0.381200	2.245548	0.099701	1.481004
5	4.57E+09	0.954829	89.04839	5.621950	0.394588	2.265529	0.116408	1.598309
6	4.57E+09	0.960347	89.01433	5.620087	0.395367	2.264644	0.118443	1.626785
7	4.57E+09	0.964167	89.00604	5.619634	0.395334	2.264557	0.118732	1.631537
8	4.57E+09	0.965278	89.00261	5.619694	0.395617	2.265591	0.119175	1.632040
9	4.57E+09	0.965568	89.00158	5.619681	0.395614	2.265683	0.119829	1.632042
10	4.57E+09	0.965587	89.00105	5.619753	0.395745	2.265946	0.119894	1.632029

Tablo 4.17: Yabancı Alış Varyans Ayrıştırması Sonuçları

SONUÇ

Bu çalışmada, yabancı alışlarının ve yabancı satış tutarlarının Bist 30, piyasa değeri, işlem hacmi, işlem adedi ve temettü verimliliği ile arasındaki ilişki ve etkileşim incelenmiştir. 2009-2019 yılları arasını kapsayan aylık veriler Eviews 10 programı kullanılarak analiz edilmiştir.

Değişkenler arasındaki ilişki, VAR analizi yardımıyla ilgili dönem için test edilmiştir. İlk olarak birim kök testi uygulanmış ve birinci dereceden durağan olan değişkenler için koentegrasyon testi yapılmıştır. Johansen koentegrasyon testi ile uzun dönemde değişkenlerin birlikte hareket edip etmedikleri incelenmiştir. Teste tabi edilen yabancı alış, yabancı satış, işlem hacmi, piyasa değeri, işlem adedi değişkenlerinin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri tespit edilmiştir. Uzun dönemli ilişki tespit edildikten sonra Granger nedensellik testi ile değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki incelenmiştir. Test sonucunda diğer faktörlerden en çok etkilenen faktör işlem hacmi iken, temettü verimliliğinin diğer faktörlerden kısa vadede etkilenmediği görülmüştür. Diğer faktörleri en çok etkileyen değişken ise piyasa değeri olmuştur. Aynı şekilde temettü verimliliğinin diğer değişkenler üzerinde etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Yabancı alış ve satışın ikisinin de hem işlem adedini hem de işlem hacmini etkilediği tespit edilmiştir. İşlem hacmi ile yabancı alış ve satış arasındaki etkileşim ise çift yönlüdür. Yabancı alış sadece işlem hacmi değişkeninin etkilediği görülmüştür. Öte yandan yabancı satışını, piyasa değeri, işlem hacmi, Bist 30 etkilemektedir. Değişkenlere etki-tepki analizi yapılmış olup burada da Granger testini destekleyecek şekilde temettü verimliliğinde yapılan şokun yabancı alış ve satışı etkilemediği görülmüştür.

Değişkenler arasındaki en yüksek etkileşim yabancı alış ve satış arasında gerçekleşmiştir. Özellikle yabancı alıştaki değişiklikler yabancı satışı doğrudan etkilemektedir. Bu durum yabancıların işlemlerini al-sat şeklinde yaptığı yönünde değerlendirilebilir. Bu kapsamda çalışmanın hipotezi olan yabancı alış ve satış tutarları ile Bist 30 verileri arasında etkileşimin olduğu kabul edilir. Değişkenlerin uzun dönemde beraber hareket ettikleri, kısa dönemde de etkileşim içinde oldukları tespit edilmiştir.

Çalışma sonucu doğrultusunda, gelecek çalışmalar için öneri olarak, çalışmaya dahil edilen yılların kriz dönemlerini de kapsayacak şekilde alınması verilebilir. Böylece kriz dönemlerinde yabancı alış ve satışlarında ola değişiklikler daha iyi gözlemlenebilir ve de değişkenlerle olan ilişkisi incelenebilir. Diğer bir öneri ise, araştırmaya dahil edilen yıllar içerisinde Türkiye kredi notundaki değişiklikler gözlemlenerek yabancı alış ve satışlardaki değişiklikler değerlendirilebilir. Bir diğer öneri ise, sadece Bist 30 endeksi değil, aynı zamanda Bist 50 ve Bist 100 endekslerine ait veriler araştırmaya dahil edilerek yabancı portföy yatırımlarının etkisi daha derinlemesine incelenebilir.



KAYNAKÇA

Afşar Muharrem, Afşar Aslı, 2010, “Finansal Ekonomi”, Detay Yayıncılık, s.47

Akyüz, Abdullah. (2002). Türk Sermaye Piyasaları: İlk 20 Yılın Özet Bilançosu. İktisat İşletme ve Finans. Sayı: 201. s.5-6

Allen, Roy E., 2009, “Financial crises and recession in the global economy” and the World Political Economy. Allen & Unwin Inc. Winchester MA, ABD., s.31

Appleyard, Dennis R.; Field, Alfred J.; Cobb, Steven L. (2006). International Economics. McGraw-Hill/Irwin Inc. 5th edition. New York. s.497

Archibugi, Daniel; J. Howells ve J. Michie (1999); ”Intraduction”, içinde Innovation Policy in a Global Economy, Ed. Daniel Archibugi, J. Howells ve J. Michie, Cambridge Un. Press, s. 10

Armstrong, J., (2001). Principles of Forecasting: A Handbook for Researchers and Practitioners

Aslan, Nurdan, “Dünya Ekonomisinde Gelişmeler: Küreselleşme”, Ed: Osman Küçükahmetoğlu vd. “Ekonomik Entegrasyon Küresel ve Bölgesel Yaklaşım” Ekin Yayınevi, Ankara, (2005), s.13

BDDK. (2006). Finansal Piyasalar Raporu, Aralık.

Bottery, M. (2003). Globalization and the educational policy context. London: Pearson, Longman, s. 155-164

Bozkurt, V. (2000). Küreselleşmenin İnsani Yüzü. İstanbul: Alfa Yayınları

Brennan, Michael J.; Cao, H. Henry. (1997). International Portfolio Investment Flows. Journal of Finance. Vol. 52, No. 5.

Brown, J. (1992), "Corporation as community: a case for a new era", in Renesch, J. (Ed.), *New Traditions in Business: Spirit and Leadership in the 21st Century*, Berrett-Koehler,

Bulutoğlu, K., (2002), "Yöresel ve Küresel Para Krizleri, s.40-41

Busse, Matthias, (2003), IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*

CAVES, R. E., (1974) "Multinational Firms, Competition and Productivity in Host-Country Markets", *Economica*, New Series, Vol. 41, No. 162, s. 176-93.

Çapraz, İlkey; Demircioğlu, İpek. (2003). *Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar İstanbul Ticaret Odası Yayınları*. No: 2003-14.s. 19

Delice, Güven. (2002). *Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bak. Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*. Yıl: 39, Sayı: 9. s. 18

DEMİRGÜÇ A., DETRAGIACHE E .(1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries ", *IMF Staff Papers*, 45 no :1, s.81-90.

Deniz Ülke Arıboğan, D.Ü. *Globalleşme Senaryosunun Aktörleri*, Der Yayınları, İstanbul, 1996, s.257

Dickey, D., Fuller, W. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of American Statistical Association*, vol. 74

Dickey, D.A. ve W.A. Fuller (1981), "Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root", *Econometrica*, 49.

Doğukanlı, H., (2001), *Uluslararası Finans*, Nobel Kitabevi, Adana, s.219

Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Reading, MA: Addison Wesley.

Efe, Birol, (2002) Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi, “İzmir Örneği”, İzmir: İzmir Ticaret Odası Yayını

Eiteman, David K.; Stonehill, Arthur I.; Moffett, Michael H. (2001). Multinational Business Finance. 9th edition. Addison-Wesley Publishing Company, Inc. India. s.306

Eiteman, David K.; Stonehill, Arthur I.; Moffett, Michael H. (2001). Multinational Business Finance. 9th edition. Addison-Wesley Publishing Company, Inc. India. (s.25, 26, s.306)

Ergün, Nuray. (2004). Herkes İçin Finans. Literatür Yayıncılık. İstanbul. s.273

Erkan, H., (1998) “Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme.” Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, s.171

Ertek, Tümay Ahmet. (1996). Ekonometriye giriş, Beta Basım Yayım Dağıtım Yayınları

Evrin Mandacı, P.; Soydan, H. (2002). Capital Markets. Literatür Yayıncılık. İstanbul, s. 138-139

Feza Çam, (2005) 1990 Sonrası Dönemde Üretimin küreselleşmesi ve teknoloji Transferi, Yüksek lisans tezi

Fischer, Stanley (2003) "Globalization and Its Challenges ." American Economic Review, 93, s.2

Fishcer, Stanley. (2003). The American Economic Review. Vol. 93, No. 2. s.3

French, K.; Poterba, J. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. American Economic Review. Vol. 81. No. 2. s. 222-226.

Froot, Kenneth A., O'Connell, Paul G.J.; Seasholes, Mark. (2001). The Portfolio Flows of Institutional Investors. Journal of Financial Economics. Vol. 59., s.151-193.

Geiger, Theodore. (1988). The Future of the International System: the United States

Giddens, A. (2000). Elimizden Kaçıp Giden Dünya. İstanbul: Alfa Basım Yayınları, s.24-40

Giddens, Anthony, (1999), Recorded at The Royal Institution of Great Britain, London, for BBC Radio 4, Globalisation

Gökkent, Gyas M. (1997). Theory of Foreign Portfolio Investment. Florida International University. Phd dissertation. S.6, s.1-4

Göktaş Yılmaz, Ö. (2005). Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 63-65.

Granger, C.W.J., Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. Journal of Econometrics, 2, s. 100-110

Gujarati, D.N (1999). Temel ekonometri, (Çev. Ü. ŞENESEN & G.G. ŞENESEN). İstanbul, Literatür Yayınları.

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

Günsoy, B. (2006). Küreselleşmenin Ölçülmesinde Sistematik Yaklaşımlar; Karşılaştırmalı Bir İnceleme. Ankara: Kırılmaç Yayınevi., s. 241

Günsoy, B. (2006). a.g.e. s. 54

Günsoy, Bülent, (2006), Küreselleşme Bir Varoluş Çözümlemesi, Bursa: Esin Kitabevi.

Held, D. Ve diğ., (1999), “Global Transformations”, Stanford: Stanford University Press, s.1-4

Hirt, Geoffrey A.; Block, Stanley B. (2003). Fundamentals of Investment Management. McGraw-Hill Irwin Inc. USA. s.513-519

Huntington, S., (1996), “The Clash od Civilizaitons”, Simon & Schuster

IFC, (1998), Emerging Stock Markets Factbook

Ilene Grabel, Ha Joon Chang, (2004), “Reclaiming Development, An Alternative Economic Policy Manual”, s.44

IMF, Balance of Payments Manual, Fifth Edition, (1993), (15.06.2006). www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf IPOs. NBER Working Paper No. 9481., s.15

İktisadi Araştırmalar Vakfı. (1997). İMKB’nin Dışa Açılması: Dünya Borsaları ile Bütünleşmesi. Editör: Ahmet İncekara. İstanbul. s. 34,65,74

Jacques Adda, (2013), Ekonominin Küreselleşmesi, Çeviren: Sevgi İncei, 2. Baskı, İstanbul, İletişim Yayınları, (s. 72-73) (s.106)

James, H., (2017), Bretton Woods to Brexit, IMF report

Jayasuriya, Shamila. (2005). Stock Market Liberalization and Volatility in the Presence of Favorable Markets Characteristics and Institutions. Emerging Markets Review. Vol. 6., s.171

John Baylis and Steve Smith, (2013), “The Globalization of World Politics”, s.60

Joseph E. Stiglitz (2002) Globalization and Its Discontents, s.36

Kamil Necdet Ar, (2007), ‘Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Ücretlerin Gelişimi’, Ankara, (çevrimiçi), <http://www.kamu-is.org.tr/pdf/kamilnecdetar.pdf>, 9 ekim 2011, ss 23-25

Kang, Jun-Koo ve Stulz, Rene M. (1997). Why is there a home bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. Journal of Financial Economics. Vol. 46, s. 3-28.

Kaplan, A., (2000), “Küresel Çevre Sorunları ve Politikaları” Mülkiyeliler Vakfı Yayınları. s. 189

Karaca, G, (2007). “Küreselleşme ve Büyük Ortadoğu Projesi”, İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi

KARLUK, R., (1983) Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İTO Ekonomik Yayınları Dizisi, No:13, İstanbul

Kemalettin Çonkar ve H. Ali Ata, (1996-2003) “Finansal Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 2, Afyon, 2003, s.3

Kenichi Ohmae, (1995), The End of Nation State, The rise of regional Economies, How new engines of prosperity are reshaping global markets

Khambata, Dara. (2000). Impact of Foreign Investment on the Volatility and Growth of Emerging Stock Markets. Multinational Business Review. Vol. 8. No. 1. s. 50- 59

Kim, E. Han ve Singal, Vijay. (2000). The Fear of Globalizing Capital Markets. Emerging Markets Review. Vol. 1. s. 183-185.

Köse, Ömer (2003) “Küreselleşme Sürecinde Devletin Yapısal ve İşlevsel Dönüşümü”, Sayıştay Dergisi

Kutlar, Aziz. (2000). Ekonometrik Zaman Serileri Teori ve Uygulama, Gazi Kitabevi

Kürşat Yalçınar, (2012), Uluslararası Finans, Detay Yayıncılık, s. 91

Lin, Y. (2002). U.S. Equity Investment in International Markets. The University of Texas. Phd. dissertation.

Lukauskas, Arvid; Minushkin, Susan. (2000). Explaining Styles of Financial Market

Martell, Luke. (2007), The Third Wave in Globalization Theory, International Studies Review, Sussex Research

Martell, Luke. (2010). “Introduction: Concepts of Globalization.” S. 1-19 in The Sociology of Globalization. Cambridge, UK: Polity.

Martell, Rodolfo; Stulz, Rene M. (2003). Equity Market Liberalizations as Country

MARTINEZ O., (1998) “Les Enseignement de la Crise Mexicaine et le Redressement de l’Asie”, Finance&Développement, s.7.

Martin Setzer, (1997), “Ekonomik Küreselleşme, Küreselleşmenin Ekonomi ve Teknoloji Üzerinde Etkileri”, Küreselleşmenin Ekonomik ve Siyasal Boyutları, Yaşar Seyman (Ynt.), Ankara, SODEV, s.16

Melvin, Michael. (2004). International Money and Finance. Pearson AddisonWesley Inc. 7th edition. ABD, s.109-112

Meral Varış Tezcanlı ve Sibel Kumbasar Bayraktar, Oral Erdoğan, Handan Görgünay, Ebru Tan, Efser Uytun, (1994) Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, IMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul,s.47, syf 8

Michael Mandelbaum, (2002), the ideas that conquered the world:peace, democracy, and free markets in the twenty-first century

Moss Kanter, R. Ve T.D. Dretler, (1998), “Global Strategy” and its impact on local Operations: lessons from Gilette Singapore” Academy of Management Executive 12(4), s.60

Muharrem Afşar, (2004) Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, ss.62-63, s.70

Norman S. Fieleke, (1995), The Uruguay Round of Trade Negotiations:An Overview, New England Economic Review

OECD Economic Surveys: Turkey (1994), s. 24-25

Özgen, Ferhat Bakan. (1998). Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları. Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi, Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu. Dokuz Eylül Üniversitesi Yayın. 26-28 Kasım. İzmir s. 60

Parker, Barbara (2005), “Introduction to globalization and business: relationships and responsibilities” London: SAGE, s. 17

Parker, Nicholas. (1993). Investing in Emerging Economies. The Economist Intelligence Unit. London.

Paul Hirst ve Graham Thompson, (2004) Küreselleşme Sorgulanıyor, Turkab Global Gündem, <http://www.turkab.net/kure/wpaulhirst.html> ,s.12 globalisaiton in question

Peter Dicken, (1992), Global Shift: Internationalization of Economic Activity

Prasad, Eswar S.; Rogoff, Kenneth; Wei, Shang-Jin ve Köse, M. Ayhan. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Fund Occasional Paper No. 220., s.10-11

Rıdvan Karluk, (2009) “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik BüyümeyeKatkısı”,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>, s.100

Rifai, I., 2013, “Various Dimensions Of Globalization And Their Implications For The Leadership And Management Of Education” English Department, Faculty of Humanities, Bina Nusantara, Binus University

Sacks, J. (n.d.) (2004). The Dignity of Difference: how to avoid the clash of civilizations. London: Continumbo.)

Savaş, V., (2004), “Dünya Ekonomi Sistemi” İstanbul: T.C. Yeditepe Üniversitesi Yayınları

Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası Finans. Güzem Can Yayınları. İstanbul. 4. baskı, s. 366-373

Shapiro, Alan C. (2001). Foundations of Multinational Financial Management. 4th edition. John Wiley and Sons, Inc. (s. 75) (s.445) (s. 348) (s.441)

Shleifer, Andrew. (2000). Professional Arbitrage, in Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford University Press. Sf. 89-111.

Solnik, B.; McLeavey, D. (2003). International Investments. Addison Wesley. Boston, s.468

Steger, M. B., (2017), “Globalization: A very short introduction” 3. baskı, Oxford University Press

Stern, N. (2001). Globalization, growth and poverty: Building an inclusive world economy.

TCMB. (2012). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Tesar, Linda ve Werner, Ingrid. (1993). US Equity Investment in Emerging Stock Markets. World Bank.

Thow Yick Liang, Thow Yick, (2004) Organizing Around Intelligence, Singapore, World Scientific Publishing Company Inc., s. 35-40

TSPB, Türkiye Sermaye Piyasaları, (2018) (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2019/06/T%C3%BCrkiye-Sermaye-Piyasalar%C4%B1-2018-1.pdf#page=51>)

Tversky, Amos; Kahneman, David. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science. Sayı: 185. s. 1124-1125.

UNCTAD, (2019) World Investment Report

UNCTAD. (1999a) Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment. s.16

UNCTAD. (1999b) Trade and Development Board Commission on Investment, Technology and Related Financial Issues. Geneva. 4-8 October.

UNCTAD. (1999c). Scope and Definition UNCTAD Series on Issues in International Investment.

World Bank, (2002), Globalization, Growth and Poverty, s.3

World Economic Outlook, (2002), 3. Bölüm

Yeldan, Erinç. (2004), “Küreselleşme sürecinde Türkiye Ekonomisi”, İletişim Yayıncılık, 4.Baskı, s.429

Yıldırım, H., (2002) Yabancı sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları, Ekonomi ve Toplum Dergisi, Cilt :5 Sayı: 2, Bursa, s.5

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, (2005) Investments (book), s.21



ÖZGEÇMİŞ

Damla Gümüştekin Öke, 25 Ağustos 1990 tarihinde Trabzon'da doğmuştur. Lise eğitimini Saint Benoit Fransız Lisesi'nde tamamlamıştır. Lisans eğitimini 2013 yılında Galatasaray Üniversitesi İşletme Bölümü'nde tamamladıktan sonra çalışma hayatına başlamıştır. 2015 yılından itibaren İstanbul Takas ve Saklama Bankası'nda çalışmaktadır. 2017 yılında Galatasaray Üniversitesi İşletme Tezli Yüksek Lisans programına başlamıştır.



TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Damla Gümüştekin Öke
Tez Başlığı : Finansal Küreselleşme ve Yabancı Alış-Satış
Değerlerinin BİST 30 Verileri İle Etkileşimi

Savunma Tarihi : 05 / 10 / 2020
Danışmanı : Prof. Dr. Volkan Demir

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Prof. Dr. Volkan Demir

Doç. Oğuzhan Bahadır

Dr. Öğr. Üy. Melik Ertuğrul

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK
Enstitü Müdürü