

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

İMKB BORSA ENDEKSİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Bekir KAYA**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Kürşat YALÇINER**

Ankara-2009

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

İMKB BORSA ENDEKSİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Bekir KAYA**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Kürşat YALÇINER**

Ankara-2009

ONAY

Bekir Kaya tarafından hazırlanan “İMKB Borsa Endeksinde Yabancı Yatırımcıların Rolü” başlıklı bu çalışma, 16/06/2009 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Ahmet AKSOY (Başkan)

Prof. Dr. Nevzat AYPEK

Doç. Dr. Kürşat YALÇINER (Danışman)

ÖNSÖZ

Uluslararası sermaye hareketlerinin yapısı ve boyutları oldukça hızlı bir değişim süreci içerisinde. Dünyada yaşanan bu değişim sürecinden Türkiye de oldukça etkilenmektedir. Özellikle son dönemlerde İMKB’de işlem yapan yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen portföy yatırımlarının hacmindeki artış oldukça dikkat çekicidir. Söz konusu artışın bir gösterge niteliği taşıyan endeks üzerindeki etkisinin belirlenmesi, yabancı yatırımcıların İMKB üzerindeki etkinliğini anlamamıza ve yorumlamamıza olanak sağlayacaktır. Bu nedenle çalışmada yabancı yatırımcılar tarafından İMKB hisse senetleri piyasasında gerçekleştirilen portföy yatırımlarının endeks üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Bu çalışmanın gerçekleştirilebilmesi için, fikir aşamasında değerli katkılarını esirgemeyen hocam Sayın Prof. Dr. Ahmet Aksoy’a çok teşekkür ediyorum. Çalışmanın başlangıcından sonuna dek değerli katkılarını esirgemeyen, çalışmanın her aşamasında engin tecrübelerinden yararlandığım ve çalışmaya gerçek ruhunu kazandıran danışmanım ve hocam Sayın Doç. Dr. Kürşat Yalçınar’a çok teşekkür ediyorum. Çalışmanın özellikle ekonometrik model kısmında değerli tecrübelerinden yararlandığım Sayın Doç. Dr. Nezir Köse’ye ve ekonometrik modelin oluşturulmasında, yorumlanmasında değerli yardımlarını esirgemeyen Arş. Gör. Furkan Emirmahmutoğlu’na çok teşekkür ediyorum. Çalışmanın veri kümesinin temini esnasında gerekli kolaylığı sağlayan ve bu çalışmayı yapılabilir kılan Plato Veri Dağıtım AŞ’nin değerli çalışanlarına da çok teşekkür ederim. Ayrıca gerek lisans eğitimim gerekse lisanüstü eğitimim sırasında desteklerini esirgemeyen ve bana finansı sevdiren çok değerli hocam Sayın Prof. Dr. Nevzat Aypek’e çok teşekkür ediyorum.

Son olarak çalışmanın her aşamasında yardımını esirgemeyen ve beni devamlı teşvik eden Arş. Gör. Emine Öner’e sabrından ve özverisinden dolayı çok teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	vi
TABLolar.....	vii
ŞEKİLLER.....	ix
GRAFİKLER.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ.....	4
1.1.1. Resmi Nitelikli Sermaye Hareketleri.....	4
1.1.2. Özel Nitelikli Sermaye Hareketleri.....	5
1.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar.....	5
1.1.2.2. Portföy Yatırımları.....	6
1.1.2.3. Diğer Yatırımlar.....	6
1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ..	6
1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Yöneldiği Ülkeye Ait Faktörler.....	7
1.2.1.1. Ülkelerin Kaynak İhtiyaçları.....	8
1.2.1.2. Yapısal Reformlar.....	10
1.2.1.3. Yatırım Araçlarının Getiri Oranları.....	10
1.2.1.3.1. Hisse Senedi Getiri Oranları.....	11
1.2.1.3.2. Faiz Oranları.....	12
1.2.1.4. Finansal Serbestleşme.....	14
1.2.1.5. Enflasyon Oranları, Döviz Kurları ve Faiz Oranları....	15
1.2.1.6. Özelleştirme Çalışmaları.....	16
1.2.2. Sermaye İhraççısı Ükelere Ait Faktörler.....	18

1.2.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ülkelerdeki Ekonomik Gelişmeler.....	19
1.2.2.2. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış.....	22
1.2.2.3. Bilgi İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler.....	26
1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ.....	26
1.3.1. Reel Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	27
1.3.2. Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri.....	29
1.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ.....	30
1.4.1. Dünyadaki Hacmi.....	30
1.4.2. Türkiye'deki Hacmi.....	35

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ

2.1. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ.....	38
2.1.1. Ortaklık Hakkı Veren Enstrümanların Meydana Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri.....	38
2.1.2. Alacak Hakkı Veren Enstrümanların Meydana Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri.....	40
2.2. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ.....	45
2.3. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ.....	46
2.3.1. Siyasi İstikrar.....	47
2.3.2. Hukuki Düzenlemeler.....	48
2.3.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon.....	48
2.3.4. Makro-Ekonomik İstikrar.....	48
2.3.5. Enformasyon Teknolojisi.....	49
2.4. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN FAYDALARI.....	49
2.5. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ ÖNÜNDEKİ ENGELLER.....	50
2.5.1. Genel Riskler.....	50

2.5.1.1.	Ülke Riski.....	51
2.5.1.2.	Döviz Kuru Riski.....	51
2.5.2.	Kurumsal Sınırlamalar.....	52
2.5.2.1.	Vergilendirme.....	52
2.5.2.2.	Döviz Kontrolleri.....	52
2.5.2.3.	Sermaye Piyasası Düzenlemeleri.....	53
2.5.2.4.	İşlem Maliyetleri.....	53
2.5.2.5.	Yabancı Pazarları Tanıma.....	54
2.6.	PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ.....	55
2.6.1.	Dünya'daki Etkileri.....	58
2.6.2.	Türkiye'deki Etkileri.....	59
2.7.	PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	61
2.7.1.	Taban Genişletme Hipotezi.....	61
2.7.2.	Beklenen-Beklenmeyen Akım Hipotezi.....	62
2.7.3.	Geribildirim Hipotezi.....	62
2.7.4.	Fiyat Baskısı Hipotezi.....	63

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB BORSA ENDEKSİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN ETKİSİNİN ANALİZİ

3.2.	LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	64
3.3.	ÇALIŞMANIN AMACI.....	75
3.4.	ÇALIŞMANIN LİTERATÜRE KATKISI.....	75
3.5.	ÇALIŞMANIN KISIT VE VARSAYIMLARI.....	76
3.6.	VERİ KÜMESİ VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI.....	80
3.6.1.	Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri.....	81
3.6.2.	Yabancı Yatırımcıların Oranı.....	87
3.6.3.	İMKB 100 Fiyat Endeksi.....	87
3.7.	MODELİN TEORİK YAPISI.....	87

3.8. ANALİZ VE BULGULAR.....	92
SONUÇ.....	97
KAYNAKÇA.....	99
EKLER.....	109
ÖZET.....	114
ABSTRACT.....	116

SİMGELER VE KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADR	: American Depository Receipts
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDR	: Continental Depository Receipts
EDR	: European Depository Receipts
EFT	: Elektronik Fon Transferi
GDR	: Global Depository Receipts
GOP	: Gelişmekte Olan Piyasalar
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IDR	: International Depository Receipts
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MÖDAV	: Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı
MUFAD	: Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
SEC	: Securites and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
\$	: Amerikan Doları
TC	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
YY	: Yüzyıl
FED	: Board of Governors of the Federal Reserve System

TABLOLAR

Tablo 1.	Seçilmiş Ülkelerde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ya Oranı.....	9
Tablo 2.	Çeşitli Ülkelerdeki Yıllık Hazine Bonosu Faiz Oranları...	13
Tablo 3.	Dünyada Yıllar ve Sektörler İtibariyle Özelleştirme Faaliyetleri (milyon \$).....	17
Tablo 4.	Türkiye'de Gerçekleştirilen Bazı Özelleştirme, Birleşme ve Ele Geçirmeler.....	18
Tablo 5.	Uluslararası Sermaye Hareketleri (Net, Milyar \$).....	30
Tablo 6.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akışları (Net, Milyar \$).....	32
Tablo 7.	Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyon \$).....	36
Tablo 8.	Ödemeler Dengesi İçerisinde Portföy Yatırımlarının Ayrıntılı Sunumu (Milyon \$).....	42
Tablo 9.	Yurtiçi Yerleşik ve Yurtdışı Yerleşik Yatırımcıların Türkiye'deki Portföy Yatırım Tercihleri (Milyon TL).....	44
Tablo 10.	Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senetlerinin Saklama İşlemlerine Aracılık Eden Kurumlar.....	77
Tablo 11.	Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (Aylık).....	79
Tablo 12.	Değişkenler ve Kısaltmaları.....	80
Tablo 13.	2008 Yılı Ocak Ayında Yabancı Banka/Aracı Kurum veya Şahıs Nam ve Hesabına Gerçekleştirilen İşlemlerin Bir Kısımı.....	81
Tablo 14.	Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (01.09.2008- 08.09.2008 arası dönem).....	83
Tablo 15.	01 Ocak 2004-31 Temmuz 2008 Tarihleri Arası İMKB 100 Endeksinde Devamlı Olarak Yer Alan Hisse Senetleri...	85
Tablo 16.	Hisse Senedi Ad-Kod Değişiklikleri.....	86
Tablo 17.	Birleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi Analiz Sonuçları...	92
Tablo 18.	Değişen Varyans ve Otokorelasyon Durumunda Geçerli Standart Hatalar Üreten Yöntem Analiz Sonuçları.....	93

Tablo 19.	Her Bir Hisse Senedinin Endeks Üzerindeki Etkisi.....	94
------------------	---	----

ŞEKİLLER

Şekil 1.	Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkisi.....	56
-----------------	--	----

GRAFİKLER

Grafik 1.	Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Getiriler.....	11
Grafik 2.	Dünyadaki Uluslararası Sermaye Hareketleri-ABD Merkez Bankası Hazine Bonosu Faiz Oranları İlişkisi ...	20
Grafik 3.	Yıllar İtibariyle Depo Sertifikalarının Ticareti.....	24
Grafik 4.	Bölgesel Bazda Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (milyar \$).....	33
Grafik 5.	Gelişmiş Ükelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (Milyar \$).....	34
Grafik 6	Türkiye'ye Yönelik Portföy Sermaye Hareketleri.....	44

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin yönü ve boyutları değişmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinde de bu bağlamda önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu durum sermaye hareketlerine konu olan ülke için olumlu katkılar sağladığı gibi olumsuzluklara da neden olabilmektedir. Özellikle son dönemlerde ülkemiz menkul kıymetler borsasında işlem yapan yatırımcıların yarıdan fazlasının yabancı yatırımcılar olduğu düşünüldüğünde bu yatırımlarının ülke istikrarı, ülkenin ekonomik yapısı ve sermaye piyasası üzerindeki etkisi iyi analiz edilmeli ve yorumlanmalıdır.

Bunun gerçekleştirilebilmesi için yapılan analizlerde birçok değişken kullanılabilir. Fakat bir gösterge özelliği taşıyan endeks üzerindeki etkinin incelenmesi hayati bir öneme sahiptir. Tabii ki endeks üzerinde sadece yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş olduğu işlemlerin etkisi olduğunu söylemek doğru değildir. Fakat özellikle yatırımcıların büyük çoğunluğun yabancı yatırımcılar olduğu bir ülkede bunun bir gösterge olacağı da açıktır.

Bu bağlamda çalışma üç bölüm olarak hazırlanmıştır. Birinci bölümde, uluslararası sermaye hareketlerinin türleri, nedenleri, etkileri, dünyadaki ve Türkiye'deki hacmi ile ilgili kısımlara değinilmiştir. İkinci bölümde ise, uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını oluşturan portföy sermaye hareketlerinin nedenleri, faydaları, önündeki engeller, dünyadaki ve Türkiye'deki etkilerine değinilmiştir. Son bölümde ise, yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen hisse senedi yatırımlarının İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisi ekonometrik yöntemlerle analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Hızla büyüyen ve gelişen dünyamız, sınırların oluşturduğu bir yer olmaktan çıkarak ortak bir yaşam alanına sahip, küresel bir ekonomi haline gelmiştir. Oluşan küresel piyasa ortamı, sermaye hareketlerinin de sınırları aşmasını ve farklı ülkelerde, bölgelerde yatırıma dönüşmesini gerekli kılmıştır. Küreselleşme olarak ifade edilen ve finans piyasalarını birbirine yaklaştıran bu yeni oluşum ülkeler arasındaki sınırların kaldırılmasında ve ülkelerin global bir ekonomi haline gelmesinde büyük pay sahibidir. Küreselleşme sürecinde önemli bir aşama olan kambiyo denetimlerinin serbestleştirilmesi, ülkeler arasındaki fon transferi trafiğinin yoğunlaşmasına katkı sağlamıştır.

Bununla birlikte küreselleşme geleneksel sermaye hareketlerinin yapısında da pek çok değişiklik meydana getirmiştir. Ödemeler dengesinin cari işlemler hesabı ile sermaye ve finans hesabı arasındaki ilişki büyük ölçüde zayıflamıştır. Mal hareketlerinden bağımsız olarak piyasalar arasında dolaşan spekülative nitelikli sermaye dünya genelinde önemli boyutlara ulaşmıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda meydana gelen ve yeni dönem sermaye hareketi olarak ifade edilen bu süreç, sermaye hareketini doğuran etkenlerin, sermaye hareketlerinin niteliklerinin, kanallarının ve sonuçlarının farklı olması nedeniyle oldukça farklı bir yapıda ortaya çıkmıştır. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama görevini yüklenen geleneksel sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok spekülative nitelikli para hareketine dönüşmüştür (Yalçınar, 2008:83).

Yeni dönem sermaye hareketlerini geleneksel sermaye hareketlerinden farklı kılan özelliklerden bir diğeri ise, sermaye

hareketlerinin kaynaklarının ve kanallarının farklılaşmasıdır. Nitekim geleneksel sermaye hareketlerinin kaynağı çoğunlukla resmi nitelikli borçlanmalardan oluşmakta iken, yeni dönem sermaye hareketlerinde bu yapı kendini özel sektör nitelikli bir yapıya bırakmıştır. Geleneksel sermaye hareketlerinin çoğunluğu (resmi nitelikliler hariç) özel kesimden kamu kesimine doğru olurken, 1990'ların sermaye hareketi genellikle özel kesimden özel kesime doğru yoğunlaşmıştır. Yeni dönem sermaye hareketleri, uzun vadeli finansman kaynağı olan kurumsal yatırımcıların önemini artırmış, kamu sektöründe yoğunlaşan ödünçlerin daha dengeli bir hal alarak özel sektör firmalarına da akışını sağlamıştır (Yalçiner, 2008:84).

Bu dönemde banka kaynaklı sermaye hareketlerinden, banka dışı kaynaklı sermaye hareketlerine, özellikle de portföy ve direkt sermaye hareketlerine doğru bir gelişmenin olduğu gözlenmiştir. Borç enstrümanlarında bir azalış, hisse senedi enstrümanlarında ise bir artış meydana gelmiştir. Yeni dönem sermaye hareketleri geleneksel nitelikli sermaye hareketlerine nazaran daha fazla seçici, vadeleri daha kısa, daha akışkan, daha spekülatif, daha hareketli ve daha tedirgin bir yapıya sahiptir. Özellikle bilgisayar kaynaklı teknolojilerdeki gelişmeler ve haberleşme sistemlerinin gelişimi ve etkin kullanımı piyasalar arasındaki fon akışını kolaylaştırırken, fon sahiplerini birbirine daha yakın hale getirmiştir. Doğal olarak oluşan bu durum sermaye hareketlerinin yoğunluğu yanında çeşitlerinin de artmasına olanak sağlamıştır (Yalçiner, 2008:85).

Dünya Ekonomik Görünümü Raporuna göre¹; 1990'da başlayıp günümüze kadar devam eden yeni dönem sermaye hareketlerinde iki önemli sermaye hareketi dalgasının varlığından söz edilebilir (Yalçiner, 2008:85). Bunlardan birincisi 1990-1998 yılları arasında meydana gelen ve

¹ IMF World Economic Outlook; Managing Large Capital Inflows, October 2007, S.3

gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelerin geneline ulaşan bir akım, ikincisi ise 2002'den günümüze kadar devam eden ve gelişmekte olan piyasalardan daha iyi cari işlem pozisyonlarına sahip, uluslararası rezervleri daha kuvvetli ülkelere yönelen akımdır.

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili olarak değişik tanımlamalar yapmak mümkündür. Seyidoğlu'na (1996:231) göre; uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade etmektedir. IMF'nin yaptığı tanımlamaya göre, bir ülkede yerleşik kişilerin, başka bir ülkede yerleşik bulunan kişilere fon aktarması veya söz konusu yerleşik kişilerden bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkan sermaye akımlarıdır. OECD'nin yaptığı tanımlamaya göre ise, yabancı yatırımcının şirketin dağıtılmayan karlarındaki payını, ana şirketten hisse ve borç senetleri alımını, şirkete sağladığı kredileri ve şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımlarını kapsamaktadır.

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili değişik sınıflandırmalar yapmak mümkündür. Fakat bunlar arasında en çok kullanılanı, fonun sahipliği açısından sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasıdır. Uluslararası sermaye hareketleri fonun sahipliği açısından iki ana grup olarak sınıflandırılabilir. Bunlar, resmi nitelikli sermaye hareketleri ve özel nitelikli sermaye hareketleridir.

1.1.1. Resmi Nitelikli Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin resmi kredilerden oluşan kısmına resmi nitelikli sermaye hareketleri denir. Bu tür sermaye hareketleri resmi kurumlar arasında oluşmaktadır. Bunlar ekonomik kalkınma amacıyla, ikili anlaşmalar yoluyla, hükümetler arasında

gerçekleşen krediler ile belirtilen amaç dâhilinde faaliyette bulunan uluslararası kuruluşlar (Dünya Bankası, IMF gibi) tarafından sağlanan kredilerdir.

1.1.2. Özel Nitelikli Sermaye Hareketleri

Uluslararası para ve sermaye piyasalarında, fon talep edenlerle fon arz edenlerin yaptıkları işlemler özel nitelikli sermaye hareketlerini ifade etmektedir. Yurt içinde yerleşik kişi ve kurumların kontrolünde bulunan fonların uluslararası piyasalarda mevduat olarak değerlendirilmesi ve aracı kurumların oluşan bu fonları kredi olarak plase etmesi özel nitelikli sermaye hareketlerinin özünü oluşturur. Özel nitelikli sermaye hareketlerini; doğrudan yatırımlar, dolaylı (portföy) yatırımlar ve diğer yatırımlar olarak üç kategoride incelememiz mümkündür.

1.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları; firmaların ana merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelerde kurulu bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama veya kurulu bir firmanın öz sermayesini artırarak, firmanın kendine bağlı duruma getirilmesi şeklinde yapılan yatırımlardır (Seyidoğlu, 1996).

OECD normlarına göre ise, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede yerleşik kişi yâda kurumların(doğrudan yatırımcı) bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını yansıtmaktadır. Kalıcı çıkar kavramı, yabancı sermaye yatırımcısı ile yatırım ve yatırımın kontrolü konularında uzun dönemli bağımlılığı ifade etmektedir (Demircan, 2003:1).

1.1.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları; belli bir ülkede yerleşik olarak bulunan bir kişinin, başka bir ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ilgili kişiden bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkmaktadır (Özkan, 2002:13).

Farklı bir açıdan bakıldığında ise, tasarruf sahiplerinin politik risk, kambiyo riski, bilgi edinme riski gibi ek riskleri üstlenmek koşuluyla uluslararası sermaye piyasalarından sermaye kazancı, faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla çeşitli sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır (Seyidoğlu, 1996).

1.1.2.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları yada rezervde gösterilmeyen bütün sermaye hareketlerini içerir. Diğer yatırımlar içerisinde gösterilen sermaye çeşitleri genellikle heterojen özelliğe sahiptir ve ülkeden ülkeye fark edilir biçimde değişmektedir (Bal, 2002:59).

1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin çoğunlukla yatırımcıların sermaye aktaracakları ülke ekonomilerindeki getiri oranlarının uluslararası piyasalardaki getiri oranlarından daha yüksek olduğu durumlarda meydana geldiğini söyleyebiliriz.

Uluslararası sermaye hareketlerinde elde edilen getirinin yönü ve büyüklüğü, getirinin göreceli olarak çekiciliğine olduğu kadar yatırım işlemlerinde karşılaşılabilecek sorunların minimum düzeyde olmasına da bağlıdır. Bu durum sermaye hareketleriyle ilgili olarak özellikle finansal

serbestleşmeler sonucu gerçekleşen güçlü artış eğilimi ile açıklanabilir (İnandım, 2005:16).

Finansal serbestleşme ve bilgi iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinde önemli bir artış olduğu genel kabul görmekle birlikte, söz konusu artışa neden olan faktörler konusunda tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Fakat uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri çekici faktörler ve itici faktörler olarak sınıflandırmamız mümkündür (Montial ve Reinhart, 2000:4). Bu noktada uluslararası sermaye hareketlerine neden olan çekici faktörleri, sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkeye ait faktörler; itici faktörleri ise sermaye ihraççısı ülkelere ait faktörler şeklinde sınıflandırabiliriz.

1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Yönelindiği Ülkeye Ait Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerinin çıkış noktasını, kaynak fazlası olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin çeşitli nedenlerle kaynak sıkıntısı çeken ülkelere yönelmesi oluşturmaktadır. Nitekim kaynak fazlası olan ülkelerde yatırım araçlarının getiri oranları arz ve taleple bağlantılı olarak düşmektedir. Daha yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılar kaynakların farklı ülkelerde değerlendirilmesi yoluna gitmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak sıkıntısı çeken ülkelere yönelmesinin altında yalnızca daha yüksek getiri elde etme arzusu yatmamaktadır. Ayrıca sermaye hareketlerine konu olan ülkelerin ekonomik ve sosyal yönden gelişimini tamamlamış olması önemlidir. Ülke ekonomisinde yakalanan büyüme düzeyinin gün geçtikçe artması, sermaye piyasalarında işlem gören yatırım araçlarının yüksek getiri imkânı sunması, serbestleşme süreci ile birlikte piyasaların yabancı yatırımcılara

açılması ve kısıtlamaların kaldırılması uluslararası sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere yönelmesinde çekici faktörler olmaktadır.

1.2.1.1. Ülkelerin Kaynak İhtiyaçları

Ülke ekonomisinde büyüme ve kalkınmanın sağlanabilmesi için tasarruflar hayati öneme sahiptir. Fakat özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çeşitli nedenlerden dolayı tasarruflar yetersiz kalmaktadır. Dolayısıyla ülkede yatırımların yapılması mümkün olmamaktadır. Tasarruf yetersizliği ile oluşan kaynak ihtiyaçlarının bir şekilde karşılanması gerekmektedir. Bu durum ise iki şekilde gerçekleştirilebilir. Birinci yol, ihracatın artırılmasıdır. İkinci yol ise, borç kaynaklarına başka bir deyişle uluslararası sermaye hareketlerine başvurulmasıdır. Fakat kaynak yetersizliği ihracat yapmayı mümkün kılmadığından, ülkeler uluslararası sermaye hareketlerine yönelmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri bu noktada ülke ekonomisinin işlerliği için önemli bir aktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ayrıca, bir mal yada hizmetin tamamen yerli kaynaklar kullanılarak üretimi her zaman mümkün olmayabilir. Bir kısım mal ve hizmet üretimi için gerekli varlıkların döviz karşılığı ödenerek yurtdışından temin yoluna başvurulması zorunlu olmaktadır. Ödemeler dengesi fazla veren ülkeler için bu konuda bir sorun yoktur. Fakat asıl sorun ödemeler dengesi açık veren, dolayısıyla döviz yetersizliğine sahip olan, ülkeler açısından söz konusudur.

Tablo 1’de bazı ülkelerin cari işlem açık veya fazlasının gayrisafi milli hâsılaya oranı verilmiştir.

Tablo 1. Seçilmiş Ülkelerde Cari İşlemler Hesabının GSYİH'ya Oranı

ÜLKELER/YILLAR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Almanya	-1,7	-	2,0	2	4,7	5,2	6,1	7,6
ABD	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3
Bulgaristan	-5,6	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,0	-15,6	-21,4
Brezilya	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1
Çin	1,7	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	11,3
Hollanda	1,9	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,8
Fransa	1,6	1,9	1,4	0,8	0,6	-6,0	-7,0	-1,2
İngiltere	-2,6	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8
İspanya	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1
İtalya	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5
Kuveyt	38,9	23,9	11,2	19,7	30,6	46,6	52,2	43,1
Libya	29,8	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	34,0
Lüksemburg	13,2	8,5	10,5	8,2	11,9	11,1	10,5	9,9
Macaristan	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0
Norveç	15,0	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,3	15,4
Polonya	-5,8	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-3,8
Portekiz	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,8
Türkiye	-3,7	2,0	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,7
Suudi Arabistan	7,6	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1
Yeni Zelanda	-5,1	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2
Yunanistan	-7,8	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,4	-11,1	-14,1

Kaynak: The World Economic Outlook, October 2008, Sayfa:277.

Tablo 1'den de anlaşılacağı üzere yıllar itibariyle ABD, Bulgaristan, İngiltere, İspanya, İtalya, Polonya, Portekiz, Türkiye, Yunanistan gibi cari işlemler hesabı açık veren ülkeler finansman ihtiyaçlarını Çin, Hollanda, Kuveyt, Libya, Lüksemburg, Norveç, Suudi Arabistan gibi cari işlemler hesabı fazla veren ülkelere karşılamaktadır. Nitekim, finansman şekli doğrudan yatırımlar şeklinde olabildiği gibi portföy yatırımları şeklinde de olabilmektedir.

Farklı bir açıdan bakıldığında ise, fon ihtiyacı olan ülkelerin yurtiçindeki yatırımcılara sınırsız şekilde borçlanması da mümkün görünmemektedir. Nitekim belli bir süre sonra katlanılan maliyet artmakta ve yurtiçi piyasalardan borçlanma avantajlı olmaktan çıkmaktadır. Bu durumda ülkeler yurtdışı piyasalardan borçlanma yoluna gitmektedir ve uluslararası sermaye hareketleri kaynak fazlası olan ülkelere, kaynak açığı bulunan ülkelere doğru yönelmektedir.

1.2.1.2. Yapısal Reformlar

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeye yönelmesi için söz konusu ülkenin uluslararası piyasalarla entegrasyonunu tamamlamış olması ve uluslararası yatırımcıların yatırım yapabileceği bir ortamın hazırlanması gerekir. Bu amaçla gerek hukuki yapıda gerekse sermaye piyasaları üzerindeki yapısal reformların yapılmış olması yatırımcıları cezbetmektedir.

Yaşadıkları finansal krizler nedeniyle uluslararası piyasalar tarafından güven duyulmayan pek çok ülke gerçekleştirdikleri yapısal reformlar yoluyla yeniden yatırımların yöneldiği güven duyulan ülkeler konumuna gelmiştir. Tabii ki bu güven ortamının oluşturulmasında ülkenin siyasi ve ekonomik istikrarının payı büyüktür. Özellikle mali yapıda gerçekleştirilen reformlar, finansal serbestleşme süreci ve yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi gerçekleştirilen yapısal reformlara örnek olarak verilebilir.

1.2.1.3. Yatırım Araçlarının Getiri Oranları

Yatırımcıları yurt dışı piyasalara yönlendiren önemli nedenlerden biri de yüksek getiri sağlama isteğidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yatırımcılara sunduğu yüksek getiri imkânları, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.

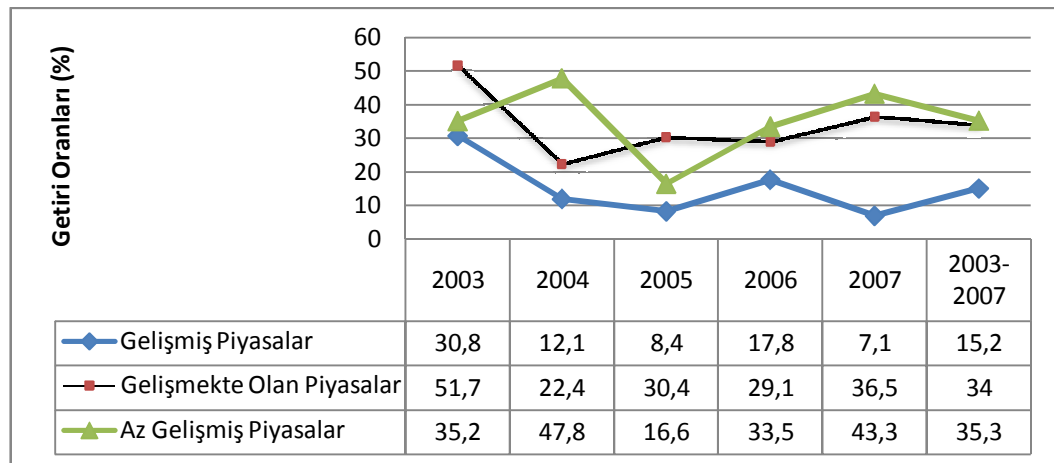
Finansal varlıklardaki yüksek getiriler iki faktörden kaynaklanmaktadır (Yalçiner, 2008:101). Bunlar hisse senedi piyasalarındaki fiyat artışları ve iç faiz oranlarının yüksekliğidir.

1.2.1.3.1. Hisse Senedi Getiri Oranları

Gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında, gelişmekte olan piyasaların daha yüksek volatiliteye sahip olduğu ve bu yüzden yatırımcılar açısından yüksek getiri elde etme imkânı sunduğu bilinmektedir. Bu nedenle yüksek getiri isteyen uluslararası yatırımcılar bu piyasalara yönelmektedir.

Grafik 1’de ifade edilen getiri oranları, yakın zamandaki az gelişmiş, gelişmekte olan ve gelişmiş piyasaları karşılaştırmamıza olanak sağlamaktadır.

Grafik 1. Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Getiriler²



Kaynak: WorldBank, Global Development Finance 2008, 49.

² Gelişmiş piyasalar için Morgan Stanley Capital International-Barra dünya bileşik endeksi, gelişmekte olan piyasalar için Morgan Stanley Capital International-Barra gelişmekte olan piyasalar bileşik endeksi, az gelişmiş piyasalar için ise, Standard and Poor' s/International Finance Corporation az gelişmiş ülkeler bileşik endeksi kullanılmıştır.

Grafik 1'deki veriler incelendiğinde; az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki getiri oranlarının, gelişmiş piyasalara nazaran daha yüksek olduğu açıkça görünmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar açısından bir değerlendirme yapıldığında ise, uluslararası sermaye piyasalarındaki getiri oranları az gelişmiş piyasalarda gelişmekte olan piyasalardan daha yüksek bir seyir izlemektedir.

2003-2007 arasındaki dönemin ortalaması incelendiğinde ise, az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda getiri oranları yaklaşık %35 seviyelerinde, gelişmiş piyasalarda ise %15 seviyelerinde kalmaktadır. Yani az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların yüksek getiri imkânı sağlayarak uluslararası piyasalardan kaynak sağlama yoluna gittiği görünmektedir.

1.2.1.3.2. Faiz Oranları

Yatırımcılar için faiz oranlarındaki değişim, sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkeler açısından belirleyici olmaktadır. Özellikle faiz oranlarının yükseldiği ülkelere sermaye girişi artmakta, düştüğü ülkelerden ise sermaye çıkışı yaşanmaktadır.

Tablo 2'de çeşitli gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait yıllık hazine bonusu faiz oranları başka bir deyişle risksiz faiz oranı verileri gösterilmektedir.

Tablo 2. Çeşitli Ülkelerdeki Yıllık Hazine Bonosu Faiz Oranları

ÜLKE-DÖNEM	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kanada	4,2	3,3	4,7	4,7	5,5	3,8	2,6	2,9	2,2	2,7	4
Almanya	3,3	3,3	3,4	2,9	4,3	3,7	3	2	2	2	3,1
Fransa	3,8	3,3	3,5	2,7	4,2	4,3	3,3	2,3	-	-	-
İngiltere	5,8	6,5	6,8	5	5,8	4,8	3,9	3,6	4,4	4,6	4,6
İtalya	8,5	6,3	4,6	3	4,5	4,1	3,3	2,2	2,1	2,2	3,2
ABD	5	5,1	4,8	4,7	5,8	3,5	1,6	1	1,4	3,2	4,7
Bulgaristan	114,3	78,4	6	5,4	4,2	4,6	4,3	2,8	2,6	2,2	2,6
Brezilya	25,7	24,8	28,6	26,4	18,5	20,1	19,4	22,1	17,1	18,8	14,4
Çin	4,5	7,5	5	4,9	5,7	1,7	1,4	-0,1	0,1	3,7	3,3
İspanya	7,2	5	3,8	3	4,6	3,9	3,3	2,2	2,2	2,2	3,3
Macaristan	24	20,1	17,8	14,7	11	10,8	8,9	8,2	11,3	7	6,9
Meksika	31,4	19,8	24,8	21,4	15,2	11,3	7,1	6,2	6,8	9,2	7,2
Türkiye	134,2	124,5	115,5	109,6	36,2	99,6	62,7	46	24,7	16,3	18,1
Yeni Zelanda	9,1	7,5	7,1	4,6	6,4	5,6	5,5	5,2	5,8	6,5	7
Yunanistan	11,2	11,4	10,3	8,3	6,2	4,1	3,5	2,3	2,3	2,3	3,4

Kaynak: <http://tuikapp.tuik.gov.tr/ulusalgostergeler/menuAction.do>,
Erişim Tarihi: 16.05.2009.

Tablo 2'deki veriler incelendiğinde Macaristan, Türkiye, Brezilya, Yeni Zelanda gibi ülkelerdeki faiz oranlarının yüksekliği dikkat çekicidir. Yabancı yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde ve diğer ülkelerle karşılaştırıldığında diğer ülkelere nazaran bu ülkelerdeki yüksek faiz oranı, yatırımları bu ülkelere çekmektedir.

Tablo 1'deki veriler ile karşılaştırıldığında ise Tablo 2'de yüksek faiz oranı uygulayan ülkelerin çoğundaki cari açık belirlenen faiz oranlarının tesadüf olmadığını göstermektedir.

İç piyasa faiz oranlarının yüksekliği, sermaye hareketlerini söz konusu ülkelere çekmede temel belirleyici faktör olmakla birlikte bazı ilave faktörlerde sermaye hareketlerinin söz konusu ülkeye yönelmesinde faiz oranlarının yüksekliği kadar önemli bir etkiye sahip olabilmektedir

(Yalçiner, 2008:107). Uygulanan döviz kuru politikalarının da faiz oranlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerekir. Nitekim uluslararası sermaye hareketinin oluşmasında döviz ve faiz arbitrajının birlikte varlığı, faiz oranlarının çekiciliğine göre daha teşvik edici bir faktör olabilmektedir.

1.2.1.4. Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme, ulusal finans piyasalarının sınırlarının ortadan kalkması, çeşitli kontrol ve sınırlandırmalardan arındırılan finans piyasalarının uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması ile uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonu ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarında rollerinin artması şeklinde ifade edilebilir (Durusoy, 2000:1).

Finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte oluşan dışa açılma süreci sonunda ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi yatırımları artırmaktadır. Bununla birlikte uluslararası sermaye hareketleri, yurtiçi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar ile birlikte meydana gelebilecek riski de ortadan kaldırmakta ve dünyadaki kaynak dağılımının etkinliğini sağlamaktadır. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere doğru kayması dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini artırmaktadır (Kula, 2003:142).

Tabii ki finansal serbestleşme sürecinin olumsuz etkileri de ortaya çıkabilmektedir. Örneğin; sermaye girişlerindeki aşırı artış yerli paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesine sebebiyet vermekte, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü düşürmekte ve ülke ekonomisini ithalata bağımlı hale getirmektedir. Bununla birlikte dış ticaret açıklarının artması, ülkenin cari işlem

açıklarında artışa neden olmakta fakat ülkeye sermaye girişinin devam etmesi bir ödeme sorununun ortaya çıkmasına engel olmaktadır. Diğer taraftan piyasalar arası getiri farklılıklarından yararlanmak amacıyla uluslararası piyasalarda hareket eden yabancı sermaye, faiz oranının yüksek olmasını ve döviz kurunun değerinin artmasını gerektirdiğinden gerek iç gerekse dış dengelerin daha da bozulmasına sebep olmaktadır. Tabi bozulmaların etkisi dışa bağımlı büyüme ortamında, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin yitirilmesiyle hissedilir düzeylere ulaşmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:5)

Finansal serbestleşme sürecinin olumsuz sonuçlarından biri de gelişmekte olan ülkeleri daha fazla rezerv biriktirmeye yöneltmesidir. Nitekim döviz kurundaki değerlemeyi engelleyebilmek ve istikrarsız sermaye akımlarına karşı önlem almak amacıyla gelişmekte olan ülkeler giderek daha fazla rezerv tutar hale gelmiştir. Rezerv artışı ile parasal tabanda meydana gelen genişleme ve ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için merkez bankalarının sterilizasyona gitmeleri gerekmektedir. Bu ise bir yandan kamunun faiz yükünün artmasına sebep olurken, diğer taraftan kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması sonucu enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:6).

1.2.1.5. Enflasyon Oranları, Döviz Kurları ve Faiz Oranları

Bir ülkede fiyatlar genel seviyesindeki hızlı artışlar yerli yatırımcıları olduğu kadar yabancı yatırımcıları da etkilemektedir. Çünkü hızlı enflasyon artışlarının yaşandığı ülkelerde bir belirsizlik ortamı oluşacağından geleceğe dönük tahminler yapmak da zorlaşmaktadır. Yatırım yapılan ülke para biriminin yabancı paralar karşısındaki değerinin tahmini uzun dönemde belirsizleşmektedir. Bu durum hammadde kaynakları yönünden

dışa bağımlı ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Ayrıca bir ülkeye yatırım yapan yabancı yatırımcılar belirli dönemlerde elde ettikleri karı kendi paraları üzerinden ülkelere transfer etmek istediklerinde de kazançlarında önemli düşüşler ortaya çıkmaktadır.

Uluslararası yatırımcılar için önemli bir diğer konu ise yatırım yapılan ülkede para biriminin yurtdışı piyasalarda işlem görmekte olan paralarla konvertibl olmasıdır. Yabancı yatırımcılar yatırım yapmış oldukları ülkedeki yatırımlardan elde ettikleri kazançları kendi ülkelerine transfer etmek isteyeceklerinden ulusal para birimi uluslararası piyasalarda işlem gören para birimleri ile konvertibl olmayan ülkelere yatırım yapmaktan kaçınmaktadır. Ulusal paranın konvertibilitesi yanında ülkelerdeki yasal düzenlemeler ile döviz cinsinden kredi ve faizlerin elde edilmesi ve geri ödenmesine sınırlamalar getirilmesi, kar transferlerinde ve projelerde uluslararası sermaye miktarının ve kardan ayrılacak ihtiyatların kısıtlanması şeklinde uygulanan kambiyo kontrolleri de uluslararası yatırımcıların karşılaştıkları önemli ve uluslararası yatırımı caydırıcı diğer etkenlerdir (Açıkgöz, 2006:15).

Faiz oranlarındaki değişimler de yatırım yapılan ülke seçiminde etkili olmaktadır. Çünkü uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeden diğerine geçişinin sağlanması için sermayedarların ülkelerinde elde ettiklerinden daha yüksek getiri ve daha düşük risk düzeyine sahip ülkelerin bulunması gerekmektedir.

1.2.1.6. Özelleştirme Çalışmaları

Gerçekleştirilen özelleştirme faaliyetleri uluslararası sermaye hareketlerinin az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yolla devlet kontrolünde bulunan alanlar yabancı yatırımcıların yatırım yapması için uygun hale

getirilmekte ve uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal piyasalara çekilmesi sağlanmaktadır. Dünyada özellikle portföy yatırımları yoluyla özelleştirme faaliyetlerinin sürdürüldüğü bilinmektedir.

Tablo 3'te dünyada 2000-2007 yılları arasında sektörler düzeyinde gerçekleştirilen özelleştirme faaliyetleri gösterilmektedir.

Tablo 3. Dünyada Yıllar ve Sektörler İtibariyle Özelleştirme Faaliyetleri (Milyon \$)

SEKTÖRLER - YILLAR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enerji	9.311	1.818	887	1.662	10.897	2.201	19.939	18.351
Finansal	5.405	3.808	942	6.586	5.905	15.542	48.932	34.100
Altyapı	20.991	8.512	11.788	6.421	13.617	24.736	23.124	11.251
İmalat ve Servis	2.870	1.483	1.507	4.317	2.012	10.142	9.941	10.372
Madencilik	456	679	432	608	1.140	433	2.935	666
Diğer	2	4	3	6	-	-	-	-
Toplam	39.035	16.304	15.559	19.600	33.571	53.054	104.871	74.739

Kaynak: <http://rru.worldbank.org/Privatization/>, Erişim Tarihi. 02.04.2009.

Tablo 3'teki veriler incelendiğinde özelleştirme faaliyetlerinde 2006 yılında hızlı bir artış yaşandığı ve bir önceki yıla göre özelleştirme tutarının %100 arttığı görülmektedir. Ayrıca sektörler arasında bir değerlendirme yapıldığında ise, özellikle finansal piyasalardaki özelleştirme faaliyetlerindeki artış dikkat çekicidir. Nitekim 2000 yılında yaklaşık beş milyar \$ olan özelleştirme tutarı, 2006 yılına gelindiğinde yaklaşık 10 kat artarak 50 milyar \$'a yaklaşmıştır. Bu durum uluslararası sermaye hareketlerinin söz konusu ülkelere yönelmesinde özelleştirme faaliyetlerinin etkilerini açıkça ortaya koymaktadır. Fakat şunu da ifade etmek gerekir ki, 2007 yılında özelleştirme faaliyetlerinde bir yavaşlama olmuştur ve bir önceki yıla nazaran %25'lik düşüş yaşanmıştır.

Tablo 4'te ise son dönemlerde Türkiye'de gerçekleştirilen önemli özelleştirme faaliyetleri ile şirket birleşmeleri gösterilmektedir.

Tablo 4. Türkiye'de Gerçekleştirilen Bazı Özelleştirme, Birleşme ve Ele Geçirmeler

YIL	KURULUŞ ³	SEKTÖR	ALICI KURULUŞ	DEĞERİ (Milyon \$)
2005	Türk Telekom	Telekom	Saudi Oger (Suudi Arabistan)	6.500
2005	Telsim	Telekom	Vodafone (İngiltere)	4.500
2005	Turkcell	Telekom	Alfa Telefom (Rusya)	1.600
2005	Dışbank	Bankacılık	Fortis (Belçika)	1.280
2005	Garanti Bankası	Bankacılık	GE Consumer Finance (ABD)	250
2006	Akbank	Bankacılık	Citi Group (ABD)	3.100
2006	Petrol Ofisi	Petrokimya	OMV (Avustralya)	1.100
2007	Oyakbank	Bankacılık	ING (Hollanda)	2.700
2007	Petkim	Petrokimya	Transcentral Asia (Rusya-Kazakistan)	2.100

Kaynak: World Bank, Global Development Finance 2006, 2007, 2008'den derlenmiştir.

Tablo 4'teki veriler incelendiğinde; 2005 yılı, yabancı sermayenin ülkemizde yatırımlarında zirve yaptığı bir dönemdir. Özellikle Türk Telekom'un özelleştirilmesi, Dünya Bankası verileri incelendiğinde söz konusu yıllarda yapılan en büyük özelleştirme olarak kayıtlara geçmiştir. Ayrıca sektörel açıdan bakıldığında ise, bu yapı içerisinde en büyük payı Telekom sektörünün aldığı da açıkça görülmektedir.

1.2.2. Sermaye İhraççısı Ülkelere Ait Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerine neden olan faktörlerden ikincisi, sermaye ihraç eden ülkelere ait faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan

³ Özelleşen, Birleşen yada Ele Geçirilen

ekonomik ve siyasi durgunluk ile düşük faiz oranları gibi nedenler sermaye ihraççısı ülkelere ait faktörlere örnek verilebilir.

1.2.2.1. Kaynak Fazlasına Sahip Ülkelerdeki Ekonomik Gelişmeler

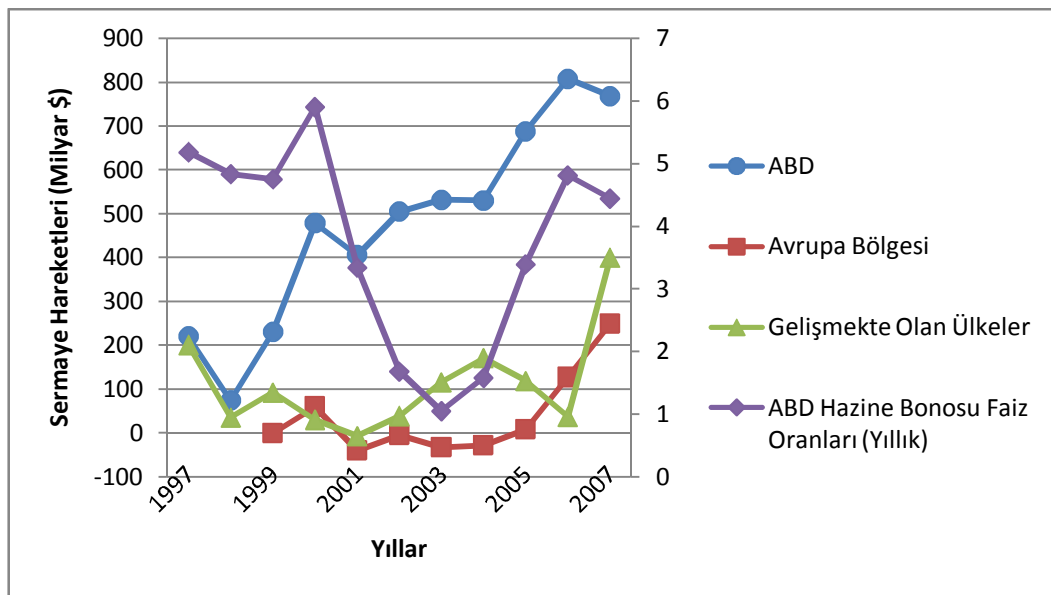
Gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışları çoğunlukla, bu ülke ekonomilerinde belli dönemlerde meydana gelen çeşitli değişikliklerin varlık getirileri üzerinde yarattığı geçici baskıya bir tepki olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin; Japonya'da yaşanan durgunlukla varlık fiyatlarının aşırı düşmesi, İngiltere'de Sterlinin Eylül 1992'de Döviz Kuru Mekanizması'nın dışına çıkması ve beraberinde faiz oranlarının düşmesi ile birlikte daha fazla getiri elde etmek isteyen sermaye bu ülkeleri terk etmiştir (İnandım, 2005:20). Özellikle 1990'ların başlarında dünya faiz oranlarında belirgin düşüşler yaşanmıştır ve söz konusu düşüşler yeni dönem sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili olmuştur. Özellikle Amerikan hazine bonosu faiz oranlarındaki belirgin düşüşler daha yüksek getiri arayışındaki sermayeyi diğer ülke piyasalarına yönlendirmiştir. Türkiye İstatistik Kurumunun veri tabanından yararlanılarak hazırlanan Tablo 2'deki verileri tekrar incelediğimizde Amerikan hazine bonosu faiz oranlarının 2003 yılında %1 gibi tarihi bir seviyeye gerilediğini görmemiz de mümkündür.

Özellikle Amerikan hazine bonosu faiz oranlarındaki değişimin uluslararası sermayenin dünyaya dağılımında önemli bir etkiye sahip olduğu yapılan çeşitli araştırmalarla da belirlenmiştir (Yalçiner, 2008:113). Örneğin; Latin Amerika ülkelerine yönelen uluslararası sermaye hareketleri bu bölgenin ve bölge ülkelerinin dışında meydana gelen gelişmelerden daha fazla etkilenmekte, özellikle Amerika'daki faiz oranlarının düşmesi ve yaşanan ekonomik durgunluk gibi önemli değişkenler bölgeye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerini

açıklamaktadır. Orta gelir grubu ülkeler üzerinde yapılan araştırmada ise, portföy sermaye hareketlerini yönlendiren temel gücün pek çok ülkede uluslararası faiz oranları olduğu, ülkeye özgü faktörlerin ikincil derecede öneme sahip olduğu görünmüştür.

Grafik 2’de 1997-2007 yılları arasında, uluslararası sermaye hareketlerinin dünyadaki dağılımı ile ABD Hazine Bonosu faiz oranları arasındaki ilişki ele alınmıştır.

Grafik 2. Dünyadaki Uluslararası Sermaye Hareketleri-ABD Merkez Bankası Hazine Bonosu Faiz Oranları⁴ İlişkisi



Kaynak:

http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_TB_M6.txt,
Erişim Tarihi:15.01.2009 ve IMF Global Financial Stability Report, October 2008, Sayfa:182’den derlenmiştir.

⁴ Vade altı aylık olup, sıklık yıllıktır.

Grafik 2'yi incelediğimizde; söz konusu dönemde ABD hazine bonosu faiz oranlarının 2000 yılında yaklaşık %6 ile en yüksek seviyesine ulaştığı, 2003 yılında ise yaklaşık %1 ile en düşük seviyesini gördüğünü söylemek mümkündür.

ABD açısından değerlendirildiğinde faiz oranlarının düştüğü 1998, 2001 ve 2007 yıllarında, ülkedeki sermaye hareketlerinde de bir düşüş yaşanmıştır. Fakat 2002-2004 yılları arasındaki dönemde düşük faiz oranı karşısında sermaye hareketleri seviyesini korumuştur. Bununla birlikte 2000, 2005 ve 2006 yıllarında faiz oranlarındaki yükselişle birlikte sermaye hareketlerinde de artışlar yaşanmıştır. Bu durum, ABD'de faiz oranlarındaki düşüş dönemlerinde sermaye hareketlerin azaldığı ve yükseldiği dönemlerde ise arttığının açık bir ifadesidir.

ABD hazine bonosu faiz oranları ile Avrupa Bölgesinde gerçekleşen sermaye hareketleri arasında bir ilişki olduğunu söylememiz mümkün görünmemektedir. Sadece 2007 yılında faiz oranındaki düşüşle birlikte Avrupa bölgesindeki sermaye hareketlerinde bir artış olduğu dikkat çekicidir. Fakat bu durumun tamamen faiz oranlarındaki düşüşten kaynaklandığını söylemek de pek mantıklı olmayacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde ise, ABD hazine bonosunu faizlerindeki düşüş sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesini sağlamıştır. Çünkü 1998, 2002, 2003 ve 2007 yıllarında ABD hazine bonosu faizlerindeki düşüş, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerini artırmış, 2000, 2005 ve 2006 yıllarında ise ABD hazine bonosu faizlerindeki yükseliş, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin, ABD'deki faiz oranlarının değişiminden etkilendiğini açık bir biçimde ortaya koymaktadır.

Kaynak fazlası bulunan ülkelerdeki ekonomik gelişmelere bir diğer unsur olan tasarruf miktarlarını da ekleyebiliriz. Nitekim son yıllarda özellikle kamu kesimi tasarruflarında bir azalış, özel kesim tasarruflarında ise bir artış gözlenmektedir. Kamu kesiminde tasarrufların düşmesindeki en büyük etken bütçe açıklarıdır. Böyle zamanlarda tasarruflarda meydana gelen düşüş faiz oranlarını artırmış, dolaylı olarak da sermayenin fiyatında artış söz konusu olmuştur (Yalçiner, 2001:29).

Dünya tasarruf oranlarının genel görünümünde 2000'li yıllarda önemli değişimler yaşanmıştır. Özellikle petrol üreten ve ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarının yükselmesi, hammadde ihraç eden ülkelerin ise hammadde fiyatlarının yükselmesi nedeniyle, bu ülkelerin büyük miktarlarda cari işlemler fazlası verdiği görülmektedir. Öncelikle daha önceki yıllarda uluslararası piyasalara ihraç edilen tahvillerin geri çağırılması ve diğer tür dış borç ödemesinde kullanılan bu kaynaklar; bir süre sonra uluslararası likiditeyi artıran, sermaye hareketine katkı sağlayan bir yapıya bürünmüştür (Yalçiner, 2008:115). Bu gelişmeler tüm dünyada olmasa bile belirli ülkelerde tasarruf eğiliminin ve uluslararası likiditenin artmasına ve kaynak kullanmak isteyenler açısından kullanım maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır.

1.2.2.2. Finansal Ürün Çeşitliliğindeki Artış

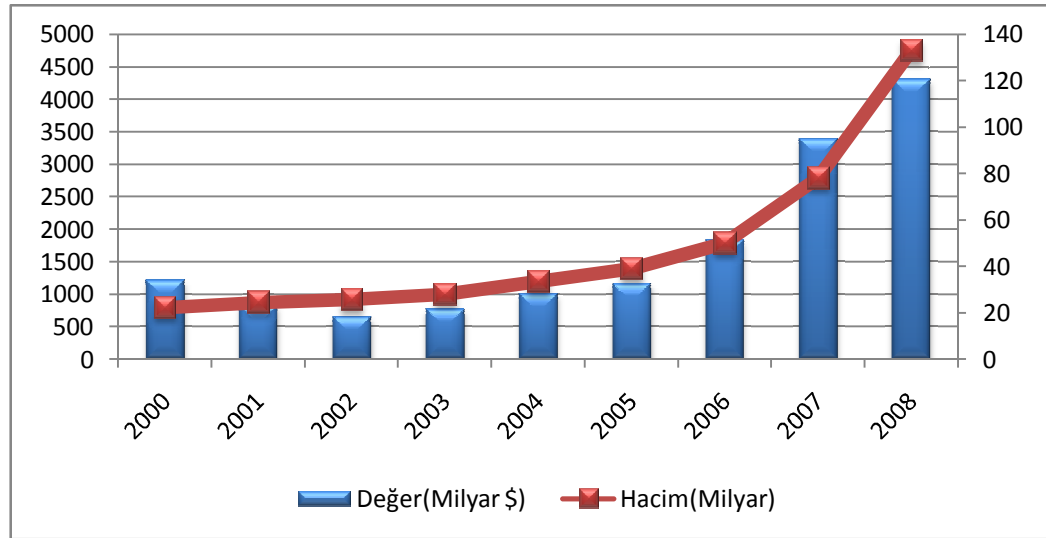
Dünyada finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte yatırımların yönü ve boyutu önemli ölçüde değişmiştir. Sermaye piyasalarına giriş kolaylaşmış, yatırım yapılan finansal ürünlerde çeşitlilik artmıştır. Finans piyasalarına sunulan gelişmekte olan ülke firmalarıyla ilgili yeni finansal araçlar, bu piyasalara yönelen uluslararası sermaye hareketlerini artırmıştır.

Söz konusu finansal araçlar arasında ilk sırayı müşterek fonlar (mutual funds) almaktadır. Birçok ülkenin menkul kıymetleriyle çeşitlendirilerek oluşturulan müşterek fonlar aracılığıyla; bireysel olarak yatırım yapmanın yatırımcıya yüklediği maliyetler ortadan kalmakta, söz konusu fonlara ulaşılması kolay olmakta ve işlem maliyetleri düşmektedir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların girişinin yasak olduğu piyasalarda yatırım yapma imkânı da ortaya çıkmaktadır. Müşterek fonlar, yatırım yaptıkları alanlar itibariyle farklı şekillerde isimlendirilmektedir (Yalçiner, 2001:119). Müşterek fonları; piyasa farkı gözetilmeksizin tüm dünyada yatırım yapma imkanı sunan global fonlar, belirli bir bölgede bulunan gelişmekte olan piyasalara yatırım yapma imkanı sunun bölgesel fonlar ve bir ülkedeki çok sayıda firmaya yatırım yapma imkanı sağlayan ülke fonları şeklinde isimlendirmemiz mümkündür.

Yatırımcıların uluslararası piyasalara yatırım yapmasını teşvik eden finansal araçlardan bir diğeri ise, depo sertifikalarıdır. Depo sertifikaları, gelişmekte olan ülke piyasalarında faaliyet gösteren firmaların, uluslararası sermaye piyasalarına girmesini sağlayan ve gelişmekte olan ülke piyasalarında yatırım yapmak isteyen yatırımcıların yatırım yapmasını kolaylaştıran yatırım araçlarıdır. Depo sertifikaları, depocu bir banka tarafından başka bir kuruluşun hisse senetlerini temsilen çıkarılan sertifikalardır. Depo sertifikaları farklı piyasalara kote ettirilebilir. Örneğin, makbuzlar ABD hisse senedi piyasasında işlem görüyorsa ADR farklı uluslararası piyasalara eş zamanlı olarak ihraç ediliyorsa GDR, İngiltere ve diğer Avrupa piyasalarına yönelikse EDR, Avrupa piyasalarına yönelikse CDR ve ABD doları dışındaki diğer yabancı para birimleri cinsinden, Euro veya diğer ABD dışı piyasalara yönelik olarak ihraç ediliyorsa IDR olarak isimlendirilir.

Grafik 3'te yıllar itibariyle gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören depo sertifikalarının değeri ve hacmi ile ilgili veriler yer almaktadır.

Grafik 3. Yıllar İtibariyle Depo Sertifikalarının Ticareti



Kaynak: <http://www.adrbnymellon.com/files/MS24388.pdf> ,

Erişim Tarihi: 28 Şubat 2009.

Grafik 3'teki veriler incelendiğinde depo sertifikalarının değerinde 2002 yılından sonra bir yükseliş başlamış ve 2008 sonuna dek bu yükseliş artarak devam etmiş ve yaklaşık 4,5 trilyon \$ seviyesine yaklaşmıştır. Aynı şekilde 2002 yılından itibaren piyasalarda işlem gören depo sertifikalarının hacminde de artış gözlenmiş ve 2008 yılı itibariyle depo sertifikalarının hacmi yaklaşık 140 milyar seviyesine ulaşmıştır.

1950'li yıllarda kullanılmaya başlayan ve özellikle 2000'li yıllarda popülaritesi artan yatırım araçlarından biri de korunma fonları (hedges funds)'dır. Korunma fonları, kurumsal yatırımcılardan toplanan fonları yüksek getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel bir yatırım

fonudur (Chambers, 2008:5). Diğer fonlarla kıyaslandığında korunma fonları bir gösterge endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiriye odaklanmıştır. Bu amaçla bu fonlarda daha yüksek getiri için daha yüksek riskler alınmaktadır. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve borçlanma yoluyla pozisyon alınması yoluna gidilmektedir.

Finansal ürün çeşitliliğinde artış sağlayan diğer araçları ise aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz⁵:

- Finansal Ortaklıklar
 - Girişim Sermayesi Yatırımları
 - Özel Sermaye Yatırımları
- Kredi Türevleri
 - Kredi Takas Sözleşmeleri
 - Teminatlı Borçlanma Araçları
- Warrantlar
- Yapılandırılmış Menkul Kıymetler
 - Anapara Korumalı Tahviller
 - Krediye Bağlı Tahviller
 - Özelleştirilmiş Opsiyon İçeren Tahviller
 - Emtiaya Bağlı Tahviller
 - Faiz Oranına Bağlı Tahviller
 - Hisse Senedine Bağlı Tahviller
- Fark Kontratları

Ayrıca finansal ürün çeşitliliği ile birlikte firmalar kaynak sıkıntısını gidermek için uluslararası piyasalardan fon temini yoluna gitmekte, ülkeye yapılan yatırımları özendirmek amacıyla konulan vergi avantajlarından

⁵ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği Aylık Yayınlar Ocak 2006-Sayı 41, Haziran 2006-Sayı 46 ve Şubat 2008- Sayı 66'dan derlenmiştir.

yatırımcılar yararlanarak elde ettikleri getiri düzeyini artırmakta ve yatırımcılar tarafından risklerin çeşitlendirilerek azaltılması yoluna da gidilmektedir.

1.2.2.3. Bilgi İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler

Gün geçtikçe teknolojinin sunduğu olanaklar daha da artmaktadır. Bu durum teknoloji transferi sağlayan ülkelere avantaj sağladığı gibi sermaye ihraç eden ülkelere ya da diğer bir deyişle sermaye ihraç eden uluslararası yatırımcılara da büyük avantajlar sağlamaktadır. Piyasaların birbirine entegre olması ile birlikte yatırımcılar aynı gün içinde farklı zamanlarda ve farklı mekânlarda yatırımlarına yön verebilmektedir. Neredeyse günün 24 saati yatırım yapılabilmektedir. Avrupa, Amerika ve Uzakdoğu piyasaları bu entegrasyona verilecek en iyi örnektir.

Bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte yatırım yapabilmek için katlanılan işlem maliyetleri de azalmıştır. Örneğin, bir hisse senedi alım-satım işlemini bankadan yaptırmak için belli bir çaba ve masraf gerekmesine rağmen internet üzerinden çok daha kısa sürede ve çok düşük masraflarla bu işlemi gerçekleştirmemiz mümkündür.

1.3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Dünyada kıt kaynakların daha fazla ülke tarafından paylaşılması, ülkeleri bu kaynaklara ulaşma yollarının araştırılmasına yöneltmiştir. Nitekim üretim faktörlerinden biri olan sermaye faktörü de bu kıt kaynaklar içerisinde yer alan, uygun koşullar arayan, çok sık yer değiştirebilen kıt kaynaklardan biridir ve gün geçtikçe önem kazanmaya devam etmektedir.

Geçmişten günümüze uluslararası sermayeye duyulan ihtiyaç düzeyi boyut değiştirmeye başlamıştır. Örneğin, geçmişte uluslararası

sermaye; ülkelerin sermaye açıklarını kapatmak, üretimi artırmak, işsizlik problemine çözüm bulmak, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz işgücü ve taşıma giderlerinden tasarruf sağlamak, düşük vergi avantajlarından yararlanmak, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini genişletmek gibi nedenlerle cazip bulunmaktaydı. Fakat günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinden beklentiler artmıştır⁶. Bu faktörlere ülke içerisinde sağlıklı bir rekabet ortamı oluşturmak, ülkenin teknoloji düzeyini geliştirmek, gelişmiş ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak gibi farklılıklar eklenmiştir.

Globalleşme süreciyle birlikte gelişmiş ülkeler arasında ve gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinde bir artış meydana gelmektedir. Belirli dönemlerde mali piyasalarda ortaya çıkan krizler, bu etkinin düzeyinin sorgulanmasını gündeme getirmiştir. Nitekim bir ülkede başlayan kriz diğer piyasalara da sıçramakta ve ekonomik yapıda genel bir durgunluk ortaya çıkmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini, reel ekonomi üzerindeki etkileri, sermaye piyasası üzerindeki etkileri şeklinde iki ayrı kategoride incelememiz mümkündür.

1.3.1. Reel Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerini iki açıdan değerlendirebiliriz. Birincisi, sermaye girişlerinin ekonominin fiziki büyüklükleri ve reel gelişimi üzerindeki etkileri diğeri ise sermaye girişlerinin finansal alanda oluşturacağı etkileşim ağı ve bunun olası sonuçlarıdır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:31).

⁶ <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay3.pdf>, Erişim Tarihi: 21.01.2009.

Dışa kapalı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin etkisi dışa açık ekonomilere göre daha farklıdır. Dışa kapalı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin ekonominin fiziki büyüklüklerinde oluşturduğu etki ön plandadır. Serbestleşme sürecinin tamamlandığı, piyasalardaki denetimlerin kaldırıldığı ve serbest kur sisteminin uygulandığı ekonomilerde uluslararası sermaye hareketlerinin reel etkileri yanında finansal etkileri de yer almaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri ile birlikte kaynak dağılımı genişlemekte ve yatırım oranı artmaktadır. Ekonominin büyüme hızı ulusal tasarruflarla sürdürülen büyüme hızından daha fazla artmaktadır. Oluşan artış hiç kuşkusuz istihdam, gelir artışını beraberinde getirmekte ve ulusal refah düzeyine olumlu katkılar sağlamaktadır. Diğer yandan, oluşan kaynak girişi ile elde edilen kaynak fazlasıyla ihracat kazancının üzerinde bir ithalat hacminin sürdürülmesi olanaklı hale gelmektedir. Bu bir yandan yatırım malı kullanımını ve kapasite artışını, diğer yandan ise tüketim harcamalarının yeniden düzenlenmesini mümkün kılmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:32).

Uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerinin ikinci boyutunu oluşturan finansal etkileri içerisinde hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynağı sağlanması önde gelmektedir. Sermaye ithalatçısı ülke bakımından portföy yatırımları uzun vadeli ve ucuz bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim yabancı sermaye ile birlikte ülkeye gelen sermaye, yatırımlardan elde edilen karların tekrar yatırıma dönüştürülmesi ile birlikte gittiği ülkenin sermaye birikimini artırmaktadır. Getirilen sermayenin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkide bulunur. Yabancı sermaye ile birlikte ekonominin dinamizmi artar, oluşan tekelci yapı bozulur ve fiyat düşüşleri sağlanır (Varış Tezcanlı ve

diğerleri, 1994:28). Ayrıca ortaya çıkan istihdam olanakları ile işsizlik sorununun çözümü sağlanır.

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle bulunduğu ülkeden ayrılması ise ülkedeki sermaye stoklarının azalmasına, ödemeler dengesinin bozulmasına yol açar. Ekonomi üzerinde yaratılan dinamizmden, rekabetçi ortamın avantajlarından yararlanılamaz ve dolaylı olarak istihdam üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkar.

1.3.2. Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde canlandırıcı etkisi bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla yararlanmak isteyen ülkeler, ekonomik gelişme düzeyini artırmak amacıyla yapısal reformlara hız vererek uygulanan özelleştirme politikalarıyla birlikte finansal piyasalardaki sermaye hareketlerinde gözle görülür artışlar yaşanmıştır. Uluslararası piyasalardan yerel piyasalara doğru gerçekleşen sermaye hareketleri sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlamıştır. Hisse fiyatlarındaki artışlarla birlikte yabancı yatırımcıların yerel piyasalardaki etkinliği artmıştır.

Hisse senedi fiyatlarındaki artışların başlıca nedeni uluslararası yatırımcılardır. Çünkü uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Tabii ki bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları ya da piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir (Varış Tezcanlı ve diğerleri,1994:30).

1.4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ

Son yıllarda meydana gelen finansal serbestleşme süreci ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinde gözle görülür bir artış yaşanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen bu artışı Dünya ve Türkiye açısından değerlendirebiliriz.

1.4.1. Dünyadaki Hacmi

Tablo 5'te 1997-2007 yılları arası belli başlı gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelere yönelen net uluslararası sermaye hareketlerinin gelişimi aktarılmıştır.

Tablo 5. Uluslararası Sermaye Hareketleri (Net, Milyar \$)

YILLAR	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ											
Doğrudan Yatırımlar	0,8	36,4	64,5	162	24,6	-70	-86	-170	76,4	0,8	-95,8
Portföy Yatırımları	216	57,4	163	309	338	379	427	690	575	628	850,5
Diğer Yatırımlar ⁷	2,9	-20	1,6	7,3	42,8	195	190	9,8	35,7	178	13,1
Toplam	220	73,6	230	478	405	504	531	530	687	807	767,9
AVRUPA BÖLGESİ											
Doğrudan Yatırımlar	...	...	-133	2,6	-98	21,2	-12	-84	-271	-189	-161
Portföy Yatırımları	...	...	-37	-117	63,3	135	65	91,9	170	341	306,6
Diğer Yatırımlar	...	...	168	174	-5,5	-161	-86	-37	109	-25	102,9
Toplam	...	...	-0,8	59,8	-40	-4,6	-33	-29	8,4	127	248,5
GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR VE ÜLKELER											
Doğrudan Yatırımlar	150	160	177	170	187	157	166	190	259	250	286,9
Portföy Yatırımları	36,1	28,5	60	-9	-92	-102	-47	-28	-64	-189	-55,2
Diğer Yatırımlar	14	-153	-145	-132	-102	-17	-4,9	7,7	-77	-26	167,1
Toplam	200	34,9	91,4	29,8	-7,3	38,4	115	170	118	36,1	398,8

Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, October 2008, Sayfa:182.

⁷ Diğer yatırımlar; banka hesapları ve depozitolardan oluşmaktadır.

Tablo 5'teki veriler incelendiğinde;

- Amerika Birleşik Devletleri'nde portföy yatırımlarındaki gözle görülür artış dikkat çekmektedir. Özellikle 2000 yılında bir önceki yıla nazaran yaklaşık %90'lık artış ve 2004 yılında %62'lik artış dikkat çekicidir.
- Avrupa bölgesindeki portföy sermaye hareketlerinde özellikle 2006 yılındaki %50'lik artış dikkat çekicidir.
- Gelişmekte olan ülkelerde ise doğrudan yatırımlarda istikrarlı bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Fakat aynı durumu portföy yatırımları için söylememiz mümkün görünmemektedir. Portföy yatırımlarında özellikle 2006 yılında meydana gelen 125 milyar \$'lık düşüş dikkat çekicidir.

Dünya Bankası tarafından hazırlanan raporda ise, 1999-2007 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışları Tablo.6'da gösterilmektedir.

Tablo 6. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akışları (Net, Milyar \$)

SERMAYE AKIŞI - YILLAR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ⁸
Özel Sermaye Akışları (Borç+Özkaynak)	203,5	178,6	183,1	175,1	258,8	394,7	509,8	689,8	1025
Resmi Sermaye Akışları	14	-5,8	26,8	4,9	-11,7	-26,1	-71,7	-70,5	-3
Sermaye Akışları (Öz Kaynak)	188,4	179	178,6	166,2	186	265,9	357,4	472,3	615,9
Doğrudan Sermaye Akışları	177	165,5	173	160,7	161,9	225,5	288,5	367,5	470,8
Portföy Sermaye Akışları	11,4	13,5	5,6	5,5	24,1	40,4	68,9	104,8	145,1
Sermaye Akışları (Borç)	15,1	-0,4	4,5	8,9	72,8	128,8	152,4	217,5	409,1

Kaynak: Global Development Finance, Review, Analysis and Outlook, World Bank 2008, Sayfa:35.

Tablo 6'daki veriler incelendiğinde;

- Özel sermaye akışlarının tüm sermaye akışları içerisindeki payı %100'e yakındır. Özellikle 2003 ve 2004 yıllarında özel sermaye akışlarında meydana gelen artış %50'nin üzerindedir.
- Özel sermaye akışları içerisinde borçlanma yoluyla elde edilen sermaye düzeyi son yıllarda artmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında meydana gelen artış dikkat çekicidir.
- Özel sermaye akışları içerisinde yer alan ve öz kaynak şeklinde elde edilen sermayenin büyük çoğunluğunu ise, yaklaşık %75 ile doğrudan yatırımlar yoluyla elde edilen sermaye oluşturmaktadır. Portföy yatırımlarında ise, özellikle son yıllardaki artış dikkat çekicidir.

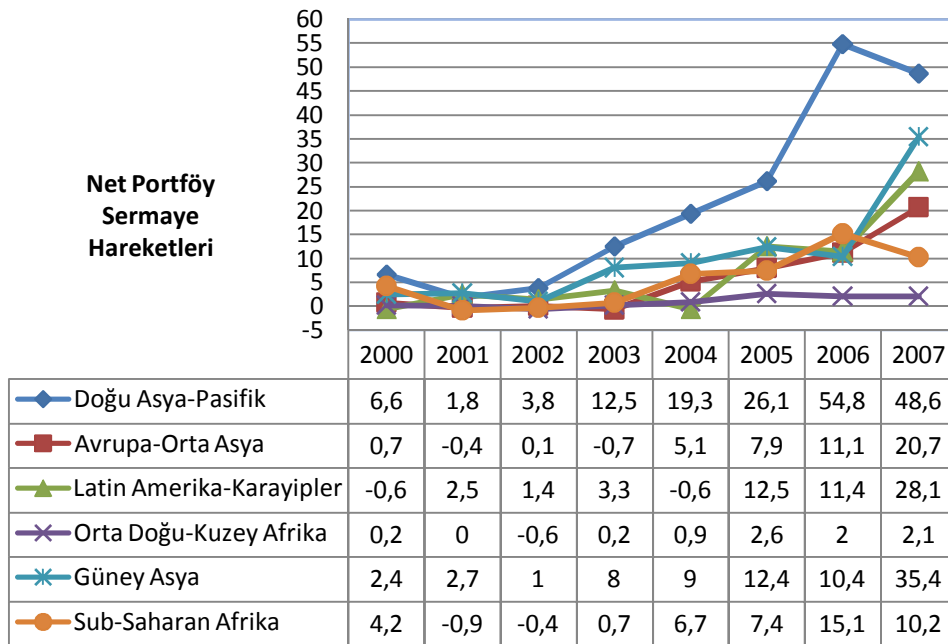
⁸ Tahmini değeri ifade etmektedir.

- Resmi sermaye akışlarında ise, 2003 yılından itibaren gözle görülür bir düşüş olmuştur. 2005 yılında ise, resmi sermaye akışları en düşük seviyesine gerilemiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri içerisinde önemli bir yer tutmakla birlikte, tezin omurgasını oluşturan portföy sermaye hareketleri ile ilgili dünyadaki gelişmelerin bu kısımda detaylandırılmasının yarar sağlayacağı düşünülmektedir. Bu amaçla bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy sermaye hareketlerinin durumu ele alınmıştır.

Grafik.4'te 2000'li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yönelen net portföy sermaye hareketli bölgesel bazda ifade edilmiştir.

Grafik 4. Bölgesel⁹ Bazda Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (Milyar \$)



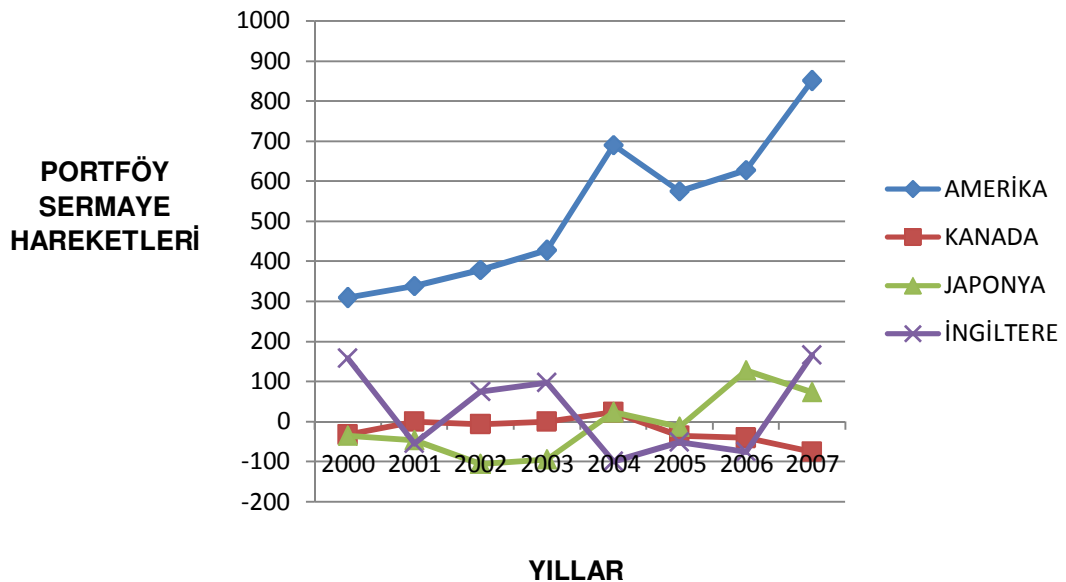
Kaynak: Global Development Finance, Worldbank 2008, Sayfa: 46.

⁹ Doğu Asya-Pasifik (Çin, Endonezya, Tayland), Avrupa-Orta Asya (Rusya, Türkiye, Polonya), Latin Amerika-Karayipler (Brezilya, Meksika, Arjantin), Orta Doğu-Kuzey Afrika (Mısır, İran, Cezayir), Güney Asya (Hindistan, Pakistan, Bangladeş), Sub-Saharan Afrika (Güney Afrika, Nijerya, Kenya)

Grafik 4'teki veriler incelendiğinde; dönem dönem ekonomik konjonktürdeki gelişmelerden dolayı kısa süreli düşüşler ortaya çıksa da genel olarak portföy sermaye hareketlerinde devam eden artış dikkat çekicidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy sermaye hareketleri içerisindeki en büyük payı, Çin, Endonezya ve Tayland'dan oluşan Doğu Asya-Pasifik bölgesi almaktadır. İçerisinde Türkiye'nin de bulunduğu Avrupa-Ortadoğu bölgesinde ise; 2000-2003 yılları arası yatay seyretmekle beraber, 2004 yılından sonra bir artış trendi yakalanmıştır.

Grafik 5'te ise 2000 yılı itibariyle belli başlı gelişmiş ülkelere yapılan net portföy sermaye hareketleri ifade edilmektedir.

Grafik 5. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Net Portföy Sermaye Hareketleri (Milyar \$)



Kaynak: IMF Global Financial Stability Report, October 2008, Sayfa: 182.

Grafik 5'teki verileri incelediğimizde, portföy sermaye hareketleri içindeki en büyük payı Amerika almaktadır ve portföy sermaye hareketlerinde (2005 yılı hariç) sürekli bir artış görünmektedir. Kanada'da

gerçekleşen portföy sermaye hareketlerinde ise; 2000-2004 yılları arası yatay seyretmekle birlikte, 2004 yılından sonra bir düşüş trendine girilmiştir. Japonya'daki durum değerlendirildiğinde ise; 2002 yılında en düşük seviyeyi gören portföy sermaye hareketleri, 2006 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Fakat 2007 yılından sonra bir düşüş trendine girildiği açıkta görünmektedir.

Grafik 5'te açıkça görünmektedir ki, portföy sermaye hareketlerinin en hareketli olduğu ve kısa zamanda iniş-çıkışların yaşandığı ülke İngiltere'dir. 2001, 2004 ve 2006 yıllarında dip yapan portföy sermaye hareketleri; 2000, 2003 ve 2007 yıllarında en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. 2007 yılı açısından değerlendirildiğinde ise, bir yükseliş trendine girildiği gözlemlenmektedir.

1.4.2. Türkiye'deki Hacmi

Türkiye'de de finansal serbestleşme sürecinden sonra yapılan yatırımlarda gözle görülür bir artış yaşanmıştır. Ekonomik konjonktürdeki gelişmelerden dolayı zaman zaman düşüşler meydana gelmesine rağmen devam eden bir artış dikkat çekmektedir. Bununla ilgili olarak Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan ödemeler dengesi istatistiklerinden faydalanılarak oluşturulan veriler Tablo 7'de ayrıntılı olarak aktarılmaktadır.

Tablo 7. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

YILLAR	DOĞRUDAN YATIRIMLAR	PORTFÖY YATIRIMLARI	DİĞER YATIRIMLAR	TOPLAM
1992	844	3.165	458	4.467
1993	636	4.480	4.364	9.480
1994	608	1.123	-5.634	-3.903
1995	885	703	3.903	5.491
1996	722	1.950	4.301	6.973
1997	805	2.344	4.753	7.902
1998	940	-5.089	5.067	918
1999	783	4.188	1.782	6.753
2000	982	1.615	11.801	14.398
2001	3.352	-3.727	-2.667	-3.042
2002	1.082	1.503	7.191	9.776
2003	1.702	3.851	3.425	8.978
2004	2.785	9.411	4.156	16.352
2005	10.031	14.670	14.903	39.604
2006	20.185	11.402	11.544	43.131
2007	22.046	2.780	23.997	48.823
2008	-3.502	1.738	25.373	23.609

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/> , Erişim Tarihi:16.05.2009.

Tablo 7'deki veriler incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılabılır:

- Doğrudan yatırımlarla ilgili veriler incelendiğinde, 1992 ile 2000 yılı arasındaki dönemde zaman zaman iniş ve çıkışlar yaşanmasına rağmen genel olarak yatay seyreden bir süreç karşımıza çıkmaktadır. 2001 yılında meydana gelen kriz etkilerini doğrudan yatırımlarda da göstermiştir ve 2002 yılında bir önceki yıla nazaran yaklaşık %66'lık bir düşüş yaşanmıştır. 2004 yılından sonra ise doğrudan yabancı yatırımlarda tam anlamıyla bir patlama yaşandığını söyleyebiliriz. Nitekim 2005 yılında bir önceki yıla nazaran yaklaşık dört katlık bir artış yaşanmıştır. Söz konusu artış 2006 ve 2007 yılında da katlanarak devam etmiştir. Fakat 2008 yılındaki veriler hiç iç açıcı değildir. Çünkü 2008 yılının sonlarına doğru etkisini hızla hissettiren kriz, doğrudan yatırımlarda tarihi bir düşüşe neden olmuştur.

- Portföy sermaye hareketleri ile ilgili veriler incelendiğinde 1998 ve 2001 yıllarında meydana gelen sert düşüşler dikkat çekicidir. Bununla ilgili olarak söz konusu yıllarda meydana gelen ekonomik krizlerin etkisini bu şekilde somut bir biçimde görmekteyiz. Fakat 2003 yılından sonra portföy yatırımlarında hızlı bir artış yaşanmıştır. Portföy sermaye hareketlerindeki artış 2005 yılında yaklaşık 15 milyar \$ ile zirveye çıkmıştır. Devam eden dönemde ise hızlı bir düşüş yaşanmıştır ve 2008 yılında yaklaşık 1,7 milyar \$ seviyelerine kadar gerilemiştir.
- Diğer yatırımlar kalemi ise, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerinin yer aldığı kısımdır. Ticari krediler (vadeli mal alım veya satımı şeklindeki krediler), krediler (nakit krediler), döviz mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler bu bölümün detaylarını oluşturmaktadır. Diğer yatırımlarda ise, 1994 ve 2001 yıllarındaki düşüşler haricinde, devam eden artış dikkat çekicidir. Özellikle 2008 yılına bakıldığında da, krizin etkilerine rağmen, bu artış hız kesmemiştir ve en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında çeşitli ek riskleri (politik risk, ülke riski, kambiyo riski, kur riski, ekonomik risk, bilgi edinme riski gibi) kabullenmek suretiyle sermaye kazancı, faiz geliri, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek maksadıyla sermaye piyasası yatırım araçlarına yatırım yapmaları şeklinde ortaya çıkan yatırımlardır (Varış Tezcanlı ve diğerleri, 1994:8).

OECD tarafından yapılan tanımlamada; portföy yatırımları hisse senedi, tahvil, gayrimenkul ve banka kredilerinin (doğrudan yabancı yatırımın bir unsuru olmayan) alınması şeklinde yapılan yatırımlar olarak ifade edilmektedir. IMF tarafından yapılan tanımlamada ise portföy yatırımları; menkul kıymet (doğrudan yatırımın bir parçası olmayan), hisse senedi ve borç enstrümanlarına ilişkin işlemler olarak belirlenmiştir (Kurt, 2007:57).

2.1.PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ

Portföy sermaye hareketleri genel olarak, ortaklık hakkı veren enstrümanların meydana getirdiği portföy sermaye hareketleri ve alacak hakkı veren enstrümanların meydana getirdiği portföy sermaye hareketleri şeklinde iki grup halinde ifade edilmektedir (Yalçınar, 2008:89).

2.1.1. Ortaklık Hakkı Veren Enstrümanların Meydan Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri

Ortaklık hakkı veren enstrümanlara yapılan yatırımlar, hisse senetleri ve çeşitli türevlerine yapılan yatırımları ifade etmektedir. Bu

enstrümanlar arasında en dikkat çekici olanı, hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından ev sahibi ülkeden direkt olarak satın alınmasıdır. Fakat taşıdığı olumsuzluklar (bilgi edinme riski, işlem maliyetlerinin yüksekliği) dolayısıyla yatırımcılar tarafından söz konusu riskleri ortadan kaldıran ülke fonlarına yatırım yapılmaktadır (Yalçiner, 2008:90).

Uluslararası portföy yatırımı fonları olarak da adlandırılan ülke fonları, genellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında kote edilmiş ve işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapmak için kullanılmaktadır (Alp, 2000:132). Hisse senetleri, özel sektör ve kamu kesimi tahvil ve bonoları, depo sertifikaları gibi menkul kıymetler bu fonların içeriği oluşturmaktadır. Fon yöneticileri, özellikle gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlarda portföy çeşitlendirmesi yaparak riski düşürme yoluna gitmektedir.

Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı da ortaklık hakkı veren portföy sermaye hareketlerine konu olmaktadır. Genel olarak uluslararası piyasalarda hisse senedi ihracı, yurtiçi piyasalarda yapılan hisse senedi ihraçlarından farklı değildir. Ancak özellikle ihraç edilen hisse senetlerinin birden fazla borsaya kote ettirilerek işlem görmesi, varlıkların likidite derecesi arttırılmaktadır. Hisse senetlerinin daha fazla yatırımcıya hitap edecek hale gelmesi ile yabancı yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerde bir artış sağlamaktadır. Bununla birlikte depo sertifikaları yoluyla da uluslararası piyasalara hisse senedi ihracı gerçekleştirilebilmektedir. Depo sertifikası, hisse senetlerini temsil eden depo makbuzlarının yabancı piyasalarda satılması işlemidir. Depo sertifikaları ayrıca yatırımcılara direkt hisse senedi alımına göre avantajlar da sağlamaktadır. Örneğin, depo sertifikalarına yatırım süreci temsil ettiği hisse senedine yatırım sürecinden daha kısadır. Ayrıca para transferi, hisse senetlerinin takas ve saklanması işlemlerinde yaşanan riskler ve problemler depo sertifikasında yoktur (Yalçiner, 2008:91).

2.1.2. Alacak Hakkı Veren Enstrümanların Meydana Getirdiği Portföy Sermaye Hareketleri

Uluslararası piyasalara ihraç edilen tahviller, finansman bonoları ve mevduat sertifikaları portföy sermaye hareketlerinin alacak hakkı veren yatırımlar kısmını oluşturmaktadır. Uluslararası piyasalardan finansman sağlamak, kaynak kullanmak amacıyla hazine bonusu ve devlet tahvili ihracı gerçekleştirilmektedir. Ortaklık hakkı veren portföy sermaye hareketlerine göre, likidite derecesinin yüksekliği, risksiz varlık olarak kabul edilmeleri hazine bonusu ve devlet tahvillerini portföy sermaye hareketlerinin tercih edilir bir parçası haline gelmesini sağlamaktadır. Yurtiçi piyasalara ihraç edilen tahvillerin yanı sıra, uluslararası piyasalara yabancı tahvil ve Euro tahvil ihracı da gerçekleştirilmektedir. Yabancı tahviller; belirli bir yabancı paraya bağlı olarak düzenlenen ve ilgili yabancı paranın ait olduğu ülkede satışa sunulan tahvillerdir. Euro tahviller ise, aynı anda birden çok ülkede birden çok para birimiyle satışa sunulabilen tahvillerdir. Kredibilitesi yüksek şirketler tarafından, kısa vadeli kaynak ihtiyacını karşılamak üzere yabancı para birimi ile uluslararası piyasalara finansman bonusu ihracı, dolar cinsinden mevduat hesabı açtırılması yada tasarruf hesabına belirli bir miktar paranın yatırıldığını gösteren mevduat sertifikalarının alım-satım işlemleri de portföy sermaye hareketi yaratan, alacak hakkı veren enstrümanlar olarak ifade edilmektedir (Yalçınar, 2008:93).

Türkiye uygulaması yönünden değerlendirildiğinde, portföy sermaye hareketleri TC Merkez Bankası tarafından, yayınlanan ödemeler dengesi tablosunda ise, aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır¹⁰:

¹⁰ TC Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri İle Türkiye Uygulaması, 2008.

1. Varlıklar
 - 1.1. Genel Hükümet
 - 1.2. Bankalar
 - 1.3. Diğer Sektörler
2. Yükümlülükler
 - 2.1. Hisse Senetleri
 - 2.2. Borç Senetleri
 - 2.2.1. Merkez Bankası
 - 2.2.2. Genel Hükümet
 - 2.2.2.1. Yurtiçi
 - 2.2.2.2. Yurtdışı
 - 2.2.2.2.1. Borçlanma
 - 2.2.2.2.2. Geri Ödeme
 - 2.2.3. Bankalar

Varlıklar kalemi, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Verilere alım vaadiyle satım işlemleri ile yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlerden alım ve satımları da dâhildir. Sektörel ayrımı da yapılan bu verilerin kaynağı banka raporlarıdır.

Yükümlülükler kaleminde ise; yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve devlet iç borçlanma senetleri, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanmalar (örneğin Hazine Müsteşarlığının ihraç ettiği Eurobond'lar) izlenmektedir. Tahvil ihraçlarının veri kaynağı, TC Merkez Bankası ve banka raporlarıdır. Hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri saklama hizmeti veren bankaların raporlarından, menkul kıymet bazında, stok değer değişimlerinin kur ve fiyat değişimlerinden arındırılması yoluyla hesaplanmaktadır.

Tablo 8’de ödemeler dengesi istatistiklerinden portföy yatırımlarının varlık ve yükümlülükler kalemlerindeki değişim ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Tablo 8. Ödemeler Dengesi İçerisinde Portföy Yatırımlarının Ayrıntılı Sunumu (Milyon \$)

YILLAR	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Portföy Yatırımları	-4515	-593	2465	8023	13437	7373	717	-4.778
Varlıklar	-788	-2096	-1386	-1388	-1233	-4029	-2.063	-1.276
Genel Hükümet	-36	-42	-33	-25	-20	-42	-116	-32
Bankalar	-281	-1437	-932	-666	-1285	-3754	-1.844	-367
Diğer Sektörler	-471	-617	-421	-697	72	-233	-103	-877
Yükümlülükler	-3727	1503	3851	9411	14670	11402	2.780	-3.502
Hisse Senetleri	-79	-16	905	1427	5669	1939	5.138	716
Borç Senetleri	-3648	1519	2946	7984	9001	9463	-2.358	-4.218
Merkez Bankası	0	0	0	0	0	0	0	0
Genel Hükümet	-3645	1958	3123	7984	9351	9463	-2.358	-4.218
Yurtiçi	-3744	929	1614	6025	5934	6129	-3.281	-4.805
Yurtdışı	99	1029	1509	1959	3417	3334	923	587
Borçlanma	2148	3286	5265	5753	6489	5848	4.627	4.000
Geri Ödeme	-2049	-2257	-3756	-3794	-3072	-2514	-3.704	-3.413
Bankalar	-3	-439	-177	0	-350	0	0	0

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 16.05.2008.

Tablo 8’deki veriler incelendiğinde; varlıklar kaleminde, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım-satımını yaptıkları menkul kıymetler, pek istikrar görünmemektedir. Özellikle 2006 yılındaki yaklaşık dört milyar \$’lık açık dikkat çekicidir.

Yükümlülükler kaleminde, yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetleri, ise yıllık ortalama dört milyar dolarlık bir yatırım söz konusu olmaktadır. Bunun yaklaşık yarısı hisse senedi yatırımları, kalan yarısı ise devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yatırımlardan oluşmaktadır. Hisse

senedi yatırımları açısından değerlendirildiğinde 2008 yılındaki seviye 2003 yılından sonra görülen en düşük seviyedir. Yükümlülükler içerisinde öne çıkan diğer kalem ise, devlet iç borçlanma senedi ve tahvil gibi uluslararası piyasalara ihraç edilen borç senetleridir. Devlet iç borçlanma senetleri açısından bakıldığında ise 2008 yılı söz konusu dönemdeki en düşük seviyedir. Bu durum 2008 yılında patlak veren global kredi krizinin de bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Diğer taraftan Tablo 9'da BDDK tarafından üç ayda bir yayınlanan finansal piyasalar raporunun Aralık 2008 sayısında, 2005-2008 yılları arasında yurtiçi yerleşik¹¹ ve yurtdışı yerleşik¹² yatırımcıların Türkiye'deki portföy yatırım tercihleri gösterilmektedir.

¹¹ Türkiye'de bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, Türkiye içerisinde faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir.

¹² Yurtdışında bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, yurtdışında faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir.

Tablo 9. Yurtiçi Yerleşik ve Yurtdışı Yerleşik Yatırımcıların Türkiye'deki Portföy Yatırım Tercihleri (Milyon TL)

Yatırım Tercihleri-Yıllar	2005	2006	2007	2008
YURTIÇİ YERLEŞİKLER				
TL Mevduat	141.716	168.943	206.081	262.738
Döviz Tevdiat Hesabı	82.128	108.754	111.619	141.858
Kıymetli Maden Hesapları	96	250	163	344
Kat. Bnk. Top. Fonlar	8.369	10.788	14.626	18.638
Devlet İç Borçlanma Senetleri	55.276	55.781	56.852	63.237
Eurobond	5.348	5.413	4.309	4.867
Yatırım Fonları	29.374	22.012	26.381	23.979
Repo	1.486	2.202	2.733	2.199
Emeklilik Yatırım Fonları	1.219	2.821	4.558	6.042
Hisse Senedi	23.020	26.256	31.070	20.040
ARA TOPLAM	348.032	403.220	458.392	543.942
YURTDIŞI YERLEŞİKLER				
Hisse Senedi	33.483	35.083	69.876	41.541
Devlet İç Borçlanma Senetleri	17.528	24.512	30.363	18.241
Eurobond	634	555	378	602
Mevduat	3.434	4.186	4.984	6.553
ARA TOPLAM	55.079	64.336	105.601	66.937
GENEL TOPLAM	422.003	494.133	563.956	644.783

Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2008, Sayfa:18.

Tablo 9'daki veriler incelendiğinde yurtiçi yerleşik yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların her döneminde TL mevduat ve döviz tevdiat hesaplarında ciddi bir ağırlık bulunmaktadır. Söz konusu dönemde yatırımların ortalama % 44'lük kısmı TL mevduat, % 25'lik kısmı ise döviz tevdiat hesaplarında yer almaktadır. Bu durum yerli yatırımcıların risk almayı çok fazla sevmediği anlamına gelmektedir. Ayrıca yatırımların ortalama % 13'lük kısmı ise devlet iç borçlanma senetlerine yapılmaktadır. Hisse senedi yatırımları ise ortalama % 6'da kalmaktadır.

Yurtdışı yerleşik yatırımcılar açısından tablo incelendiğinde ise; yapılan yatırımların ortalama % 61'lik kısmı hisse senedi yatırımlarıdır ve yaklaşık 70 milyar TL ile rekor kırmıştır. Bunu ortalama % 32 ile devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yatırım izlemektedir. Bu durum yurtiçi

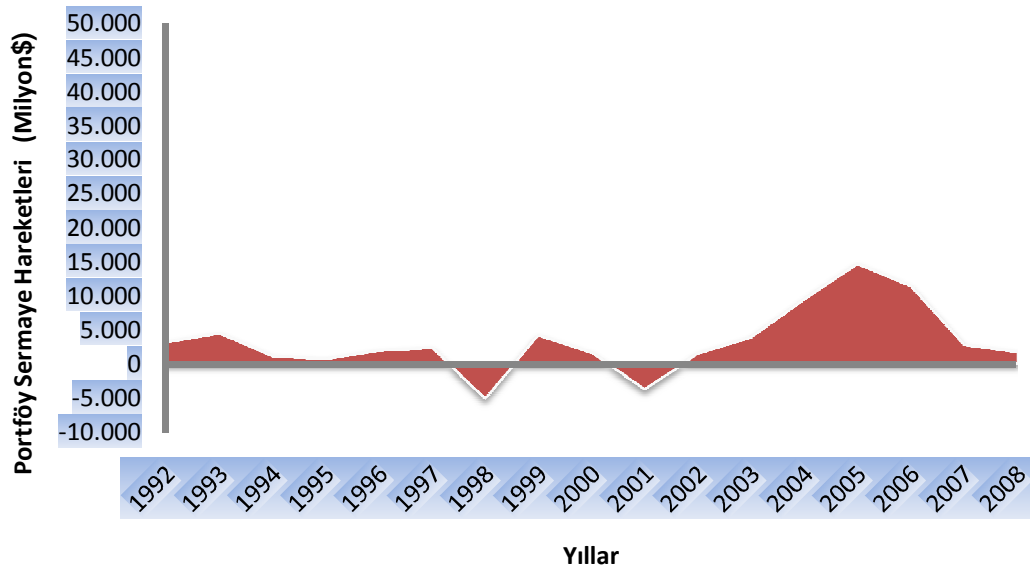
yerleşik yatırımcılarla kıyaslandığında, yurtdışı yerleşik yatırımcıların daha yüksek risk aldığı ve dolayısıyla daha yüksek getiri hedefledikleri ortaya çıkmaktadır.

2.2. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

1980 sonrası dönem sermaye piyasasının dolaylı olarak da portföy sermaye hareketlerinin gelişimi açısından bir dönüm noktası olmuştur. 24 Ocak İstikrar kararlarıyla başlayan dışa açılma ve finansal serbestleşme süreci sonucunda Türkiye'nin dış ticaret hacminde önemli artışlar meydana gelmiştir (Çetenak, 2006:37). Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 Sayılı Kararla yatırımların hacimlerinde önemli artışlar yaşanmıştır.

Grafik 6'da 1992 yılından itibaren Türkiye'deki portföy sermaye hareketlerinin gelişimi gösterilmektedir. Grafik 6'dan anlaşılabacağı üzere 1998 ve 2001 yıllarında portföy sermaye hareketlerinde sert düşüşler yaşanmıştır. Söz konusu yıllarda meydana gelen ekonomik krizlerin etkilerini açık bir biçimde görmekteyiz. 2005 yılında portföy sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Fakat bu artış uzun süre devam etmemiş ve devam eden yıllarda etkisini kaybetmiştir.

Grafik 6. Türkiye'ye Yönelik Portföy Sermaye Hareketleri



Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> , Erişim Tarihi: 21.01.2009.

Grafik 6'daki veriler incelendiğinde, portföy sermaye hareketlerinde bir istikrar görmemiz mümkün değildir. Nitekim, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de ve dünyada meydana gelen gelişmeler portföy sermaye hareketlerinde istikrarsız bir yapının oluşmasına sebebiyet vermektedir.

2.3. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Teknolojik gelişmelerle birlikte bireysel/kurumsal yatırımcılar tarafından alternatif piyasaların takibi kolaylaşmıştır. Finansal piyasalardaki gelişmeler yatırımcıların uluslararası piyasalarda daha karlı yatırım alternatiflerine yönelmesini sağlamıştır (Kurt, 2007:59). Fakat tüm yatırımcıları aynı kefedeki değerlendirmek yanlış olacaktır. Çünkü bireysel ve kurumsal yatırımcıların alternatif piyasalarda portföy yatırımı gerçekleştirme nedenleri farklılıklar arz etmektedir.

Bireysel yatırımcılar tarafından uluslararası piyasalarda portföy yatırımı yapılmasındaki temel amaç, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması ve getirinin arttırılması olmakta iken kurumsal yatırımcılar ise, sermaye maliyetlerini azaltmak ve fon teminini kolaylaştırmak için uluslararası piyasaları kullanmayı tercih etmektedirler. Nitekim, sermaye maliyetleri bir şirketin rekabet edebilmesi için oldukça önemlidir.

Yapılan araştırmalarda gelişmekte olan sermaye piyasalarına yapılan portföy sermaye hareketlerinin ülke tercihi konusunda beş önemli unsurun önemli yer tuttuğu sonucuna ulaşılmıştır (Sağlam, 2003:53):

- Siyasi İstikrar
- Hukuki Düzenlemeler
- Uluslararası Piyasalara Entegrasyon
- Makro-Ekonomik İstikrar
- Enformasyon Teknolojisi

2.3.1. Siyasi İstikrar

Bir ülkede yatırım yapılabilmesi için ülkenin siyasi yapısı ve istikrarı önemlidir. Nitekim, bir ülkenin siyasi sorunları ve bozuklukları yabancı yatırımcılar için güvensizlik ortamı oluşturur. Ayrıca siyasi nedenlerden dolayı uygulanan yüksek vergi uygulamaları ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamalar ülkeye yönelen yatırımcıları olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca devlet politikalarının sürekliliği de önemlidir. Sık gerçekleşen iktidar değişimleri ile devlet politikalarındaki istikrarsızlıklar uluslararası piyasalardaki güveni azaltır. Örneğin; Meksika'da yabancı yatırımcıların düzenli olarak artmasının temel nedenlerinden biri de aynı partinin uzun yıllar iktidar olması ve siyasi istikrar ortamını sürdürmesidir (Sağlam, 2003:54).

2.3.2. Hukuki Düzenlemeler

Bir ülkeye portföy yatırımlarının yönelmesinde önemli hususlardan biri de gerekli yasal altyapının oluşturulmasıdır. Yapılan hukuki düzenlemelerle finansal piyasaların serbestleştirilmesi sağlanmalıdır (Sağlamer, 2003:54). Özellikle finansal aracı kurumların uluslararası piyasalarda faaliyet göstermelerine ilişkin var olan kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesi hususunda etkin rol oynamaktadır.

Türkiye’de de bu amaçla 1980’li yıllardan sonra gerekli yasal alt yapının oluşturulması ile piyasa yabancı yatırımcılara açılmıştır ve gerçekleştirilen düzenlemelerle yatırımcılar için gerekli güven ortamı oluşturulmuştur.

2.3.3. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon

Uluslararası piyasalarla entegrasyonun sağlanması da portföy yatırımlarını etkileyen önemli bir unsurdur. Bu bütünleşmenin sağlanabilmesi için (Sağlamer, 2003:55):

- Kambiyo sistemi ve sermaye hareketleri düzene sokulmalı.
- Finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmeli.
- Finansal piyasalardaki menkul kıymet çeşitliliği arttırılmalı.
- Özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliği arttırılmalıdır.

2.3.4. Makro-Ekonomik İstikrar

Sermaye piyasalarında portföy sermaye hareketlerini arttırmak için istikrarlı, büyüme yanlısı makro-ekonomik politikaların izlenmesi son derece önemlidir. Bu amaçla yapılacaklardan birincisi, mali açıkların

kapatılmasıdır. Bu amaçla harcamaların kısılması ve gelirlerin artırılması gerekir (Sağlam, 2003:60). Harcamaların kısılması ve gelirlerin artırılması için; kamu harcamaları azaltılmalı, vergi sistemi basitleştirilmeli ve özellikle vergi kaçırmayı önleyici denetim mekanizmalarına işlerlik kazandırılmalıdır.

2.3.5. Enformasyon Teknolojisi

Portföy sermaye hareketlerini etkileyen unsurlardan bir diğeri de bilgi teknolojilerindeki gelişmişlik düzeyidir. Nitekim günümüzde yatırım işlemleri bilgisayar sistemleri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Dünyanın bir ucundaki yatırımcı bu şekilde dünyanın başka ucundaki bir ülkede yatırım yapabilmektedir. Bir ülkedeki sermaye piyasasının bu denli gerekli bir teknolojik altyapıya sahip olmaması yatırımlar önündeki en büyük engeldir.

2.4. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN FAYDALARI

Portföy sermaye hareketlerini cazip kılan hususlardan biri, uluslararası piyasalarda birçok potansiyel getiri imkanı bulunmasıdır. Bu imkanlar yatırımcıları portföy sermaye hareketlerine yönlendiren önemli itici güçler olarak ifade edilebilir. Portföy sermaye hareketlerini yatırımcılara cazip kılan itici güçleri; yabancı piyasaların büyümesinde pay sahibi olunması, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla riskin azaltılması ve getirinin arttırılması, düşük korelasyona sahip ülkelerde daha yüksek getiri elde etme imkanının ortaya çıkması şeklinde ifade etmemiz mümkündür (Bartram ve Dufey, 2001:12).

Daha önce yapılan çalışmalarda portföy sermaye hareketlerinin faydaları ile ilgili çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır. Sermaye piyasalarının serbestleşmesi fikrinin savunucuları tarafından portföy sermaye

hareketlerinin faydaları ile ilgili olarak portföy sermaye hareketlerinin yerel piyasanın etkinliğini ve likiditesini arttırdığı görüşü ortaya atılmıştır (Adabag ve Ornelas, 2004:4).

Henry (2000), Bekaert ve Harvey (2002), Kim ve Singal (2000) tarafından yapılan çalışmalarda ise portföy sermaye hareketlerinin faydaları ile ilgili olarak piyasanın serbestleşmesinden sonra anormal getiri oluşup oluşmadığı incelenmiştir. Bu çalışmalarda mevcut şirketler kadar yeni kurulan şirketlerin de yabancı yatırımcılar aracılığı ile daha kolay sermaye bulabildiği, yabancı yatırımcıların piyasaya girmesinin yerel piyasanın likiditesini ve risk paylaşımını arttırdığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Diğer bir faydası ise, piyasanın daha düzenli ve kurallı bir şekilde işlemesini sağlamasıdır. Çünkü yabancı yatırımcılar yatırım yapılan piyasanın daha düzenli ve kurallı bir şekilde işlemesini tercih etmektedir. Bu kurallar ise öncelikle piyasadan elde edilecek bilginin kaliteli olması ile ilgilidir (Adabag ve Ornelas, 2004:4). Bu sayede finansal piyasalar daha objektif bilgiye ulaşmayı sağlayacak ve dünya standartlarına uygun bir yapının oluşması sağlanacaktır.

2.5. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ ÖNÜNDEKİ ENGELLER

Portföy sermaye hareketleri önündeki engelleri genel riskler ve kurumsal sınırlamalar şeklinde iki farklı açıdan ele alabiliriz (Bartram ve Dufey, 2001:37):

2.5.1. Genel Riskler

Portföy sermaye hareketleri önündeki engellerden biri olan genel riskleri, ülke riski ve döviz kuru riski olarak iki şekilde ifade edebiliriz (Bartram ve Dufey, 2001:37):

2.5.1.1. Ülke Riski

Ülke riski genel olarak, transfer riskleri (sermaye akışlarındaki sınırlamalar), işletme riskleri (yönetim ve işletme faaliyetlerindeki kısıtlamalar), mülkiyet-kontrol risklerini (mülkiyet ve yönetsel kontrollerle ilgili devlet politikaları) kapsamaktadır. Ülke riski ayrıca döviz kontrolleri olasılığı, mal varlıklarının kamulaştırılması, vergi politikalarındaki değişimler yada ülkedeki mevcut iş çevresindeki diğer değişimleri de kapsamaktadır (Bartram ve Dufey, 2001:41).

Yabancı ülkelerdeki politik ve ekonomik gelişmeler hususunda genel belirsizlikler ve hükümet faaliyetlerinden dolayı oluşan hata riski de ülke riskinin kapsamı içerisindedir (Bartram ve Dufey, 2001:41). Bu risklerin üstesinden gelebilmek için yatırımcının ülkenin ekonomik büyüme için beklentilerini, politik gelişmeleri ve ödeme trendlerinin dengesini değerlendirmesi gerekir.

2.5.1.2. Döviz Kuru Riski

Yabancı yatırımcıların karşılaştığı genel risklerden biri de döviz kuru riskidir. Yatırımcının karşılaştığı döviz kuru riskini bir örnekle açıklamak gerekirse; yatırımcının Türkiye’de çıkarılan hazine bonosuna yatırım yapmak için elindeki yabancı parayı Türk Lirasına dönüştürüp hazine bonosu alımı yaptığını düşünelim. Belirli bir süre sonra yatırımcının elindeki hazine bonosunu satıp ülkesine dönmek istediğini varsayalım. Şayet yatırımcı elindeki yabancı parayı Türk Lirasına çevirirken söz konusu kurda bir değişme yoksa karlı bir yatırım yapmıştır diye düşünebiliriz fakat eğer Türk Lirası yabancı para karşısında değer kazanmışsa söz konusu kar, zarara dönüşebilir. İşte yatırımcının karşılaştığı döviz kuru riskini bu şekilde ifade edebiliriz.

2.5.2. Kurumsal Sınırlamalar

Kurumsal sınırlamalar genel olarak hükümet tarafından üzerinde durulan; vergilendirme, döviz kontrolleri, sermaye piyasası kontrolleri gibi kısıtlamaları içine alan sınırlamaları ifade etmektedir (Bartram ve Dufey, 2001:43). Bu sınırlamaların tek bakış açısı ile değerlendirilmesi doğru olmayabilir (Somuncu, 2005:43). Örneğin; bir ülkedeki vergilendirme politikaları portföy sermaye hareketleri önünde bir sınırlama gibi dururken, bu gibi bir durumun söz konusu olmadığı ülke için bu durum bir avantaj oluşturabilmektedir.

2.5.2.1. Vergilendirme

Vergilendirme politikaları portföy sermaye hareketleri için özendirici olabileceği gibi engelleyici de olabilmektedir (Bartram ve Dufey, 2001:44). Vergilendirme konusunda gerekli yasal düzenlemeler yerel hükümet tarafından yapılmaktadır ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Vergilendirme konusunda mevzuatların karmaşık olması portföy sermaye hareketlerini etkileyen önemli sınırlamalardan biridir.

İngiltere ve Singapur gibi ülkelerde yerleşik yatırımcıların uluslararası piyasalarda yaptıkları tahvil yatırımları ülkeye dönerken vergi süzgecinden geçmektedir. Ayrıca uluslararası portföy sermaye hareketlerine yönelik vergi düzenlemelerini ortadan kaldırarak bu tür yatırımlara zemin hazırlayan Lüksemburg, Malta, Karayip Adaları gibi ülkelerde mevcuttur (Somuncu, 2005:44).

2.5.2.2. Döviz Kontrolleri

Uluslararası portföy sermaye hareketlerine konu olan ülkedeki sermayenin yurtdışına çıkışını engellemek amacıyla söz konusu ülke

tarafından döviz kontrolü ile sınırlandırmaya gidilmektedir. Bu konu ile ilgili Japonya'yı örnek gösterebiliriz. Çünkü Japonya'da 1970'lere kadar uygulanan döviz kontrolleri ile yerleşik yatırımcıların uluslararası piyasalardan menkul kıymet alım-satımı engellenmiştir (Bartram ve Dufey, 2001:48).

2.5.2.3. Sermaye Piyasası Düzenlemeleri

Birincil ve ikincil piyasalarla ilgili yapılan düzenlemeler ve oluşturulan kurallar yatırımcıların korunması için gereklidir. Dünyada bu konuda oluşturulan kurullar mevcuttur. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri için Securites and Exchange Commission (SEC), Türkiye için Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) gibi sermaye piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin denetim ve kontrolü, bilgi kullanıcılarına güvenli bilgi aktarılması piyasadaki yerli ve yabancı yatırımcılar için ve piyasanın güvenilirliği için oldukça gereklidir.

Fakat bu kurullar tarafından yapılan düzenlemeler ülkedeki portföy sermaye hareketlerinin arttırılması için gerçekleştirilmeyebilir. Nitekim, yapılan düzenlemelerle ulusal şirketlerdeki yabancı sermaye payına kısıtlama getirilebilir. Örneğin, Amerika Birleşik Devletlerinde sigorta şirketlerinin portföylerinin yabancı menkul kıymetlerde değerlendirilmesine yapılan düzenlemelerle oransal kısıtlama getirilmiştir. Yada emeklilik fonlarının tamamının yabancı menkul kıymetlerde değerlendirilmesi kısıtlanmıştır (Bartram ve Dufey, 2001:50).

2.5.2.4. İşlem Maliyetleri

Yurtiçi piyasalarla karşılaştırıldığında genellikle yabancı piyasalardan menkul kıymet alım-satımı ile ilgili işlem maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Bu durum portföy sermaye hareketleri üzerinde bir

kısıtlama oluşturmaktadır. Yabancı piyasalarda gerçekleştirilen işlemler aracı firmalar için daha maliyetlidir. Çünkü uluslararası piyasalara erişim masraflı olmaktadır.

Aynı durum fiyatlar hakkındaki bilgiler, piyasa hareketlenmeleri, şirketler ve endüstriler için teknik donanım ve ticarete aktif olarak katılmak zorunda olan herkes için geçerlidir. Ayrıca genel yönetim masrafları, bankalar arası veri transfer maliyetleri de buna dâhildir (Somuncu, 2005:45). Bu nedenle aracı kurumlar tarafından yapılan bu masraflar müşterilere yansıtılmaktadır.

2.5.2.5. Yabancı Pazarları Tanıma

Yurtdışına yatırım yapanların yabancı piyasa ile ilgili bazı bilgilere sahip olması gerekir (Bartram ve Dufey, 2001:52). Kültürel farklılıklar, ticari prosedür, zaman aralıkları, raporlama yöntemleri gibi yabancı şirketlerin performansını ve ekonomik yapısını anlayabilmek için yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla çaba sarf etmek gerekmektedir. Mevcut bilginin sunumunda kullanılan muhasebe standart ve yöntemleri, yatırımcının kendi ülkesindeki uygulamalar ile benzer özelliklere sahip olmayabilir.

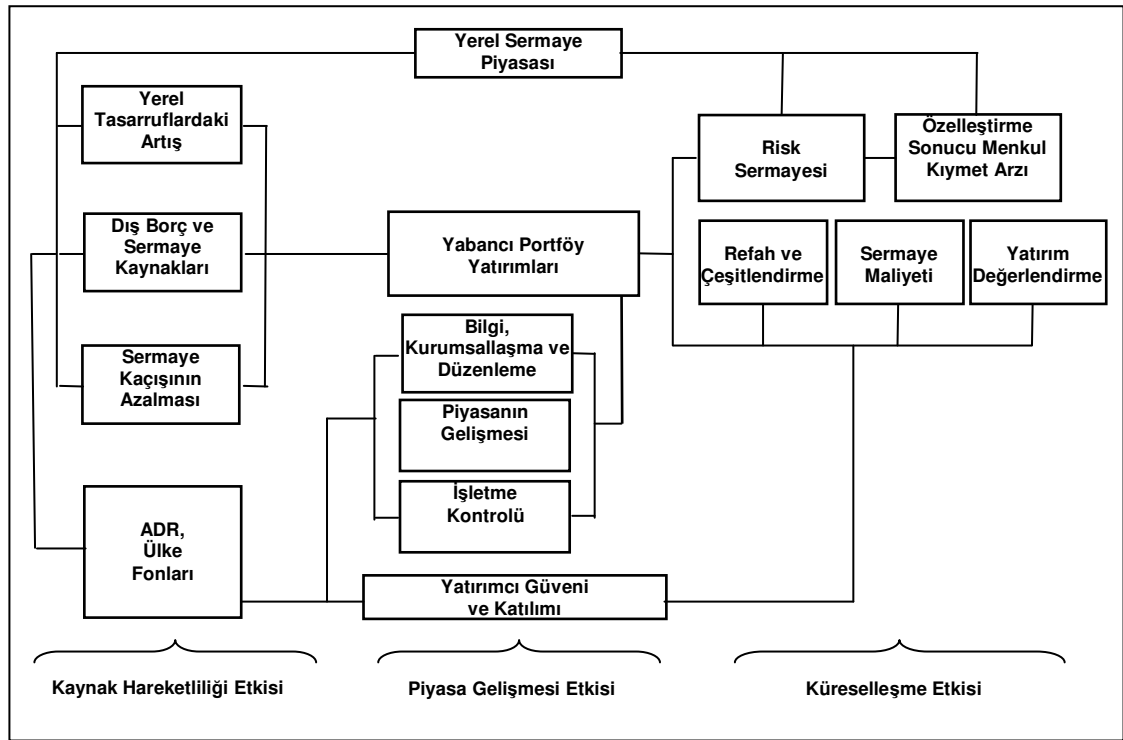
Bazen ise söz konusu kültürel farklılıklar basit bir engelden ziyade daha çok psikolojik bir engeli ifade etmektedir. Engelleri aşmak ve olası kazançlardan yararlanmak için uygun zamanı yabancı piyasaları incelemek için ayırmak faydalı olacaktır. Aslında, yabancı piyasa riskinin algılanması gerçekte olduğundan daha yüksek olabilir (Bartram ve Dufey, 2001:53). Fakat yine de yabancı menkul değerler, çeşitlenebilir riski ortadan kaldırmak suretiyle toplam portföy riskinin azaltılması sağlanabilir.

2.6. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Portföy sermaye hareketlerinin etkilerini farklı açılardan ele almamız mümkündür. Nitekim, neo klasik iktisat teorisine göre, gelişmiş ülkelere yönelen portföy sermaye hareketlerindeki artış, tasarrufların global açıdan daha verimli dağılmasına ve sermaye verimliliğinin yüksek olduğu alanlarda değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır (Çetenak, 2006:30). Dolayısıyla, ekonomik büyümeyi ve refah düzeyini artırıcı bir etki sağlamaktadır. Dünya geneli dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında ise, portföy sermaye hareketlerindeki bir artış, yatırımlara finansman sağlayarak daha yüksek gelir seviyesine ulaşılmasına, uluslararası ticaretin artmasına, yatırımların risklerinin dağıtımına olanak sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen portföy yatırımları, söz konusu ülkelerin gerçekleştirdiği borçlanma ile ortaya çıkan ağır faiz yükleri altında ezilmelerine de bir şekilde engel olmaktadır. Portföy sermaye hareketlerinden sağlanan fonlar, ödemeler dengesine katkı sağlamaktadır. Fakat özellikle bütçe açığı ve yüksek enflasyonun hakim olduğu ekonomilerde portföy sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri de olabilmektedir (Başoğlu, 2000:96). Şöyle ki; söz konusu ülkelere portföy yatırımı yapılabilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz ve risk primi bileşimini sağlaması ve devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olması gerekmektedir. Bu durum ise yüksek reel faizler ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticarete konu olan mallarda nispi fiyat yapısı olumsuz etkilenecek dış ticaret dengesi bozulmaktadır. Bu şartlarda faiz ve kur politikaları alışılmış işlevlerini yitirmekte ve sermaye hareketlerine tabi hale gelmektedir.

Şekil.1’de portföy sermaye hareketlerinin etkisi; sermaye piyasasının gelişmesi, kaynak hareketliliği ve küreselleşme etkisi şeklinde üç şekilde ifade edilmektedir.



Şekil 1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkisi

Kaynak: Errunza, Vihang. “Foreign Portfolio Equity Investment, Financial Liberalization and Economic Development”, Review of International Economics, 2001, 9(4), Sayfa: 710.

Portföy sermaye hareketleri ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında karşılıklı sermaye akışı, risk paylaşımı sağlanmakta ve kaynak ihtiyacı karşılanmaktadır. Gerekli portföy sermaye akımları doğrudan sağlanabileceği gibi, ADR ve ülke fonları yardımıyla da sağlanabilmektedir. Bir ülkede portföy yatırımların artışı ile birlikte yabancı yatırımcılar tarafından zamanında ve kaliteli bilgi, elverişli piyasa koşulları

ve azınlık haklarının korunması ile ilgili düzenlemeler talep edilmektedir. Bu şekilde piyasanın gelişmesi ve şeffaflaşması sağlanmaktadır. Yabancı yatırımcıların katılımı ile birlikte yerel yatırımcılar arasında güven duygusu oluşmaktadır. Daha etkin bir piyasa ortamı sağlanmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının küreselleşme etkisi ile birlikte ise; sermaye maliyetlerinin azalması, yeni projelerin hayata geçirilmesi ve yerel yatırımcıların refah düzeyindeki artış ele alınabilir. Portföy sermaye hareketlerindeki artışla birlikte sermaye maliyetlerinde belirgin bir azalma meydana gelmektedir. Çünkü belirli bir gelişmekte olan piyasayı dünya piyasalarından tamamen ayrı düşündüğümüzde, bir firmanın piyasadan beklediği getiri yerel piyasa riskine bağlı olacaktır. Sermaye kontrollerinin kaldırılmasından önce ise menkul kıymet ticareti tamamen yerel yatırımcıların kontrolü altında yapılacaktır. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ve uluslararası piyasalarla entegrasyonla birlikte beklenen getiri global piyasa riskine bağlı olacaktır. Ayrıca global piyasa riskinin, yerel piyasa riskinden küçük olacağı düşünüldüğünde sermaye maliyetlerinin azalması beklenen bir sonuç olarak karşımıza çıkacaktır. Yani globalleşme ile birlikte sermayenin maliyetinde belirgin bir azalma yaşanacağı açıktır. Sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara açılmasıyla birlikte bir ülkedeki projelere yada yatırımlara da işlerlik kazandırılacaktır. Nitekim, dış dünyaya kapalı bir piyasada risk yüksek olduğundan bazı projelerin yada yatırımların hayata geçirilmesi mümkün olmamaktadır. Fakat yerel piyasanın dış dünyaya açılmasıyla birlikte risk düzeyinde belirgin bir düşüş yaşanacak ve önceki dönemlerde hayata geçirilmesi uygun olmayan projeler yada yatırımlar hayata geçirilebilecektir. Portföy sermaye hareketlerinin küreselleşme etkisi içerisinde değerlendirilebilecek son husus menkul kıymet çeşitlendirmesinin yapılabilmesidir. Nitekim bu sayede yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından uluslararası piyasalarda menkul kıymet alım satımı yapılabilecek, çeşitlendirme ile birlikte getiride artış sağlanabilecektir.

Dolayısıyla, yerel piyasalardaki yatırımcıların elde ettiği getirideki artış onların hayat standartlarının yükseltilmesine olumlu katkı sağlayacaktır.

Portföy sermaye hareketlerinin yukarıda ifade edilen olumlu etkileri yanında bazı yazarlar tarafından olumsuz etkileri üzerinde de durulmuştur. Örneğin, Kara (2001) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ifade edilen sıcak para ile birlikte yüksek maliyetle borçlanma ve reel kesimde küçülme meydana geleceği, devletin para, maliye ve gelir politikalarının işlemez hale geleceği ve sonuçta ekonomik krizlerin kaçınılmaz olacağı ifade edilmiştir.

2.6.1. Dünya'daki Etkileri

Portföy sermaye hareketlerinin etkileri ile ilgili olarak değişik ülkelerde çok çeşitli araştırmalar yapılmıştır.

Corbo ve Hernandez (1994) tarafından yapılan çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği ve bu sebepten ötürü kontrol edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Levine ve Zervos (1996) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, sermaye piyasalarının gelişimi ile ekonomik gelişme arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucu; yabancı sermaye yatırımlarının, sermaye piyasasının gelişimine olumlu katkı sağladığı ve dolaylı olarak da uzun dönemde ekonomilerin gelişmesinde etkili olduğu ifade edilmiştir.

Rajan ve Zingales (1998) tarafından yapılan bir başka çalışmada da Levine ve Zervos'un çalışmasında olduğu gibi; finansal sektörün gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon bulunmuştur.

Rodrik ve Velasco (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Akyüz ve Conford (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, uluslararası sermaye hareketlerinin yarattığı istikrarsızlıklara değinilmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye bağımlı olduklarından dolayı finansal kriz ve diğer istikrarsızların etkilerine daha fazla maruz kaldığı ifade edilmiştir.

Choe, Kho ve Stulz (1999) tarafından Kore Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin söz konusu borsada istikrar bozucu etkilerinin olduğu yönünde bir kanıt rastlanmamıştır. Karolyi (2002) tarafından Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada da aynı sonuca ulaşılmıştır.

Lin, Lee ve Chiu (2008) tarafından Tayvan Menkul Kıymetler Borsasında gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin piyasa volatilitesini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Jianxin (2007) tarafından Tayland ve Jakarta Menkul Kıymet Borsalarında gerçekleştirilen çalışmada da, portföy sermaye hareketleri ile piyasa volatilitesi arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.

2.6.2. Türkiye'deki Etkileri

Portföy sermaye hareketlerinin etkileri ile ilgili olarak dünyada olduğu gibi Türkiye'de de çeşitli çalışmalar yapılmıştır.

Celasun ve Denizer (1999) tarafından yapılan çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin kamu tüketim harcamaları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı fakat özel tüketim harcamalarını açıklamada anlamlı bir değişken olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Uluengin ve Yentürk (2001) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Türkiye'deki toplam harcamalar içerisinde yabancı tasarrufların etkisi incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucu, yabancı tasarrufların tüketim üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Akyüz ve Boratav (2002) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, portföy sermaye hareketlerinin büyümeye olan etkisi incelenmiştir. Portföy sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İnsel ve Sungur (2003) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye ekonomisindeki uluslararası sermaye hareketlerinin; GSMH, büyüme oranı, resmi rezervler, cari açık gibi çeşitli seçilmiş makro ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucu, sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde volatilitiyi arttırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve ülke ekonomisinde istikrarsızlığın artmasında önemli rol oynadığı ifade edilmiştir.

Cihan (2005) tarafından yapılan çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tasarruf açığı bulunan gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik büyümeyi sağlama, yatırımları ve bununla birlikte istihdamı ve teknolojik gelişmeyi artırma gibi olumlu etkilerine karşın, özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerinin ekonomik altyapısı zayıf olan birçok ülkede, makroekonomik dengeleri bozduğu ve büyük ekonomik daralmalara yol açtığı görülmüştür.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise; reel faiz oranları ile net yabancı portföy sermaye hareketleri arasındaki

ilişki incelenmiştir. Yapılan analizler sonucu, bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğunu destekleyen bulgulara ulaşılmıştır.

Örnek (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yarattığı; kısa vadeli sermaye akımlarının ise, kısa ve uzun vadede, yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki yarattığı bulunmuştur.

2.7. PORTFÖY SERMAYE HAREKETLERİ İLE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Literatürde, portföy sermaye hareketlerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik farklı hipotezler ortaya konulmuştur (Çetenak, 2006:49). Bunlar; taban genişletme hipotezi, beklenen-beklenmeyen akım hipotezi, geribildirim hipotezi ve fiyat baskısı hipotezidir.

2.7.1. Taban Genişletme Hipotezi

Taban genişletme hipotezine göre, yabancı portföy yatırımlarının artmasıyla birlikte yatırımcı tabanında bir genişleme ortaya çıkacaktır ve riskin paylaşımı nedeniyle risk primlerinde bir azalış meydana gelecektir. Azalan risk primi sayesinde ise, hisse senedi fiyatlarında kalıcı bir artış gerçekleşecektir. Warther (1995) ABD'ye yönelen yabancı fon akımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, bu hipotez lehinde sonuçlar bulmuştur. Clark ve Berko (1997)'da, çalışmalarında, Meksika hisse senetleri fiyatları ile yabancı alımları arasında benzer bir ilişki bulmuştur.

2.7.2. Beklenen-Beklenmeyen Akım Hipotezi

Yabancı yatırımların devamlılığının olması nedeniyle, piyasada zamanla bu yatırımlara verilen tepkiler önceden fiyatlara yansıtılacaktır. Bir başka deyişle, yabancı yatırımcı düzeyini önceden tahmin eden yerli yatırımcılar, söz konusu menkul kıymetler ile ilgili fiyat değerlendirmesini ona göre yapacaktır. Beklenen düzeyde bir giriş yaşandığında söz konusu giriş fiyatlar üzerinde anlamlı bir etki sağlamayacaktır. Fakat önceden tahmin edilemeyen düzeyde sermaye girişi yaşandığında, söz konusu girişler piyasada fiyat tepkisi ile karşılaşacaktır. Clark ve Berko (1997)'ya göre taban genişletme hipotezi paralelinde, gelecek yabancıları önceden tahmin eden yatırımcılar bu beklentilerini fiyatlarına yansıtacak, ancak beklenmeyen bir yabancı girişi olduğunda bu fiyatlar revize edilerek, artan likidite nedeniyle fiyatlar artış yönünde hareket edecektir.

2.7.3. Geribildirim Hipotezi

Trend takip etme yada momentum yatırımı olarak da ifade edilen geribildirim hipotezine göre; yatırımcılar piyasa davranışlarını önceki dönemlerde gerçekleşen fiyatlara göre belirlemektedir. Örneğin; yatırımcılar fiyatlar yükselirken hisse senedi alımı yapmakta, fiyatlar düşerken daha önce alınan hisse senetlerini satmaktadır yada bunun tam tersi yatırım stratejisini benimsemektedirler.

Choe, Kho ve Stulz (1999) tarafından yapılan çalışmada, Kore ekonomik krizinden önceki dönemde yabancı yatırımcıların trend takip etme yatırım stratejisini izledikleri fakat kriz dönemi boyunca yabancı yatırımcıların bu yatırım stratejisini terk ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Grinblatt ve Keloharju (2000) tarafından yapılan çalışmada ise, yabancı yatırımcıların geçmişte kazanan hisse senetlerini satın aldıkları, kaybeden

hisse senetlerini ise sattıkları yani trend takibi eğiliminde oldukları, yerli yatırımcıların ise bunun aksine bir eğilim izledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Froot, O'Connell ve Seasholes (2001) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise, günlük veriler kullanılarak yabancı yatırımcıların beklenmedik ölçüde yüksek getirilere bakarak gelişmekte olan piyasalara girdiklerini ve beklenmedik ölçüde düşük getirilere bakarak piyasadan çıktıklarını bulunmuştur. Bu araştırmalarda söz konusu araştırmacılar yatırımcıların piyasaya girişlerini takiben endeksin yükseldiğini, çıkışları takiben endeksin düştüğünü tespit etmiştir ve bu durumu yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olmamalarına bağlamıştır.

2.7.4. Fiyat Baskısı Hipotezi

Bu hipoteze göre ise, özellikle gelişmekte olan piyasalar için büyük hacimlerde olan portföy yatırımları, bu piyasaların sığ olması ve likiditesinin düşük olması nedeniyle fiyatlar üzerinde baskı yaratır ve fiyatlarda yapay artışlar meydana getirir. Fiyatlardaki bu artış yukarı yönlü bir hareketin oluşmasına sebep olur. Daha sonra belli bir süre içinde fiyatlar eski seviyesine döner. Daha açık bir biçimde ifade etmek gerekirse; yabancı sermaye girişi ile piyasalarda yaşanan fiyat artışı geçicidir.

Warther (1995) tarafından ortaya atılan bu hipotez, Clark ve Berko (1997) tarafından Meksika Hisse Senedi Piyasası için test edilmiş ancak bu piyasada fiyat baskısı olduğu yönünde bir bulguya rastlanmamıştır. Benzer şekilde Dahlquist ve Robertson (2004) tarafından yapılan çalışmada da fiyat baskısı hipotezi reddedilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB BORSA ENDEKSİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN ETKİSİNİN ANALİZİ

İMKB Borsa Endeksinde yabancı yatırımcıların etkisinin analiz edileceği bu bölümde, öncelikle literatürde daha önce yapılan çalışmalara değinilecektir. Ardından çalışmanın amacı, literatüre katkısı, kısıt ve varsayımları incelenecektir. Devam eden kısımlarda ise, ekonometrik analizde kullanılacak veri kümesi ve değişkenler tanımlanacak, ekonometrik analizin gerçekleştirileceği modelin teorik yapısı incelenecek ve yapılan analiz sonucu ortaya çıkan bulgular yorumlanacaktır.

3.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Portföy yatırımları ile ilgili yapılan çalışmalarda 1990'lı yıllardan itibaren hızlı bir artış yaşanmıştır. Özellikle gelişmekte olan sermaye piyasalarında yabancı yatırımcıların ağırlığının artması ve piyasalara yön verir hale gelmesi araştırmacıları portföy yatırımlarının sermaye piyasaları üzerindeki etkilerini değişik açılardan incelemeye yöneltmiştir.

Bazı araştırmacılar sermaye piyasalarındaki liberalizasyon hareketlerinin menkul kıymet getirileri üzerindeki etkilerini, uluslararası çeşitlendirmenin piyasalar üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Ayrıca portföy yatırımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasaları üzerindeki etkilerini, portföy yatırımcılarının yatırım stratejilerini çeşitli dönemlerde ele alan çalışmalar da bulunmaktadır.

Brennan ve Cao (1997) tarafından yapılan çalışmada, dört gelişmiş ülke (Kanada, Almanya, Japonya ve İngiltere) ile ABD arasındaki portföy sermaye hareketleri 1982-1994 arası dönemde, üçer aylık veriler

kullanılarak, incelenmiştir. Çalışmada ABD’de yerleşik yatırımcıların yabancı hisse senedi piyasalarındaki alımları ile yabancı yatırımcıların ABD’deki hisse senedi piyasalarındaki alımları incelenmiştir. Ayrıca 1989-1994 arası dönemde ABD’de yerleşik yatırımcıların 16 gelişmekte olan ülkenin hisse senedi piyasalarındaki net alımları da incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, yerli yatırımcıların kendi piyasaları ile ilgili yabancı yatırımcılardan daha fazla bilgi avantajına sahip oldukları bulunmuştur. Ayrıca yatırımcıların getirinin yüksek olduğu dönemlerde yurtdışı piyasalardaki hisse senetlerini satın alma, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise satma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Choe, Kho ve Stulz (1999) yaptıkları çalışmada Kasım 1996 ile Aralık 1997 arasındaki dönemi dikkate alarak yabancı yatırımcıların Kore Menkul Kıymetler Borsası’nda istikrar bozucu bir etkiye sahip olup olmadıklarını incelenmiştir. Kore ekonomik krizinden önceki dönemde yabancı yatırımcıların trend takip etme yatırım stratejisini izledikleri fakat kriz dönemi boyunca yabancı yatırımcıların bu yatırım stratejisini terk ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca incelenen dönem içerisinde yabancı yatırımcıların Kore Menkul Kıymetler Borsası’nda istikrar bozucu etkilerinin olduğuna yönelik bir kanıt bulunamamıştır.

Grinblatt ve Keloharju (2000) tarafından yapılan çalışmada, Aralık 1994-Aralık 1996 dönemi baz alınarak Finlandiya Menkul Kıymetler Borsası’nda yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ve performansları incelenmiştir. Yabancı yatırımcıların geçmişte kazanan hisse senetlerini satın aldıkları, kaybeden hisse senetlerini ise sattıkları yani trend takibi eğiliminde oldukları, yerli yatırımcıların ise bunun aksine bir eğilim izledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara nazaran daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir.

Froot, O'Connell ve Seasholes (2001) tarafından yapılan çalışmada, Ağustos 1994-Aralık 1998 arası dönemde, içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu, 44 ülkeye (16 gelişmiş ve 28 gelişmekte olan ülke) yapılan uluslararası portföy sermaye hareketlerindeki değişim günlük veriler kullanılarak incelenmiştir. Portföy sermaye hareketlerinin, geçmiş dönemlerde elde edilen getirilerden güçlü bir biçimde etkilendiği ve bunun yatırımcıların trend takip etme¹³ yada momentum yatırımı stratejisini izlediklerini doğruladığı bulunmuştur. Ayrıca, portföy sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalardaki gelecek dönem getirisini tahmin etme gücüne sahip olduğu ve yerel hisse senedi fiyatlarındaki değişimin portföy sermaye akışlarına duyarlı olduğu tespit edilmiştir.

Karolyi (2002) Tokyo Menkul Kıymetler Borsasında yabancı yatırımcılar ile ilgili yaptığı çalışmada, Ocak 1995-Mart 2001 arasındaki dönemi haftalık veriler kullanarak incelemiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, yabancı yatırımcıların Asya krizi öncesi ve sonrasında trend takip etme yatırım stratejisini benimsedikleri fakat Japon bankaları, mali kuruluşlar, yatırım ortaklıkları ve yatırım şirketleri tarafından bu yatırım stratejisinin kullanılmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca Asya krizi boyunca yabancı yatırımcıların piyasa üzerindeki istikrarı bozucu etki sağladıklarına yönelik bir kanıt bulunamamıştır.

Menkul Kıymetler Borsalarında yabancı yatırımcıların etkinliği ve yatırım stratejisini inceleyen bir diğer çalışmada, Kim ve Wei (2002) Aralık 1996-Haziran 1998 arasındaki dönemi, aylık veriler kullanarak, incelemiştir. Bu çalışmayı diğerlerinden ayıran en önemli fark yabancı yatırımcıların; yerleşik ve yerleşik olmayan kurumsal yatırımcılar, yerleşik ve yerleşik olmayan bireysel yatırımcıların şeklinde dört ayrı kategoride gruplandırılmasıdır. Yapılan incelemeler sonucu Kore'de yerleşik yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcıların, Kore'de yerleşik olmayan yabancı

¹³ Positive Feedback Trading

kurumsal ve bireysel yatırımcılara nazaran daha az trend takip etme yatırım stratejisini benimsedikleri ve sürü psikolojisinden uzak oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Kore Menkul Kıymetler Borsası piyasa kapitalizasyonu içerisinde yabancı yatırımcıların payı küçük olduğundan (%15) fiyatlar üzerindeki muhtemel etkileri daha küçük olduğu, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülke menkul kıymetler borsaları piyasa kapitalizasyonu içerisindeki payının artması ile bu etkinin artacağı sonucuna da ulaşılmıştır.

Dahlquist ve Robertsson (2004) tarafından yapılan çalışmada yabancı yatırımcıların İsveç Menkul Kıymetler Borsası üzerindeki etkinliği, 1993-1998 yılları arası aylık veriler kullanılarak, incelenmiştir. Yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ile piyasa getirisi arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Piyasaların serbestleşmesini izleyen dönemde net yabancı alımlarının fiyatlar üzerinde kalıcı bir artış, sermaye maliyetleri üzerinde ise bir azalış yarattığı, yabancı yatırımcıların daha çok büyük ve iyi bilinen firmalara yatırım yaptığı ve yabancı yatırımcıların hisse senetlerinin geçmiş dönem getirilerinden etkilendikleri sonuçlarına da ulaşılmıştır.

Kamesaka, Nofsinger ve Kawakita (2003) ,daha önce Karolyi (2002) tarafından incelenen Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda, daha uzun bir zaman aralığını dikkate alarak, Ocak 1980-Ekim 1997, haftalık verilerle yabancı yatırımcıların etkinliğini incelemişlerdir. Yapılan çalışmada yatırımcılar; yabancı yatırımcılar, Japon bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar (bankalar, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıklar,aracı kuruluşlar¹⁴ gibi) şeklinde sınıflandırılmıştır. Yapılan incelemeler sonucu banka, yabancı yatırımcı ve aracı kuruluşların performansının Japon kişisel yatırımcılara nazaran daha yüksek olduğu, yabancı yatırımcıların trend takip etme yatırım stratejisini benimsedikleri ve yüksek getiri elde

¹⁴ Security Firm

ettikleri, Japon bireysel yatırımcıların aynı yatırım stratejisini kullanmasına rağmen daha düşük getiri elde ettikleri sonucuna ulaşmıştır.

Uluslararası sermaye hareketleri ve portföy yatırımcıları ile ilgili olarak Griffin, Nardari ve Stulz (2003) tarafından yapılan çalışmada dokuz gelişmekte olan ülke¹⁵, günlük veriler kullanılarak, incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; bir ülkeye sermaye akışı ülkede mevcut hisse senedi piyasası getirisi ile bağlantılı olarak artmaktadır. Daha büyük ülkelerin hisse senedi piyasasındaki getiri artışı, daha küçük ülkelere olan sermaye akışını hızlandırmaktadır. Yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasalarındaki getiri artışını izleyen dönemde daha fazla yatırım yapmakta ve piyasa bu duruma yaklaşık bir gün içerisinde tepki vermektedir. İki değişkenli VAR modelinin kullanıldığı çalışmada, sermaye hareketlerinin geçmiş dönemlerdeki sermaye hareketlerine ve yerel getiriye bağlı olduğu kadar bölgesel değişkenlere bağlı olduğu da tespit edilmiştir.

Richards (2004) tarafından yapılan çalışmada Asya'da yer alan altı menkul kıymet borsası¹⁶ üzerinde yabancı yatırımcıların etkinliği incelenmiştir. Çalışmada Ocak 1999-Eylül 2002¹⁷ dönem aralığı dikkate alınmıştır. Yapılan analizler sonucu menkul kıymetler borsalarının bazılarında portföy yatırımcılarının trend takibi yatırım stratejisini benimsedikleri tespit edilmiştir. Portföy yatırımcılarının özellikle bu borsalarda ve Amerikan piyasalarındaki artıştan sonra alıcı oldukları belirlenmiştir. Diğer bir tespit ise, yabancı yatırımcıların ve dış faktörlerin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki etkisinin daha önceki çalışmalarda ifade edilenden daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmasıdır.

¹⁵ Endonezya, Kore, Filipinler, Tayvan, Tayland, Hindistan, Sri Lanka, Slovenya, Güney Afrika

¹⁶ Jakarta Menkul Kıymetler Borsası, Kore Menkul Kıymetler Borsası, Filipinler Menkul Kıymetler Borsası, Tayland Menkul Kıymetler Borsası, Tayvan Menkul Kıymetler Borsası, Kosdak Menkul Kıymetler Borsası

¹⁷ Filipinler Menkul Kıymetler Borsası için başlangıç dönemi Mart 1999'dur.

Kwangsoo,Keunsoo ve Sung (2007) Japonya ve Kore Menkul Kıymet Borsalarında yabancı yatırımcıların performansı ve özellikleri ile ilgili bir çalışma yapmıştır. Yapılan çalışmada, Japonya Menkul Kıymetler Borsası için Nisan 1986-Aralık 2001 dönemi, Kore Menkul Kıymetler Borsası için ise Ocak 1993-Aralık 2002 dönemi dikkate alınmış ve çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucu, yabancı yatırımcıların Japon ve Kore Menkul Kıymet Borsalarında piyasa kapitalizasyonu büyük ve piyasa değeri/defter değeri küçük hisse senetlerine yatırım yaptıkları, Kore ve Japon Menkul Kıymetler Borsalarındaki kurumsal yabancı yatırımcıların ortalama getirilerinin birbirinden belirli bir biçimde farklılaştığı tespit edilmiştir.

Jianxin (2007) tarafından yapılan çalışmada, Tayland ve Jakarta Menkul Kıymet Borsalarının değişkenliği ile portföy sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Günlük verilerin kullanıldığı çalışmada Jakarta Menkul Kıymetler Borsası'nda Ocak 1996-Mayıs 1999 arasındaki dönem, Tayland Menkul Kıymetler Borsası'nda ise Ocak 1996-Haziran 1999 arasındaki dönem incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucu her iki menkul kıymetler borsasında da piyasa değişkenliği ile portföy sermaye hareketleri arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca yerel yatırımcı grupları ile yabancı yatırımcı grupları arasındaki kısa süreli hisse senedi alım satımları ile piyasa değişkenliği arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Lin ve Swanson (2008) tarafından Amerikan piyasalarında yabancı yatırımcıların algılamaları ile ilgili bir çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmada içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu 19 gelişmiş ve 19 gelişmekte olan ülke piyasası incelenmiştir. Yapılan çalışma Ocak 1990-Aralık 2003¹⁸ arasını kapsamakta olup, çalışmada aylık veriler

¹⁸ Çin, Kolombiya, Hindistan, İsrail, Güney Afrika ve Venezüella ülkelerinde araştırma dönemi Ocak 1993-Aralık 2003 olarak belirlenmiştir.

kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucu, yabancı yatırımcıların sürü psikolojisi içerisinde hareket ettiklerine dair zayıf kanıtlar bulunmuştur. Buna rağmen yabancı yatırımcıların Amerikan piyasalarında ve diğer piyasalarda geçmiş davranışlarını izlediklerine dair güçlü kanıtlara ulaşılmıştır. Ayrıca geçmişteki yüksek getirileri dikkate alarak alım satım yapan yabancı yatırımcıların daha yüksek yatırım performansına ulaştığı ve bu sayede yabancı yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları Amerikan hisse senetlerinin sayısında artışa gittikleri sonucuna ulaşılmıştır. Amerikan hisse senedi piyasalarında meydana gelen sert yükseliş ve düşüşlerden bir ay önce yapılan alım satımlarda genel olarak yabancı yatırımcıların performansının iyi olduğu sonucu da araştırmanın diğer önemli bir noktasını oluşturmaktadır.

Yabancı yatırımcıların yatırım stratejilerini ve borsa üzerindeki etkisini incelemek amacıyla diğer bir çalışma Jaemin, Landi ve Yoo (2008) tarafından Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda yapılmıştır. 1996-2005 yılları arasında günlük veriler kullanılarak yapılan çalışmada, yabancı yatırımcılar Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda toplam piyasa kapitalizasyonunun %40'ını elinde bulundurmalarına rağmen piyasa değişkenliği üzerinde önemli bir etkiye sahip görünmemektedir. Finansal serbestleşmenin tamamen gerçekleştiği dönemde portföy sermaye hareketlerinin piyasa getirisi üzerinde etkisi olduğu söylenebilir fakat bu yabancı yatırımların yerli yatırımcılara nazaran daha bilgili olduğu anlamına gelmemektedir. Kore Menkul Kıymetler Borsasında 1997 yılında meydana gelen krizden sonra tamamen serbestleşen piyasada yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket ettikleri araştırmanın bir diğer sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda yabancı yatırımcıların etkisini inceleyen bir diğer çalışma Lin, Lee ve Chiu (2008) tarafından yapılmıştır. Ağustos 1995-Aralık 2005 arası dönemin incelendiği çalışmada günlük

veriler kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda, piyasadaki kısıtlamaların kaldırılmasından sonra portföy yatırımları Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda istikrarı sağlayıcı bir etkiye sahip olmuştur. Ayrıca ülkede meydana gelen politik şokların borsayı etkilediği de ifade edilmiştir.

Literatür incelemesinde ele alınan çalışmalarda dünyanın değişik ülkelerindeki menkul kıymet borsalarındaki yabancı yatırımcıların etkinliği incelenmiş ve bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar aktarılmaya çalışılmıştır. Çalışmamızın da konusunu oluşturan İMKB'deki yabancı yatırımcıların etkinliği ile ilgili Türkiye'de de farklı dönemlerde yapılan çalışmaları bulmak mümkündür.

Yılmaz ve Yılmaz (1999) tarafından yapılan çalışmada, yabancı yatırımcıların İMKB üzerindeki rolü incelenmiştir. Çalışmada İMKB'deki yabancı yatırımcıların 1995-1998 yılları arası aylık bazda gerçekleştirmiş oldukları alım-satım işlemleri, işlem hacmi ve işlem miktarı dikkate alınmıştır. Yapılan incelemeler sonucu yabancı yatırımcıların İMKB'de bankacılık ve sanayi sektöründeki birkaç firma dışında paylarının çok büyük boyutta olmadığı, dünyada meydana gelen krizlere rağmen İMKB'den büyük miktarda para çıkışı olmadığı, bununla birlikte kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların alım-satım işlemlerinde önemli bir azalma olduğu tespit edilmiştir.

İMKB üzerinde yabancı yatırımcıların etkinliğini inceleyen bir diğer çalışma Usta (2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ocak 1997-Aralık 2002 dönemindeki aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, yabancı işlem yoğunluğu açısından İMKB'deki sektörler ve alt sektörler arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklar bulunmuştur. Getiri ve net yabancı işlem yoğunluğunun toplam işlem yoğunluğuna oranı arasındaki ilişkinin pazar ve ulusal sektörler için anlamlı olduğu, net yabancı işlem yoğunluğunun toplam işlem yoğunluğuna oranının getiri üzerindeki etkisinin İMKB-30'da

yer alan hisse senetleri için daha büyük olduğu, bir hisse senedinde gerçekleşen yabancı işlemlerin pozitif (negatif) olduğu durumlarda o hisse senedinin getirisinin de pozitif (negatif) olmasının daha olası olduğu tespit edilmiştir.

Dönmez, Karataş ve Kiraz (2004) tarafından gerçekleştirilen çalışmada 1997-2004 arası dönemde, aylık veriler kullanılarak, İMKB’de yabancı yatırımcıların performansı analiz edilmiştir. Çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB’deki saklama bakiyeleri ve alış-satış hacimleri kullanılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda, yabancı yatırımcıların ağırlıklı olarak İMKB-30’da yer alan hisse senetlerine yatırım yaptıkları, yabancı yatırımcıların giriş-çıkışlarının genel olarak endeksin bir ay önceki getirisi ile negatif yönlü ilişkisi olduğu dolayısıyla yabancı yatırımcıların trend takibi yatırım stratejisini benimsemedikleri, yerli yatırımcılara göre daha az bilgi birikimine sahip olmadıkları ve hisse senetlerini ellerinde daha uzun süre tuttukları tespit edilmiştir.

Adabag ve Ornelas (2004)’un yaptıkları çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB’deki etkisi incelenmiştir. Çalışmada Şubat 1997-Eylül 2004 arası dönemde aylık veriler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişki olduğu, yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasına girdiği zamanlarda İMKB endeksinde bir artış, çıktığı zamanlarda ise bir azalış olduğu fakat bunun uzun bir süreci kapsamadığı, yabancı yatırımcıların negatif trend takibi yatırım stratejisini¹⁹ izledikleri, yabancı yatırımcılar tarafından fiyatlar üzerinde baskı oluşturacak bir etkinin söz konusu olmadığı ve yabancı yatırımcıların İMKB istikrarı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmadığı ifade edilmiştir.

¹⁹ Trend takip etme yatırım stratejisi yada momentum yatırımı kavramının tersini ifade etmektedir.

Çetenak (2006) tarafından yapılan bir çalışmada portföy yatırımlarının İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin getirileri üzerinde bir etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Çalışmada Ocak 1997-Şubat 2005 dönemleri arası dikkate alınmış ve aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre; portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı ancak üretim endeksinin portföy yatırımları ve hisse senedi getirilerini etkilediği ifade edilmiştir.

Tükel (2006) tarafından gerçekleştirilen çalışmada İMKB’de işlem yapan yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ve 1999-2001 yılları arasında meydana gelen ekonomik krizlerde yabancı yatırımcıların borsa endeksi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapılan çalışmada Ekim 1999-Eylül 2001 arası dönem dikkate alınmıştır ve günlük veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırımlar ile borsa getirisi arasında güçlü bir doğrusal ilişki olduğu fakat bu etkinin aynı günle sınırlı kaldığı, kriz dönemlerinde de bu ilişkinin değişmediği, Kasım 2000’de meydana gelen likidite krizi sonrası yabancı satışlarının uzun sürdüğü ve bu etkinin borsa üzerinde istikrarın bozulmasına yol açtığı ancak Şubat 2001 krizi sırasında bu etki tersine döndüğü ve yabancı yatırımcıların borsa endeksi seviyesinin korunmasına yardımcı olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımcıların borsa endeksinin yükseldiği günün ertesi alım yaptığı ve borsa endeksinin düştüğü günün ertesi satış yaptığı, yabancı yatırımcıların borsa endeksi üzerinde bir getiri elde edemediği ve yabancı yatırım oranı yüksekliği ile hisse senedinin volatilitesi arasında doğru orantı olduğu yönünde tespitlerde bulunulmuştur.

İMKB’de yabancı yatırımcıların etkinliğini inceleyen bir diğer çalışma Kurt (2007) tarafından yapılmıştır. Ocak 1997-Ağustos 2007 arası dönemin incelendiği çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırımcıların alış-satışları ile İMKB ile ilgili

değişkenler²⁰ arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu, yabancı yatırımcıların alışlarının değişkenler üzerinde pozitif, satışlarının ise negatif etkisi olduğu²¹ ve yabancı yatırımcıların net alış-satışlarının incelenen değişkenlerdeki değişimleri açıklama gücünün sınırlı olduğu ifade edilmiştir.

Akar (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada ise, hisse senedi fiyatları ile İMKB'deki yabancı işlem hacmi arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Ocak 1997-Eylül 2005 arası dönemi inceleyen ve aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, endeks fiyatından yabancı işlem hacmine doğru istatistiksel olarak güçlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile bu husus, yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını gerçekleştirmek için hisse senedi fiyatlarındaki değişimi takip etmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çatıkkaş ve Okur (2008) tarafından İMKB'de yapılan çalışmada, Ocak 1997 ile Eylül 2007 arasındaki dönem, aylık veriler kullanılarak, incelenmiştir. Söz konusu çalışmada, yabancı yatırımcıların alım satım hareketlerinin İMKB hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi nedensellik ilişkisi de dikkate alınarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; yabancı yatırımcıların işlemleri ile İMKB işlem hacmi ve İMKB Ulusal 100 Endeksi arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yabancı alımlarındaki değişmelerin İMKB işlem hacmini ve İMKB Ulusal 100 Endeksi'ni de etkilediği belirlenmiştir.

Akın ve Bastı (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmada ise, yabancı yatırımcıların yatırım stratejileri ile İMKB'deki getiri performansları incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda; geçmiş dönemlerde elde edilen getirilerin yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını etkilediği;

²⁰ İMKB-30 Endeksi, İMKB-100 Endeksi, İMKB-Tüm Endeksi, Firma Sayısı, İşlem Adedi, İşlem Hacmi, Piyasa Değeri ve Temettü Verimliliği

²¹ Kurt(2007) tarafından açıklayıcı gücün yüksek olduğu ifade edilmiştir.

yabancı yatırımcıların geçmişte yüksek performans gösteren hisse senetlerini satın alma, düşük performans gösteren hisse senetlerini satma eğiliminde olduğu, dolayısıyla yabancı yatırımcıların trend takibi yatırım stratejisini benimsediği sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca, trend takibi yatırım stratejisini benimseyen yabancı yatırımcıların bu sayede yüksek getiri sağlama becerileri de incelenmiştir fakat bunu doğrulayan bir kanıt rastlanmamıştır.

3.2. ÇALIŞMANIN AMACI

Çalışmanın amacı, uluslararası sermaye hareketleri ve uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını oluşturan portföy sermaye hareketlerinin gelişimi, nedenleri, faydaları, önündeki engeller, dünyada ve Türkiye'deki etkilerinin ayrıntılı olarak incelenmesidir. Ayrıca, Türkiye'de yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen portföy sermaye hareketlerinin son yıllardaki hızlı artışını da göz önüne bulundurarak, yabancı yatırımcıların İMKB 100 içerisinde gerçekleştirdikleri hisse senedi yatırımlarının İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisinin incelenmesidir.

3.3. ÇALIŞMANIN LİTERATÜRE KATKISI

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında yabancı yatırımcıların etkisini inceleyen çalışmalara literatür kısmında değinilmiştir. İMKB'de de yabancı yatırımcıların etkisini değişik açılardan inceleyen çalışmaları bulmak mümkündür. Fakat incelenen çalışmalarda dikkati çeken en önemli husus, Tükel (2006) tarafından yapılan çalışma hariç, yapılan çalışmalarda aylık verilerin kullanılmasıdır. Bu durum elde edilen sonuçların güvenilirliğini kısıtlamaktadır.

Yabancı yatırımcıların İMKB 100 Endeksi üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmamızın ise, şimdiye kadar yapılan çalışmaları bir adım

öteye götürdüğü düşünülmektedir. Çünkü yapılan çalışma gerek analize tabi tutulan hisse senedi ve hesap sayısı, gerekse günlük verilerin kullanılmasıyla literatürde İMKB üzerinde yapılan çalışmaların daha gelişmiş şeklini ortaya koymaktadır. Bu şekliyle yapılan çalışma, yabancı yatırımcıların İMKB’de gerçekleştirdikleri işlemlerin, İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisini daha güvenilir biçimde görmemize ve yorumlamamıza olanak sağlamaktadır.

3.4. ÇALIŞMANIN KISIT VE VARSAYIMLARI

Çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB’de gerçekleştirdikleri hisse senedi yatırımlarının, İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla, İMKB 100 Fiyat Endeksi içerisinde devamlı olarak yer alan 51 hisse senedi belirlenmiştir. Esas itibarıyla İMKB 100 içerisinde yer alan her hisse senedinin analize dâhil edilmesi gerekmektedir. Fakat yıllar itibarıyla ve her yılın üçer aylık periyotlarında İMKB 100 içerisinde yer alan hisse senetleri değişmektedir. Bu şekliyle her periyot için ayrı analizler yapılması ve ortaya çıkan sonuçların karşılaştırılması imkansız hale gelmektedir. Bu kısıt nedeniyle çalışmanın yapılacağı periyot, 01.01.2004-31.07.2008, içerisinde devamlı surette İMKB 100 Fiyat Endeksi içerisinde yer alan 51 hisse senedi belirlenmiştir ve belirlenen bu hisse senetlerinin İMKB 100 Fiyat Endeksini temsil ettiği varsayılmaktadır.

Yabancı yatırımcıların İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisinin incelenebilmesi için gerekli bir diğer nokta, yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin tespit edilmesidir. Fakat başta Sermaye Piyasası Kurulu olmak üzere; İMKB, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde yatırımcıların kişisel bilgilerine, yerli yada yabancı yatırımcı olduklarına dair kamuoyuna açık bir bilgiye, günlük ve hisse senedi bazında, ulaşma şansımız bulunmamaktadır. Gerek Takasbank, gerekse Merkezi Kayıt Kuruluşu ile yaptığımız görüşmeler neticesinde bu tür

bilgilerin güvenlik gerekçesiyle kamuoyu ile paylaşılması yoluna gidilmediği sonucuna varılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda, İMKB tarafından derinlikli veri dağıtımı ile yetkilendirilen Plato Veri Dağıtımı AŞ'nin bu konuda müşterilerine sunduğu Euroline programı aracılığı ile yabancı yatırımcılarla ilgili, günlük ve hisse senedi bazında, verilere ulaşma şansımız olmuştur. Söz konusu programla, aracı kuruluş bazında ve buna bağlı hesaplar aracılığı ile, o gün itibariyle alım-satımı gerçekleşen ve Takasbank'ta saklanan hisse senedi sayısına yani saklama bakiyelerine ulaşılabilir. Bu işlemin gerçekleştirilebilmesi için yatırımcıların Takasbank işlemlerine aracılık yapan kurumlara ve bu kurumlara bağlı hesaplara ihtiyaç duyulmaktadır. Söz konusu hesapların yer aldığı kurum bilgileri Ek 1'de ayrıntılı olarak gösterilmiştir. Bu hesaplardan bazıları sadece yabancı yatırımcıların işlemlerine aracılık etmektedir. Yabancı yatırımcılara ait saklama hizmetine aracılık eden kurum kod ve adları Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10. Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senetlerinin Saklama İşlemlerine Aracılık Eden Kurumlar

Kurum Kodu	Kurum Adı
CIY	CITIBANK YABANCI A.Ş.
DBY	DEUTSCHE BANK A.Ş. (YABANCI)
OSB	GARANTİ BANK. A.Ş. YABANCI
HSB	HŞBC BANK A.Ş.
TYS	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. (YABANCI)

Kaynak: www.takasbank.com.tr, Erişim Tarihi: 03.03.2009.

Söz konusu hesaplarda yabancı yatırımcılara ait işlemler gerçekleştirilmektedir. Fakat bu işlemlerin İMKB'de hisse senedi alım-satımı yapan tüm yabancı yatırımcılara ait olduğu söylenemez. Çünkü daha öncede ifade edildiği üzere, bu bilgiler güvenlik gerekçesiyle yayınlanmamaktadır. Fakat söz konusu hesaplarda gerçekleştirilen

işlemlerin, yabancı yatırımcılara ait işlemleri temsil ettiğini söyleyebiliriz. Bununla ilgili olarak Tablo 11'deki veriler incelenebilir. Tablo 11'de 2006 ile 2008 arasındaki dönemde, aylık yabancı yatırımcı saklama bakiyeleri verilmiştir. Tablo 11'deki veriler incelendiğinde; toplam yabancı yatırımcı saklama bakiyeleri içerisinde analiz için belirlenen hesaplardaki yabancı yatırımcı saklama bakiyelerinin ortalama %62'lik bir düzeye ulaştığı açıkça görülmektedir. Bu durum analiz için belirlenen hesapların, yabancı yatırımcıları temsil ettiği sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle söz konusu hesaplardaki yabancı yatırımcı işlemlerinin, İMKB'de yatırım yapan yabancı yatırımcıları temsil ettiği varsayılmaktadır.

Tablo 11. Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (Aylık)

Dönem	Toplam Yabancı Yatırımcı Saklama Bakiyeleri (TL)	Belirlenen Hesaplardaki Yabancı Yatırımcı Saklama Bakiyeleri (TL)	Hesaplardaki Yabancı Yatırımcıların Oranı
Temmuz 2008	1.335.927.901.664	844.980.167.222	0,63
Haziran 2008	1.220.775.834.237	757.241.813.526	0,62
Mayıs 2008	1.409.850.878.993	850.125.215.044	0,60
Nisan 2008	1.401.882.802.855	850.138.474.708	0,61
Mart 2008	1.315.263.986.689	841.729.113.860	0,64
Şubat 2008	1.412.737.184.893	911.094.020.422	0,64
Ocak 2008	1.588.552.833.439	1.016.577.100.222	0,64
Aralık 2007	1.694.431.942.286	745.145.455.375	0,44
Kasım 2007	1.729.719.827.686	1.153.992.012.566	0,67
Ekim 2007	1.870.430.626.496	1.140.345.756.216	0,61
Eylül 2007	1.477.005.073.721	918.149.871.326	0,62
Ağustos 2007	1.608.690.426.757	1.003.594.898.811	0,62
Temmuz 2007	1.627.040.224.947	1.070.394.123.479	0,66
Haziran 2007	1.361.405.813.839	882.588.970.502	0,65
Mayıs 2007	1.463.892.761.784	961.381.826.783	0,66
Nisan 2007	1.311.296.653.210	839.778.578.155	0,64
Mart 2007	1.237.132.204.937	790.989.392.438	0,64
Şubat 2007	1.136.538.265.743	753.655.939.564	0,66
Ocak 2007	1.187.995.323.199	681.102.339.731	0,57
Aralık 2006	1.029.143.654.708	691.852.701.672	0,67
Kasım 2006	1.064.736.254.570	702.800.847.856	0,66
Ekim 2006	1.043.207.992.681	603.617.246.896	0,58
Eylül 2006	958.883.161.233	602.493.371.719	0,63
Ağustos 2006	1.023.305.281.764	86.713.869.934	0,08
Temmuz 2006	887.786.669.953	599.355.415.745	0,68
Haziran 2006	906.594.296.784	604.702.543.528	0,67
Mayıs 2006	1.108.372.375.734	739.207.253.229	0,67
Nisan 2006	1.006.975.134.694	717.924.231.215	0,71
Mart 2006	1.177.686.924.651	849.815.837.133	0,72
Şubat 2006	1.057.329.675.925	771.018.859.250	0,73
Ocak 2006	1.094.354.590.972	623.959.411.192	0,57
		ORTALAMA	0,62

3.5. VERİ KÜMESİ VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

İMKB 100 Fiyat Endeksinde yabancı yatırımcıların etkisi inceleyen çalışmamızda, 01 Ocak 2004 ile 31 Temmuz 2008 arasını kapsayan dönemde günlük veriler kullanılmıştır. Hem günlük verilerin kullanılması hem de incelenen dönemin uzunluğu elde edilen sonuçların güvenilirliğini arttırmıştır. 01 Ocak 2004 tarihinin çalışmada başlangıç dönemi olarak belirlenmesinde de özellikle 2001 krizinin etkisinin ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Bu sayede analiz edilecek dönemin normalleştirilmesi sağlanmıştır.

Analizde kullanılan değişkenler Tablo 12’de gösterilmektedir.

Tablo 12. Değişkenler ve Kısaltmaları

KOD	KISALTMA	TÜRÜ	DEĞİŞKEN
X ₁	SAKBAK	Bağımsız Değişken	Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri
X ₂	YABOR	Bağımsız Değişken	Yabancı Yatırımcıların Oranı
Y	ENDEKS	Bağımlı Değişken	İMKB 100 Fiyat Endeksi

Ayrıca bu kısımda şunu da ifade etmek gerekir ki; analizde kullanılan değişkenlerin, X₂ hariç²², logaritması alınmıştır ve söz konusu değişkenler bu şekilde analiz sürecine dâhil edilmiştir. Çünkü logaritma alma işlemi sayesinde iktisadi yorumlar esneklikler üzerinden yapılabilmektedir. İktisadi veriler, gerçek değerleri üzerinde doğrusal olmayıp, genellikle logaritmik değerleri üzerinde doğrusaldır. Bu nedenle, verilerin gerçek değerleri değil logaritması alınmış değerlerin kullanılması daha uygundur. Ayrıca, sürecin ortalaması arttıkça bireylerin değişkenliğinin de arttığı verilerde, bireylerdeki oransal değişimler

²² Oran ifade eden veriler olduğu için logaritması alınmamıştır.

ortalamaya göre bağımsız olduğundan logaritma alınma işlemi daha uygundur (Altunkaynak, 2007:43).

3.5.1. Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri

İMKB'deki yerli ve yabancı yatırımcıların alım-satım işlemleri ile ilgili bilgilere İMKB'nin resmi internet sitesinden²³ ulaşılabilmektedir. Fakat hisse senedi bazında yerli ve yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş olduğu alım-satım işlemleri ile ilgili veriler Tablo.13'te ifade edildiği gibi aylık bazda yayınlanmaktadır.

Tablo 13. 2008 Yılı Ocak Ayında Yabancı Banka/Aracı Kurum veya Şahıs Nam ve Hesabına Gerçekleştirilen İşlemlerin Bir Kısmı

HİSSE SENEDİ	ALİŞ İŞLEMLERİ		SATIŞ İŞLEMLERİ	
	NOMİNAL DEĞER (TL)	TUTARI (TL)	NOMİNAL DEĞER (TL)	TUTARI (TL)
ACIBADEM SAĞLIK	514.640	4.231.644	9.065.022	78.565.887
ADANA ÇİMENTO (A)	1.199.872	7.319.811	2.718.089	17.131.139
ADANA ÇİMENTO (B)	0	0	12.160	50.450
ADEL KALEMCİLİK	70.822	383.825	31.656	174.441
ADANA ÇİMENTO (C)	92.300	59.380	642.063	425.411
ANADOLU EFES	4.951.384	64.815.383	5.091.343	65.717.856
AFM FİLM	59.051	244.256	26.199	108.981
AFYON ÇİMENTO	56	66.240	66	76.395
ATAKULE GMYO	718.073	1.543.704	430.000	844.328
.....				
.....				
.....				

Kaynak: www.imkb.gov.tr , (Erişim Tarihi:15.10.2008).

²³ www.imkb.gov.tr

Bununla birlikte yerli ve yabancı yatırımcıların günlük saklama bakiyeleri ile ilgili verilere Takasbank'ın resmi internet sitesinden²⁴ 4 Mayıs 2004 tarihi itibarıyla ulaşılabilir. Ancak Takasbank tarafından saklama bakiyeleri ile ilgili verilerin kayıt altına alınması 28 Kasım 2005 tarihi itibarıyla Merkezi Kayıt Kuruluşu'na devredilmiştir. Bu nedenle, bu tarihten itibaren yerli ve yabancı yatırımcıların günlük saklama bakiyeleri Tablo 14'te ifade edildiği gibi Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun resmi internet sitesinde²⁵ yayınlanmaktadır.

İMKB üzerinden alım-satım işlemleri Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yetkilendirilen kurumlar tarafından yapılmaktadır. SPK, bu kurumların alım-satım işlemlerini ana hesaplarda ve bunlara bağlı alt hesaplarda izlemelerini zorunlu kılmıştır. Bu hesaplar aracılığı ile alım-satım işlemlerini gerçekleştiren yatırımcılar hakkında detaylı bilgilere ulaşılabilir. Fakat güvenlik gerekçesiyle bu hesaplarda alım-satım işlemi gerçekleştirilen bütün yatırımcılarla ilgili bilgilere ulaşmak mümkün değildir.

Bu aracı kurumlardan bazıları sadece yabancı yatırımcılara ait alım-satım işlemlerini gerçekleştirmekte ve söz konusu kurumlar yatırımcılar için saklama hizmeti de sunmaktadırlar. Fakat Takasbank tarafından da ifade edildiği üzere bu hesaplarda yer alan bilgiler İMKB'de alım-satım işlemi gerçekleştiren tüm yabancı yatırımcılara ait değildir (Tükel, 2006:49). Ancak bu verilerin yabancı yatırımcılarla ilgili temsil yeterliliğine sahip olduğu kabul edilmektedir. Tablo 14'de yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri ile ilgili oluşturulan tablodan bir kısım yer almaktadır.

²⁴ www.takasbank.com.tr

²⁵ www.mkk.com.tr

Tablo 14. Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (01.09.2008 - 08.09.2008 arası dönem)

TARİH	UYRUK	HİSSE ADEDİ ORANI (%)	PİYASA DEĞERİ ORANI (%)	HİSSE SENEDİ ADEDİ	PİYASA DEĞERİ
01.09.2008	Yabancı	58,51	68,83	13.316.866.602	60.771.105.465
02.09.2008	Yabancı	58,51	69,28	13.317.766.076	62.984.087.732
03.09.2008	Yabancı	58,49	69,30	13.313.155.280	62.842.924.376
04.09.2008	Yabancı	58,53	69,30	13.324.182.336	62.271.253.228
05.09.2008	Yabancı	58,55	69,29	13.332.170.790	60.911.695.868
08.09.2008	Yabancı	58,51	69,51	13.323.488.010	63.612.058.708
.....					
.....					

Kaynak: www.mkk.com.tr , (Erişim Tarihi: 15.10.2008).

Bu bilgiler İMKB tarafından yetkilendirilen kurumlar tarafından Alıcı Özel İletişim Ortamı üzerinden müşterilerine aktarılmaktadır. Bu tür derinlikli veri dağıtım yapan şirketlere İMKB'nin resmi internet sitesi üzerinden ulaşmak mümkündür. Bu çalışmada da derinlikli veri dağıtımını yapan kurumlardan biri olan Plato Veri Dağıtım Hizmetleri A.Ş. tarafından kullanılan Euroline programı kullanılarak yabancı yatırımcılar ile ilgili detaylı verilere ulaşılmıştır.²⁶ Yabancı yatırımcılarla ilgili saklama bakiyelerine ulaşmak için kullanılan hesapları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- CITIBANK YABANCI A.Ş. (CIY)
- DEUTSCHE BANK YABANCI (DBY)
- GARANTİ BANK YABANCI (OSM)
- HSBC BANKASI (HSB)

²⁶. Euroline programı kullanılarak hisse senedi düzeyinde yatırımcıların yaptığı alım-satım işlemleri eş zamanlı olarak takip edilebilmektedir.

- TEB A.Ş. YABANCI (TYS)

Bu hesaplarda yalnızca yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alım-satım işlemleri sonucu tespit edilen net saklama bakiyeleri gün sonu itibariyle ifade edilmektedir. Ayrıca ifade edilmelidir ki, yapılan işlemler Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından iki işgünü sonra kayıtlara geçirilmekte ve açıklanmaktadır. Ancak kullanılan program aracılığı ile eş zamanlı olarak saklama bakiyelerine ulaşmak mümkündür.

Çalışmanın gerçekleştirilebilmesi için, belirlenen dönemde İMKB 100 Fiyat Endeksi kapsamında devamlı suretle yer alan 51 adet hisse senedi belirlenmiştir. 51 hisse senedi belirlenirken, daha öncede ifade edildiği gibi, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin devamlılıkları dikkate alınmıştır. Çünkü İMKB'de endeksler oluşturulurken, endeks kapsamındaki hisse senetleri üç ayda bir İMKB tarafından değiştirilmektedir. İMKB veritabanından elde edilen veriler ışığında çalışmada yer alan dönem içerisinde endeks kapsamındaki hisse senetleri incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen dönem içerisinde devamlı surette İMKB 100 Fiyat Endeksinde yer alan 51 hisse senedi tespit edilmiştir. Söz konusu hisse senetleri ve kodları Tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15. 01 Ocak 2004-31 Temmuz 2008 Tarihleri Arası İMKB 100 Endeksinde Devamlı Olarak Yer Alan Hisse Senetleri

Sıra No	HİSSE KODU	HİSSE ADI	Sıra No	HİSSE KODU	HİSSE ADI
1	AEFES	ANADOLU EFES	27	HURGZ	HÜRRİYET GZT.
2	AKBNK	AKBANK	28	ISCTR	İŞ BANKASI (C)
3	AKCNS	AKÇANSA	29	ISGYO	İŞ GMYO
4	AKENR	AK ENERJİ	30	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
5	AKGRT	AKSİGORTA	31	KCHOL	KOÇ HOLDİNG
6	AKSA	AKSA	32	KRDMD	KARDEMİR (D)
7	ALARK	ALARKO HOLDİNG	33	MIGRS	MİGROS
8	ANSGR	ANADOLU SİGORTA	34	NTHOL	NET HOLDİNG
9	ARCLK	ARÇELİK	35	NTTUR	NET TURİZM
10	ASELS	ASELSAN	36	OTKAR	OTOKAR
11	AYGAZ	AYGAZ	37	PETKM	PETKİM
12	BEKO	GRUNDİG ELEKTRONİK	38	PRKTE	PARK ELEK.MADENCİLİK
13	BOYNR	BOYNER MAĞAZACILIK	39	PTOFS	PETROL OFİSİ
14	CIMSA	ÇİMSA	40	SAHOL	SABANCI HOLDİNG
15	DOHOL	DOĞAN HOLDİNG	41	SISE	ŞİŞE CAM
16	DYHOL	DOĞAN YAYIN HOL.	42	TATKS	TAT KONSERVE
17	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	43	TCELL	TURKCELL
18	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	44	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
19	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	45	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
20	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	46	TRCAS	TURCAS PETROL
21	FORTS	FORTIS BANK	47	TRKCM	TRAKYA CAM
22	FROTO	FORD OTOSAN	48	TUPRS	TÜPRAŞ
23	GARAN	GARANTİ BANKASI	49	VESTL	VESTEL
24	GLYHO	GLOBAL YAT. HOLDİNG	50	YAZIC	YAZICILAR HOLDING
25	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	51	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANK.
26	GSDHO	GSD HOLDİNG			

Kaynak: www.imkb.com.tr , (Erişim Tarihi: 15.10.2008).

Belirlenen dönem içerisinde bazı hisse senetlerinin ad ve kodlarında değişiklikler meydana gelmiştir. Bu değişiklikler ile ilgili bilgiler ise Tablo 16'da ifade edilmektedir.

Tablo 16. Hisse Senedi Ad-Kod Değişiklikleri

10 Nisan 2008 tarihinde Beko Elektronik isimli hisse senedinin adı Grundig Elektronik olarak değişmiştir
29 Kasım 2005 tarihinde Dışbank isimli hisse senedinin adı Fortis Bank olarak değişmiştir. 02 Ocak 2006 tarihinde DISBA olan hisse senedi kodu FORTS olarak değişmiştir.
04 Ekim 2004 tarihinde Çarşı isimli hisse senedinin adı Boyner Mağazacılık olarak değişmiştir. 03 Ocak 2005 tarihinde CARSI olan hisse senedi kodu BOYNR olarak değişmiştir.

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/sirketler.htm>, Erişim Tarihi: 16.10.2008.

İMKB’de hisse senedi alım-satım işlemleri günde iki seans olarak gerçekleştirilmektedir. Birinci seansta saat 09.³⁰ ile 12.³⁰ arasında, ikinci seansta ise 14.⁰⁰ ile 17.⁰⁰ arasında işlem yapılmaktadır. Her iki seans içerisinde de hisse senetleri farklı fiyatlardan alınıp satılmaktadır. Hisse senedi alım satım işlemleri, oluşan fiyatlar, işlem miktarı, işlem tutarı gibi veriler çeşitli programlar aracılığı ile anlık olarak takip edilebilmektedir. Fakat seans düzeyinde bakıldığında; en düşük, en yüksek, ağırlıklı ortalama fiyat ve kapanış fiyatı verileri söz konusu seansla ilgili bizi bilgilendirmektedir. Hisse senedi saklama bakiyeleri hesaplanırken, bu dört fiyat verisinden herhangi biri kullanılabilir. İlk bakışta ağırlıklı ortalama fiyatın kullanılması daha mantıklı gibi görünmektedir. Fakat yabancı yatırımcıların alım-satım işlemlerini ağırlıklı ortalama fiyattan yaptıkları yönünde hiçbir kanıt bulunmamaktadır. Bu sebeple çalışmada günlük hisse senedi saklama bakiyelerinin tespit edilebilmesi için, ikinci seans sonu kapanış fiyatlarının kullanılması daha uygundur. Çünkü ikinci seans sonu kapanış fiyatları bize hisse senedinin gün sonu itibariyle cari değerini vermektedir. Hisse senedi ikinci seans sonu kapanış fiyatları kullanılarak günlük hisse senedi bazında saklama bakiyelerinin hesaplanması aşağıdaki formül yardımıyla gerçekleştirilmiştir:

$$\text{Hisse Senedi Saklama Bakiyesi}_t = \text{Hisse Senedi Miktar}_t * \text{Hisse Senedi 2. Seans Kapanış Fiyat}_t$$

Formülde ifade edilen Hisse Senedi Miktarı'ndan kasıt, yukarıda ifade edilen ana hesaplarda yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alım satım işlemleri sonucunda gün sonunda hesaplarda kalan toplam hisse senedi miktarıdır. Ayrıca, SAKBAK olarak kodlanan hisse senedi saklama bakiyelerinin analiz sürecine dahil edilirken logaritması alınmıştır.

3.5.2. Yabancı Yatırımcıların Oranı

Çalışmada kullanılan değişkenlerin bir diğeri ise, Yabancı Yatırımcıların Oranı'dır. İMKB'de yatırım yapan yatırımcıları yerli ve yabancı yatırımcılar şeklinde ikiye ayırdığımızda; gün sonu itibarıyla hisse senetlerinin belli bir kısmı yerli yatırımcıların, kalan kısmı ise yabancı yatırımcıların hesaplarında yer almaktadır.

Çalışmamızda ikinci bir değişken olarak, 51 hisse senedi bazında, yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri ile birlikte, yabancı yatırımcıların oranı da belirlenmiştir. Söz konusu oranlara Euroline programı yardımıyla ulaşılmıştır.

3.5.3. İMKB 100 Fiyat Endeksi

Yabancı yatırımcıların İMKB üzerindeki etkisini inceleyen çalışmada kullanılan değişkenlerin sonuncusu ise, İMKB 100 Fiyat Endeksi'dir. Fiyat endeksi ile ilgili verilere İMKB'nin resmi internet sitesi üzerinden ulaşılabilmektedir.

3.6. MODELİN TEORİK YAPISI

İstatistiksel analizlerde kullanılan veriler zaman kriteri dikkate alınarak üç şekilde sınıflandırılabilir. Bunlar; zaman serisi verileri, yatay-kesit verileri ve bu iki türün bileşiminden oluşan karma verilerdir. Eğer aynı

kesit birimi(birey, aile, işletme, gibi) zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri denilmektedir (Gujarati, 2006:24). Baltagi (2005)'ye göre ise; panel (longitudinal) veri; bireyler, ülkeler, firmalar, hane halkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin belli bir zaman döneminde bir araya getirilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Yatay-kesit verileri, analizde kullanılan birçok birim için sadece belli bir dönem hakkında bilgi veren verilerdir. Zaman serisi verileri ise; bir birimin dönemlere göre bilgisini veren verilerdir. Fakat panel veri bu iki veri türünü bir araya getirerek daha karmaşık davranışsal modeller yapmaya ve bunları test etmeye yardımcı olmaktadır. Ayrıca panel veri kullanılarak yapılan uygulamalı çalışmalarda, hem zaman hem de yatay-kesit boyuta ait ihmal edilmiş değişkenlerin, modelde bulunan açıklayıcı değişkenler ile korelasyonlu olmasına izin verildiğinden, bu korelasyon nedeniyle oluşan ekonometrik problemin çözülmesine duyulan gereklilik azalmaktadır. Bununla birlikte, panel veri kullanılarak yapılan tahmin; birim değişkenliğinin ele alınmasına, verilerin çeşitlendirilmesi yoluyla etkinliğin artmasına, düşük çoklu bağlantıya, daha karmaşık modellerin tahmin edilmesini sağlamaktadır (Tatoğlu, 2005, 13).

Yapılan çalışmalarda panel veri kullanmanın avantaj ve dezavantajları aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Aydın, 2007:11):

Avantajları

- ✓ Panel veri, yatay-kesit veri ve zaman serisi verisine göre daha büyük hacimli veriler sağlar. Örneğin; yatay-kesit verisi için N gözlem yapıldığı, zaman serisi verisi için ise T gözlem yapıldığı düşünüldüğünde tek başına panel veri kullanılarak $N \times T$ gözlem yapılabilmektedir. Bu şekilde, açıklanmaya çalışılan olgu üzerinde daha fazla bilgi sahibi olunabilmektedir. Ayrıca, artan gözlem sayısı ile

artan serbestlik derecesi, ekonometrik tahminlerin etkinliği üzerinde önemli bir yere sahiptir.

- ✓ Panel veri ile yalnızca yatay-kesit veri ve yalnızca zaman serisi ile cevaplanamayacak sorulara yanıt bulunabilir.
- ✓ Panel veri, yatay-kesit ve zaman serisi verilerine nazaran daha kapsamlı modelleme yapmaya olanak sağlar.
- ✓ Panel veri ile yatay-kesitler arasındaki heterojenlik açıklanabildiği gibi bireylerin dinamik değişimleri de izlenebilir.
- ✓ Panel veri, açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal bağlantıların azaltılmasına da yardımcı olur. Gecikmesi dağıtılmış modellerde bağımsız değişkenin ardışık değerleri arasında çoklu doğrusal bağlantı²⁷ ortaya çıkar ve bu durum yapılan tahminleri belirsiz kılar. Panel veri, bu olumsuz durumun etkilerinin azaltılmasını sağlamaktadır.
- ✓ Panel veri, birimlerin (bireylerin, firmaların, ülkelerin, şehirlerin gibi) değişken olduğunu kabul eder. Yatay-kesit ve zaman serisi verileri bu değişkenliği tek başına kontrol etmekte yetersiz kalır (Hsiao, 2003:1).

Dezavantajları

- ✓ Panel veriler ile yapılan çalışmalarda araştırmacı daha karmaşık modeller ile ilgilenmek durumundadır.
- ✓ Panel verilerin ana kütleyi temsil etmemesi sorunu olabilmektedir.
- ✓ Anket uygulanarak yapılan çalışmalarda, bireylerin sorulara ilişkin cevapları hatırlayamaması, yanıltıcı ve gizleyici cevaplar vermeleri yada anketör gibi üçüncü kişilerden etkilenerek cevap vermeleri söz konusu olabilmektedir.
- ✓ Panel verilerde zaman boyutunun sınırlı olması sorunu ile karşılaşılabilir. Çünkü panel veriler ile güvenilir sonuçlar elde edilebilmesi için veri aralığının yeterli genişlikte olması gerekmektedir.

²⁷ Bağımsız değişkenler arasında doğrusal yada doğrusala yakın ilişki olmasıdır.

- ✓ Panel veri kullanılan çalışmalarda veriye ulaşmak her zaman mümkün olmayabilir. Örneğin; Türkiye’de düzenlenmiş panel verilerin bulunduğu kaynaklar oldukça sınırlıdır.
- ✓ Ayrıca bireylerin halen devam eden çalışmadan ayrılması da bir dezavantaj oluşturmaktadır.

Panel veri analizinde, her bir birim için gözlenemeyen birim yada zaman etkileri ortaya çıkabilir. Söz konusu etkiler, sabit yada tesadüfi olabilir. İşte bu durumdan hareketle panel veri analizinde dışlanan etkilerin sabit olduğu kabul ediliyorsa, sabit etkili model; bu etkilerin tesadüfi olduğu kabul ediliyorsa, tesadüfi etkili model kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2005:22).

Sabit etkili modelde, birimlere göre değişiklikler oluşması, sabit katsayıda farklılıklar meydana getirir. Bu modellerde, eğitim parametreleri tüm yatay kesit birimleri için aynı iken, sabit parametre birim etki içerdiğinden birimden birime değişmektedir. Başka bir değişle, sabit terim her bir yatay-kesit birim için farklı değer almakta olup, birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilmektedir. Bu şekliyle sabit katsayı, sabit bir değişken olarak da ifade edilebilir. Ayrıca sabit etkili modelde, bağımsız değişkenlerin, hata teriminden bağımsız olduğu fakat birim etki ve bağımsız değişkenler arasında korelasyon olduğu varsayılmaktadır (Tatoğlu, 2005:22).

Tesadüfi etkili model ise; örnekteki birimlerin tesadüfi olarak seçilmesi durumunda kullanılan bir modeldir. Birimler tesadüfi olarak seçildiklerinde, birimler arası farklılıklar da tesadüfi olacağı kabul edilmektedir (Tatoğlu, 2005:30). Tesadüfi etkili modellerde, birimlere yada birimlere ve zamana göre meydana gelen değişiklikler, söz konusu modele hata teriminin bir bileşeni olarak eklenmektedir. Bunun altında yatan sebep, sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmek istenmesidir. Nitekim tesadüfi etkili modelde önemli olan, birime

veya birime ve zamana özel katsayıların bulunması değil; birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin yer almasıdır. Ayrıca tesadüfi etkili modelde, yalnızca gözlenen örnekteki kesit, birimler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisi değil, örnek dışındaki etkiler de dikkate alınmaktadır (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürlü, 2007:38).

Panel veri analizinde modelle yapabilmek için, sabit yada tesadüfi etkili modelden hangisinin kullanılacağı önemli bir sorudur. Bu amaçla Gujarati (2006) tarafından sabit yada tesadüfi etkili model seçiminde dikkate alınacak hususlar şu şekilde sıralanabilir (Altunkaynak, 2007:38):

- ✓ Bireye özgü hata terimi (u_i) ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon varsa sabit etkili model, yoksa tesadüfi etkili modelin kullanılması daha uygundur.
- ✓ Eğer zaman serisi verileri (T), yatay-kesit verilerinden (N) büyük ise, sabit etkili ve tesadüfi etkili modeller tarafından tahmin edilen parametrelerin değerlerinde küçük farklılıklar olur. Bu durumda iki yöntem arasında seçim yaparken; hesaplama kolaylığına, hesaplama uygunluğuna dikkat edilir ve sabit etki modeli tercih edilir. Aksi bir durum söz konusu olduğunda ise, $N > T$, iki yöntemle tahmin edilen parametrelerin değerlerinde önemli ölçüde farklılıklar ortaya çıkar. Bu durumda kesit birimler çok büyük bir yığından gelmiyorsa sabit etkili model, çok büyük bir yığından geliyorsa tesadüfi etkili model tercih edilir.
- ✓ Eğer N, T'den daha büyükse ve u_i ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon mevcut ise, tesadüfi etki tahmin edicileri sapmalı, sabit etki modeli tahmin edicileri sapmasız olur. Ayrıca N, T'den büyükse ve tesadüfi etkili modelin varsayımları geçerli ise; tesadüfi etki modelinin tahmin edicileri, sabit etki modelinin tahmin edicilerinden daha etkindir.

Çalışmada model tahmini için, panel veri analizi/sabit etkili model kullanılması uygun bulunmuştur. Model tahminlerinde E-Views programından yararlanılmıştır. Bu amaçla öncelikle, bağımsız değişkenlerin (X_1 ve X_2) bir bütün halinde, bağımlı değişken (Y) üzerindeki etkisini görmek amacıyla, Birleştirilmiş En Küçük Kareler (Pooled OLS) kullanılarak, model tahmini yapılmıştır. Bu sayede tüm değişkenlerin endeks üzerindeki etkisinin bir bütün halinde görülmesi sağlanmıştır. Fakat bu durum hisse senedi bazında bir değerlendirme yapma şansı vermemektedir. Bu nedenle, her bir hisse senedinin, endeks üzerindeki etkisini görmek amacıyla, değişen varyans ve otokorelasyon durumunda geçerli standart hatalar üreten White (1980) yöntem kullanılarak parametre tahminleri yapılmıştır.

3.7. ANALİZ VE BULGULAR

Bu bölümde öncelikle Birleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemi kullanılarak parametre tahminleri yapılacaktır. Ardından değişen varyans ve otokorelasyon durumunda geçerli standart hatalar üreten White(1980) yöntem kullanılarak model tahmini yapılacaktır. Ortaya çıkan sonuçlar yorumlanacaktır.

Tablo 17’de Birleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi kullanılarak elde edilen analiz sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 17. Birleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi Analiz Sonuçları

R² (Belirleme Katsayısı)	0,737872			
F İstatistiği	159775,6			
P değeri	0,0000			
Durbin-Watson Testi	0,00555			
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	T istatistiği	P değeri
X_1	1,243462	0,003419	363,6751	0,0000
X_2	-0,001818	7,29E-05	-24,93638	0,0000

Tablo 17'deki veriler incelendiğinde; R^2 (Belirleme Katsayısı), bağımsız değişkenlerin (X_1 ve X_2) bağımlı değişkeni(Y) açıklama gücü, % 74 çıkmıştır. F İstatistiği ve P Değeri incelendiğinde ise, kurulan model²⁸ 0,05 seviyesinde bütün olarak anlamlı bulunmuştur. Tablo 17'den elde edilen sonuçlar, yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyeleri ile oranının, İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerinde etkisi olduğu ortaya koymaktadır.

Tablo 18'de ise, değişen varyans ve otokorelasyon durumunda geçerli standart hatalar üreten yöntem kullanılarak elde edilen analiz sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 18. Değişen Varyans ve Otokorelasyon Durumunda Geçerli Standart Hatalar Üreten Yöntem Analiz Sonuçları

R^2(Belirleme Katsayısı)	0.962682			
F İstatistiği	28133.19			
P Değeri	0.000000			
Durbin-Watson Testi	0.023550			
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	T istatistiği	P değeri
C	-3,78360	0.079739	-4,7450	0.0000
X_1	2,45926	0.030277	8,1226	0.0000
X_2	0,00352	0.000223	1,5819	0.0000

Tablo 18'deki veriler incelendiğinde; R^2 'nin X_1 ve X_2 'nin Y'yi açıklama gücü, yaklaşık %96 ile oldukça yüksek çıkmıştır. F İstatistiği ve P Değeri incelendiğinde ise, kurulan model²⁹ 0,05 seviyesinde bütün olarak anlamlı bulunmuştur.

Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerindeki etkisini görebilmek için katsayı değişkeni incelenebilir. Katsayı, bağımsız değişkenlerdeki değişimin, bağımlı değişken üzerindeki etkisini ortaya

²⁸ 0,000000<0,05

²⁹ 0,000000<0,05

koymaktadır. Yani yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyeleri (X_1) ile yabancı yatırımcıların oranının (X_2), İMKB 100 Fiyat Endeksi (Y) üzerindeki etkisini göstermektedir. Bu bağlamda, yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyelerindeki %1 birimlik artış, İMKB 100 Fiyat Endeksinde %2,5 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların oranındaki %1 birimlik bir artış, İMKB 100 Fiyat Endeksinde %0,35 birimlik bir artışa neden olmaktadır.

Tablo 19'da ise, her bir hisse senedinin endeks üzerindeki etkisine yönelik elde edilen sonuçlar gösterilmektedir.

Tablo 19. Her Bir Hisse Senedinin Endeks Üzerindeki Etkisi

Hisse Senedi	Katsayı (α_i)	α_i+c	Her Bir Hisse Senedinin Endeks Üzerindeki Etkisi (e^{α_i+c})
AEFES	-0.453039	-4,236635	0,000144562
AKBNK	-0.576411	-4,360007	0,000127783
AKCNS	-0.158434	-3,94203	0,000194088
AKENR	0.198915	-3,584681	0,000277455
AKGRT	-0.323316	-4,106912	0,000164585
AKSA	0.162674	-3,620922	0,00026758
ALARK	-0.033881	-3,817477	0,000219832
ANSGR	0.072288	-3,711308	0,000244455
ARCLK	-0.366558	-4,150154	0,00015762
ASELS	0.569884	-3,213712	0,000402071
AYGAZ	-0.002903	-3,786499	0,000226748
BEKO	0.476322	-3,307274	0,000366159
BOYNR	0.112251	-3,671345	0,000254422
CIMSA	-0.042654	-3,82625	0,000217912
DOHOL	-0.240584	-4,02418	0,000178781
DYHOL	-0.392325	-4,175921	0,00015361
ECILC	0.162307	-3,621289	0,000267482
ECYAP	0.480758	-3,302838	0,000367786
ECZYT	0.539585	-3,244011	0,000390071
EREGL	-0.337675	-4,121271	0,000162239
FORTS	0.252829	-3,530767	0,000292824
FROTO	-0.296863	-4,080459	0,000168997
GARAN	-0.597045	-4,380641	0,000125173
GLYHO	0.496747	-3,286849	0,000373714
GOLDS	0.322675	-3,460921	0,000314008
GSDHO	0.287818	-3,495778	0,000303251

HURGZ	-0.371805	-4,155401	0,000156795
ISCTR	-0.497435	-4,281031	0,000138284
ISGYO	-0.032185	-3,815781	0,000220205
IZMDC	0.445372	-3,338224	0,000354999
KCHOL	-0.338441	-4,122037	0,000162115
KRDMD	0.437019	-3,346577	0,000352047
MIGRS	-0.423287	-4,206883	0,000148927
NTHOL	0.511602	-3,271994	0,000379307
NTTUR	0.820672	-2,962924	0,000516676
OTKAR	0.321385	-3,462211	0,000313603
PETKM	0.067596	-3,716	0,000243311
PRKTE	0.669636	-3,11396	0,000444247
PTOFS	0.190939	-3,592657	0,000275251
SAHOL	-0.426155	-4,209751	0,000148501
SISE	-0.165238	-3,948834	0,000192772
TATKS	0.328471	-3,455125	0,000315834
TCELL	-0.563369	-4,346965	0,00012946
THYAO	-0.066482	-3,850078	0,000212781
TOASO	-0.236507	-4,020103	0,000179511
TRCAS	0.289721	-3,493875	0,000303829
TRKCM	-0.202334	-3,98593	0,000185752
TUPRS	-0.494436	-4,278032	0,000138699
VESTL	-0.064789	-3,848385	0,000213141
YAZIC	-0.184263	-3,967859	0,000189139
YKBNK	-0.329352	-4,112948	0,000163595

Tablo 19'daki sonuçlar incelendiğinde ise, söz konusu hisse senetlerine gerçekleştirilen portföy yatırımlarının tek başına endeks üzerindeki etkisi, çok düşük seviyelerde kalmaktadır.

İMKB üzerinde hisse senedi yatırımı yapan yabancı yatırımcıların hisse senetlerindeki saklama bakiyeleri ve yabancı yatırımcı oranı ile İMKB 100 Fiyat Endeksi arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla gerçekleştirilen çalışmada, yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri ve yabancı yatırımcıların oranı ile İMKB 100 Fiyat Endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani yabancı yatırımcıların İMKB'de gerçekleştirdikleri hisse senedi yatırımları, İMKB 100 Fiyat Endeksini etkilemektedir.

Söz konusu durum taban genişletme hipotezini de doğrular niteliktedir. Çünkü, yabancı portföy yatırımcılarının gelmesi sonucu yatırımcı tabanında oluşan bir artış risk paylaşımı nedeniyle risk primlerinde bir azalışa neden olmaktadır. Oluşan bu azalış hisse senedi fiyatlarında kalıcı bir artışı tetiklemektedir. Yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımlarındaki artış, fiyat endeksini dolayısıyla hisse senedi fiyatlarındaki artışı ortaya çıkardığından taban genişletme hipotezinin bu çalışmada doğrulandığı ifade edilebilir.

SONUÇ

Globalleşme süreciyle birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin niteliği, boyutları, kaynakları, kullanım alanları devamlı olarak değişmiştir. 1990 öncesi dönem sermaye hareketleri ile 1990 sonrası dönemde meydana gelen yeni dönem sermaye hareketleri bu değişimin son yıllardaki en somut bir göstergesidir. Yeni dönem sermaye hareketleri ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri içerisinde portföy sermaye hareketlerinin önemi ve ağırlığı da artmıştır.

Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde ise portföy sermaye hareketlerinin etkinliği 1980 sonrası dönemde başlamıştır. Finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmesi, kambiyo denetimlerin kaldırılması, dışa açılımın sağlanması, sermaye piyasalarının global piyasalara entegrasyonu ile birlikte yatırımcı kitlesinde de önemli değişimler yaşanmıştır. Yerli yatırımcıların yerini yabancı yatırımcılar almıştır. Hatta 2000'li yıllardan sonra ve son dönemlerde sermaye piyasamızda faaliyet gösteren yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği portföy yatırımları, yerli yatırımcılar tarafından yapılan yatırımları geride bırakmıştır. Bu durum finansal piyasalarımızı bir açıdan dışa bağımlı hale getirmiştir. Peki finansal piyasaların dışa bağımlı hale gelmesi iyi bir şey midir?

Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde, çoğu yönden, özellikle kaynak temini açısından, oldukça olumludur. Fakat finansal piyasalardaki dalgalanmalar ve dış şoklar ülkemizdeki piyasa yapısını da önemli ölçüde etkilemektedir. Buna en somut örnek, 2008 yılı sonlarında ABD'de patlak veren global kredi krizidir. Krizin etkilerini göstermesiyle birlikte dünya borsalarında düşüş eğilimi baş göstermiştir. Örneğin, 2008 ortalarına kadar 50.000 puanın üzerinde olan İMKB 100 fiyat endeksi, 6 aylık süreçte 25.000 puan altına gerilemiştir. Tabii ki söz konusu dönem ekonometrik analizin gerçekleştirildiği dönemin dışında kalmıştır. Fakat uluslararası

piyasalara bağılılığın ve sonuçlarının görülmesi açısından bunlar oldukça çarpıcıdır.

Literatürde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği portföy sermaye hareketlerinin ülke piyasalarına etkileri konusunda çok çeşitli araştırmalar yapılmış ve bu araştırmalarda değişik sonuçlara ulaşılmıştır. Bizim çalışmamızda da, yabancı yatırımcıların İMKB’de gerçekleştirdikleri hisse senedi yatırımlarının İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerindeki etkisi panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, literatürde daha önce yapılan çoğu çalışmadan farklı bir sonuç ortaya çıkmamıştır. Yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyelerindeki %1 birimlik artış, İMKB 100 Fiyat Endeksinde %2,5 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Yabancı yatırımcıların oranındaki %1 birimlik bir artış ise, İMKB 100 Fiyat Endeksinde %0,35 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Yani, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği hisse senedi yatırımlarının İMKB 100 Fiyat Endeksi üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Daha önce yapılan çalışmalara nazaran çalışmada kullanılan verilerin frekansının yüksekliği sonuçların daha güvenilir olmasını sağlamaktadır. Fakat yabancı yatırımcıların İMKB’deki payı düşünüldüğünde endeks üzerindeki bu etkinin çok sınırlı kaldığı da açıktır.

Bundan sonra yapılması gereken bu etkiyi nazara alarak söz konusu yatırımların sermaye piyasamıza nasıl faydalı olacağının tespiti ve yerli-yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen portföy sermaye hareketlerinin etkinliğinin sağlanmasıdır.

KAYNAKÇA

AÇIKGÖZ, Ersin; Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği, Zonguldak, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2006.

ADABAG, Murat Can, ORNELAS, Jose Renota Haas; “Behavior and Effects of Foreign Investors on Istanbul Stock Exchange”, <http://www4.fe.uc.pt/eefs/pap/adabag&ornela-11.pdf>, Erişim Tarihi: 21.01.2009.

AKAR, Cüneyt; “Hisse Senedi Fiyatlarıyla Yabancı İşlem Hacmi Arasındaki Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 37, Ocak, 2008.

AKIN, Ahmet ve BASTI, Eyüp; “An Assessment of Trading Behaviour and Performance of Foreign Investors in Istanbul Stock Exchange”, **Transformations in Business and Economics**, Vol. 7, No 3, 2008.

AKYÜZ, Yılmaz, CORNFORD, Andrew; “Capital Flows To Developing Countries and The Reform of The International Financial System”, **UNCTAD Discussion Paper**, No: 143, November 1999.

AKYÜZ, Yılmaz, BORATAV, Korkut; “The Making of The Turkish Financial Crisis”, Financialization of The Global Economy Conference, University of Massachusetts, December 2002.

ALP, Ali; Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları, 2000.

ALTUNKAYNAK, Bülent; Sektörel Panel Veri Analizi Yaklaşımıyla Türkiye'nin AB Ülkelerine İmalat Sanayi Bakımından İhracatının Belirlenmesi, Ankara, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2007.

AYDIN, Orçun; Seçilmiş Ülkelerden Türkiye'ye Turizm Talebi: Panel Veri Yaklaşımı, Malatya, İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2007.

BAL, Hasan; Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Menkul Kıymet Borsalarına Etkileri ve İMKB'deki Etkisinin İncelenmesi, Ankara, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2002

BALTAGI, Badi H.; **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley and Sons Ltd, 2005.

BARTRAM, S. M., DUFEY, Gunter; **International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework**, 2001.

BAŞOĞLU, Ufuk; "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı 4, 2000.

BEKAERT, G. ve HARVEY, C. R.; "Research in Emerging Markets Finance: Looking to the Future", **Working Paper**, September, 2002.

BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak; **Türkiye Ekonomisinde Uluslararası Sermaye Hareketleri**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No 58, 1998.

BRENNAN, Michael J., CAO, H. Henry, “International Portfolio Investment Flows”, **The Journal of Finance**, Vol. 52, Issue 1, 1997.

CELASUN, Oya, DENİZER, Cevdet, HE, Dong; “Capital Flows, Macroeconomic Management and The Financial System: The Turkish Case: 1989-1997, **Worldbank Working Paper**, No 2141, 1999.

CHAMBERS, Nurgül; “Hedge Fonlar”, **Niğde Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 1, Sayı 1, 2008.

CHOE, Hyuk, KHO, Bong-Chan, STULZ, Rene H. M; “Do Foreign Investors Destabilize Stock Market? The Korean Experience in 1997”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 54, Issue 2, 1999.

CİHAN, Ömer; Gelişmekte Olan Ükelere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, 2005.

CLARK, John ve BERKO, Elizabeth; “Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Return: The Case of Mexico” **Federal Reserve Bank of New York Research Paper**, No 24, 1997.

CORBO, Vittorio and HERNANDEZ, Leonardo; “Macroeconomic Adjustment To Capital Inflows: Lessons From Recent Latin American and East Asian Experience”, Policy Research Working Paper Series, 1377, The World Bank, 1994.

ÇATIKKAŞ, Özgür, OKUR, Mustafa; “İMKB’de Yabancı Yatırımcılar ve İMKB Ulusal 100 Endeksi Üzerine Etkileri”, **MÖDAV Dergisi**, Sayı 3, 2008.

ÇETENAK, Emin Hüseyin; Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama, Adana, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2006.

DAHLQUIST, Magnus, ROBERTSSON, Göran; “A Note on Foreigners Trading and Price Effects Across Firms”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 28, Issue 3, 2004.

DEMİRCAN, Hayrettin; **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri**, Ankara, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 2003.

DÖNMEZ, Çetin Ali, KARATAŞ, Abdülmecit, KIRAZ, Fatih; “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Yabancı Yatırımcıların Performans Analizi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı 225, Aralık, 2004.

DURUSOY, Serap; “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 18, Temmuz, 2000.

ERRUNZA, Vihang; “Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization and Economic Development”, **Review of International Economics**, 4 (9), 2001.

FROOT, Kenneth A., O’CONNELL, Paul G. J., SEASHOLES, Mark S.; “The Portfolio Flows of International Investors”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 59, Issue 2, 2001.

GRINBLATT, Mark, KELOHARJU, Matti; “The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland’s”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 55, Issue 1, 2000.

GRIFFIN, John M., NARDARI, Federico, STULZ, Rene M.; “Are Daily Cross-Border Equity Flows Pushed or Pulled?”, <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2003/global/pdf/stult.pdf>, Erişim Tarihi: 24.01.2009.

GUJARATI, D. N., Temel Ekonometri, Çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2006.

HENRY P. B.; “Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices”, **Journal of Finance**, Vol. 55, Issue 2, 2000.

HSIAO, Cheng; **Analysis of Panel Data**, Cambridge University Press, Second Edition, 2003.

IMF; **World Economic Outlook**, Managing Large Capital Inflows, October 2007.

IMF; **World Economic Outlook**, October, 2008.

IMF; **Global Financial Stability Report**, October, 2008.

İNANDIM, Şeyda; Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileřimi: Türkiye Örneği, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005

İNSEL, A., SUNGUR, N.; “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989:III-1999:IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Aralık, 2003.

JAEMIN, Kim, LANDI, James, YOO, Sean Sehyun; “Inter-Temporal Examination of The Trading Activities of Foreign Investors in The Korean Stock Market ”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 2008.

JIANXIN, Wang; “ Foreign Equity Trading and Emerging Market Volatility ”, **Journal of Development Economics**, Vol. 84, 2007.

KAMESAKA, Akiko, NOFSINGER, John R., KAWAKITA, Hidetaka, “Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 11, 2003.

KARA, Mehmet; “Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’deki Sıcak Para Akımının Değerlendirilmesi”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 6, Aralık 2001.

KAROLYI, G. Andrew; “Did The Asian Financial Crisis Scare Foreign Investors Out of Japan?” , **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 10, 2002.

KIM, E. H. ve SINGAL, V.; “Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies”, **Journal of Business**, Vol. 73, 2000.

KIM, Woonchan, WEI, Shang-Jin; “Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis”, **Journal of International Economics**, Vol. 56, Issue 1, 2002.

KULA, Ferit; “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003.

KURT, Gülüzar; Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2007.

KWANGSOO, Ko, KEUNSOO, Kim, SUNG, Hoon, Cho; “Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese And Korean Stock Markets”, **Journal of Japanese and International Economies**, Vol. 21, 2007.

LEVINE, Ross, ZERVOS, Sara; “Stock Market Development and Long-Run Growth”, **The World Bank Policy Research Working Paper**, No: 1582, March 1996.

LIN, Anchor Y., SWANSON, Peggy E.; “Foreigners Perceptions of U.S. Markets: Do Foreigners Exhibit Herding Tendencies?”, **Journal of Economics and Business**, Vol 60, 2008.

LIN, Cho-Min, LEE, Yen-Hsien, CHIU, Chien-Liang; “Structural Changes in Foreign Investors Trading Behaviour and The Corresponding Impact on Taiwan’s Stock Market”, **Research in International Business and Finance**, 2008.

MONTIEL, Peter, REINHART, Carmen,M.; **The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s**, Oxford University Press, 2000.

ÖRNEK, İbrahim; “Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt 63, Sayı 2, 2008.

ÖZKAN, Ziver; Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Ekonomisi Üzerine Etkileri, Ankara, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2002.

PAZARLIOĞLU, V. M. ve KİREN GÜRLER Ö., “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, **Finansal Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt 44, Sayı 508, 2007.

PAZARLIOĞLU, V. M. ve GÜLAY E., “Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1992-2005”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007.

RAJAN, G., Raghuram, ZINGALES, Luigi; “Financial Dependence and Growth”, **University of Chicago NBER**, 1998.

RICHARDS, Anthony; “Big Fish in Small Ponds: The Trading Behaviour and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets”, **Economic Analysis Department Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper**, 2004.

RODRIK, Dani, VELASCO, Andrés; “Short-Term Capital Flows”, **New York University and NBER**, May 1999.

SAĞLAMER, Erdem; Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2003.

SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası İktisat: Teori, Politika Ve Uygulama**, İstanbul, 1996.

SOMUNCU, Kartal; Küreselleşen Finansal Piyasalarda Uluslararası Portföy Yatırımları: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2005.

TSPAKB; Aylık Yayınlar, Sayı 41, Ocak, 2006.

TSPAKB; Aylık Yayınlar, Sayı 46, Haziran, 2006.

TSPAKB; Aylık Yayınlar, Sayı 66, Şubat, 2006.

TÜİK; Ulusal ve Uluslararası Seçilmiş Göstergeler, 2008.

TATOĞLU, Ferda Y.; Sermaye Piyasasında Riskin Sınırlı Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modelleri İle Analizi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 2005.

TÜKEL, Ali; Foreign Investors' Role In a Stock Market Boom and Bust Cycle: Turkey's Experience in 1999-2001, İstanbul, Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2006.

ULUENGİN, Burcu, YENTÜRK, Nurhan; "Impacts of Capital Inflows on Aggregate Spending Categories: The Case of Turkey", **Applied Economics**, Volume 33, Issue 10, August 2001.

USTA, Murat; The Role of Foreign Investors in The Istanbul Stock Exchange, Ankara, ODTÜ, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2003.

VARIŞ TEZCANLI, M. vd.; Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları, 1994.

WARTHER, Vincent; “Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 39, Issue 2-3, 1995.

WHITE, Halbert; “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix and A Direct Test for Heteroskedasticity”, **Econometrica**, 48, 1980.

WORLDBANK; Global Development Finance: Review, Analysis and Outlook, 2008.

YALÇINER, Kürşat; **Uluslararası Finansman**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008.

YALÇINER, Kürşat; Borsalar Arası Sermaye Hareketlerinde Reel Getiri Etkisi İMKB’de Bir Uygulama, Ankara, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, 2001.

YILMAZ, Mustafa K., YILMAZ, Alişan; “Yabancı Yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Üzerindeki Rolü”, **İktisat Dergisi**, Sayı 387, Şubat-Mart, 1999.

EKLER

Ek. 1 Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama İşlemine Aracılık Eden Kurumlar

Kurum Kodu	Kurum Adı
ACA	ACAR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ADM	ADA MÜŞTERİLERİ HESABI
ADY	ANADOLU YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
AHG	ABN AMRO YATIRIM BLOKELİ MÜŞTERİLER HESABI
AKD	AKDENİZ MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
AKF	AKTİF MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
AKM	AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ALF	ALFA MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
ALN	ALAN YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
AMK	ALTERNATİF YATIRIM A.Ş.
AOL	ATAONLINE MENKUL KIYMETLER A.Ş.
ATA	ATA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
ATR	ARTI MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
AYB	AYBORSA MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.
BAB	B.A.B. MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
BAH	BAHAR MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.
BGC	BGC PARTNERS MENKUL DEĞERLER A.Ş.
BMK	BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
BOY	BOYUT MENKUL DEĞERLER A.Ş. MÜŞTERİ HESABI
BSK	BAŞKENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CAC	CREDİT AGRICOLE CHEUVREUX MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CAD	ÇAĞDAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CAG	ÇAĞRI MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CAM	CAMİŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CIM	CİTİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CNA	CAN MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
CSA	CENSA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
CSM	CREDİT SUISSE İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
DEG	DEĞER MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
DET	DELTA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
DHA	DEHA MENKUL KIYMETLER A.Ş.
DNT	DENİZ TÜREV MENKUL DEĞERLER A.Ş.
DRM	DARUMA MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
DSI	DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.
DTK	DATEK MENKUL MÜŞTERİLER HESABI
DUN	DÜNYA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
DZY	DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
ECZ	ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.

EFG	EFG İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
EGM	EGSYAT.MEN.DEĞ.A.Ş./İST.2.İFLASDAİ. MÜD.2003/İFLAS
EKN	EKİNCİLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
EKO	EKOL MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
EKS	EKSPRES YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ENT	ENTEZ MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.
ERM	EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ERY	ERCIYES MÜŞTERİLERİ HESABI
ESM	TASFIYE HALİNDE ES MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
ETM	ETİ YATIRIM A.Ş.
EVG	EVGİN YATIRIM MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.
EYD	EGEMEN MENKUL KIYMETLER A.Ş.
FNY	FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
FRS	FORTİS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
GDK	GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
GFC	GFC GENERAL FİNANS MENKUL DEĞERLER A.Ş.
GLB	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
GLT	GALATA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
GMK	GÜNEY MENKUL DEĞERLER TİC.A.Ş.
GRM	GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
GVN	GÜVEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
HAK	HAK MENKUL KIYMETLER A.Ş.
HDF	HEDEF MENKUL DEĞERLER A.Ş.
HLY	HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
HSY	HSBC YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
IYF	İFO YATIRIM A.Ş.
IYM	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
KAR	MÜFLİS KARON MENKUL DEĞ.A.Ş. İST.1.İFLAS MÜD.DOS.NO.2006/5
KMD	KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
KNY	KENT YATIRIM MÜŞTERİLERİ HESABI / BEYOĞLU İFLAS MÜD. 2005/11
KPT	KAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
KRE	KARE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
KYM	K MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
LEH	TASFIYE HALİNDE LEHMAN BROTHERS MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
MED	MED MENKUL DEĞERLER A.Ş. MÜŞTERİ HESABI
MLM	MERRİLL LYNCH MENKUL DEĞERLER A.Ş.
MRS	MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
MRZ	MERKEZ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
MSA	MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
MSI	MORGAN STANLEY MENKUL MÜŞTERİ HESABI
MTY	METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
MYZ	ULUS MENKUL DEĞERLER A.Ş.
NUR	NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş.
OKM	OKAN YATIRIM MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
ONC	ÖNCÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ONR	ÖNER MENKUL KIYMETLER A.Ş.
ORN	ORİON INVESTMENT MENKUL DEĞERLER A.Ş.
OYA	OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

PAY	PAY MENKUL DEĞERLER A.Ş.
PIT	PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.
PMD	PARK MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
PME	POZİTİF MENKUL DEĞERLER A.Ş.
PMK	PRİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
POL	POLEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
RJS	RAYMOND JAMES YATIRIM MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
RVA	RİVA MENKUL BLOKELİ MÜŞTERİLER HESABI
SET	SETAT MENKUL DEĞERLER A.Ş.
SKY	ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
SMY	SÜMER MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
SNK	SANKO MENKUL DEĞERLER A.Ş.
SOE	SOYMEN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
SRD	SARDİS MENKUL DEĞERLER A.Ş.
STJ	STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
STY	SİTE YATIRIM MENKUL MÜŞTERİLER HESABI
SUS	STANDARD ÜNLÜ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
SYG	SAYILGAN MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.
TAC	TACİRLER MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TBY	TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TFM	TEKFEN MENKUL MÜŞTERİLERİ HESABI
TKS	TAKSİM YATIRIM A.Ş.
TKY	TURKISH YATIRIM A.Ş.
TLM	TEKSTİL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TOR	TOROS MENKUL KIYMETLER TİCARETİ. A.Ş.
TRA	TERA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TTM	TİCARET MENKUL DEĞERLER A.Ş.
TYA	TAİB YATIRIM MÜŞTERİLERİ HESABI
UBS	UBS MENKUL DEĞERLER A.Ş.
UCI	UNİCREDIT MENKUL DEĞERLER A.Ş.
UCM	UNİCORN CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
UNI	UNİVERSAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
VKY	VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
YAT	YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.
YKR	YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ZRY	ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ABN	ABN AMRO BANK N.V. MERKEZİ AMSTERDAM İSTANBUL ŞUB.
ADA	ADABANK A.Ş.
ADB	ANADOLUBANK A.Ş.
AFB	AKTİF YATIRIM BANKASI A.Ş.
AKB	AKBANK T.A.Ş.
ANF	ALTERNATİF BANK A.Ş.
APS	AKBANK T.A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
ARA	ARAP TÜRK BANKASI A.Ş.
ATB	TASFIYE HAL ATLAS YAT BANK.
BNP	AK ULUSLARARASI BANKASI A.Ş.
CAL	CALYON YATIRIM BANKASI TÜRK A.Ş.
CIY	CITIBANK YABANCI A.Ş.

DBI	DEUTSCHE BANK A.Ş.
DBY	DEUTSCHE BANK A.Ş. (YABANCI)
DLR	DİLER YATIRIM BANKASI A.Ş.
DNZ	DENİZBANK A.Ş.
EBY	EUROBANK TEKFEN A.Ş. (YABANCI)
FIN	FİNANSBANK A.Ş.
FNP	FİNANSBANK A.Ş. (PORTFÖY SAKLAMA)
FPS	FORTİS BANK A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
FRT	FORTİS BANK A.Ş.
GIN	ING BANK A.Ş.
GIP	ING BANK A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
GPS	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
GSB	GSD YATIRIM BANKASI A.Ş.
HSB	HSBC BANK A.Ş.
IKT	IKTİSAT BANKASI T.A.S.
IPS	T.İŞ BANKASI A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
MLN	MİLENNİUM BANK A.Ş.
OSM	GARANTİ BANK. A.Ş. YABANCI
PRK	PARK YATIRIM BANKASI A.S.
SEK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
TBA	TURKISH BANK A.Ş.
TBN	TURKLAND BANK A.Ş.
TCM	JP MORGAN CHASEBANK NATIONAL ASSOCIATION MRK.COLUMBUS OHIO IST. TÜRKİYE ŞUBESİ
TCZ	T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.
TEB	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.
TEP	T.EKONOMİ BANKASI A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
TES	TEKSTİL BANKASI A.Ş.
TGB	T. GARANTİ BANKASI A.Ş.
THL	T. HALK BANKASI A.Ş.
TIB	T. İŞ BANKASI A.Ş.
TKB	T.KALKINMA BANKASI A.Ş.
TSK	T.SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
TTB	TASFİYE HALİNDE TÜRK TİCARET BANKASI A.S.
TVB	T. VAKIFLAR BANKASI T.A.O
TYS	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş. (YABANCI)
YBA	TAİB YATIRIM BANK A.Ş.
YKB	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
YKC	YAPI KREDİ BANKASI A.Ş.(PORTFÖY SAKLAMA)
AEM	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
AHS	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
ANM	AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
BEM	BAŞAK GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş.
CUM	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
FEM	FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
FRE	FORTİS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
GEM	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
HYS	YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş.

IHS	ERGOİSVİÇRE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.
KHM	ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.
OEM	ING EMEKLİLİK A.Ş.
VEM	VAKIF EMEKLİLİK A.Ş.
MGO	MARTI GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ETY	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
AAY	ATEŞAN AYBARS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ABP	ABN AMRO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
AKP	AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ALP	ALTERNATİF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
APY	ATA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ASY	ASHMORE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
BPY	BENDER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
DUP	STANDART ÜNLÜ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
EPY	DENİZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
EUP	ECZACIBAŞI-UBP PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
EUY	EURO PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
FPY	FİNANS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
FRP	FORTİS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
GEP	GEDİK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
GPO	GLOBAL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
GPY	GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
HPY	HSBC PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
IEP	ERGOİSVİÇRE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
IKY	TASFİYE HALİNDE İKTİSAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
INP	ING PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ISP	İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ISY	İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
KCP	YAPI KREDİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
KPY	TASFİYE HALİNDE KENT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
TEY	TEB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
UPY	UNICORN PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
VKP	VAKIF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
ZPY	ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
AFN	ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.
ALK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.
FFK	FAMILY FİNANS KURUMU A.Ş.

Kaynak: <http://www.takasbank.com.tr/YardimciBilgiler.aspx?lid=UK->
Erişim Tarihi: 04.03.2009.

ÖZET

KAYA, Bekir. İMKB Borsa Endeksinde Yabancı Yatırımcıların Rolü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009.

Küreselleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde son dönemlerde önemli artışlar yaşanmıştır. Örneğin; gelişmiş ülkeleri ele alırsak 1997 yılında 220 milyar \$ olan uluslararası sermaye hareketleri 2007 yılına gelindiğinde yaklaşık 1 trilyon \$ ile rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise; 1997 yılında 200 milyar \$ olan uluslararası sermaye hareketleri 2007 yılına gelindiğinde %100'lük bir artış göstererek yaklaşık 400 milyar \$'a dayanmıştır. Yani son yıllarda uluslararası sermaye hareketleri yükselen bir trend içerisinde. Bu durum, uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri ve sermaye piyasaları üzerindeki etkisinin iyi analiz edilmesi ve yorumlanması gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Bir ülkeye yönelen uluslararası sermaye doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşebileceği gibi portföy yatırımları şeklinde de gerçekleşebilmektedir. Yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen portföy yatırımlarının piyasa üzerindeki etkilerinin incelenmesi ve ortaya çıkan sonuçların doğru yorumlanması hayati bir öneme sahiptir. Bu amaçla Türkiye sermaye piyasaları üzerinde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Fakat yapılan çalışmaların çoğunda ya veri frekansı düşük tutulmuş ya da incelenen dönem aralığı yeterli genişlikte belirlenmemiştir. Fakat yapılan bu çalışmada gerek günlük veriler kullanılması, gerekse incelenen dönemin uzun tutulması daha güvenilir sonuçlar elde edilmesini sağlamıştır.

Çalışmada 01 Ocak 2004 ile 31 Temmuz 2008 arasındaki dönemde İMKB 100 Fiyat Endeksi içerisinde devamlı suretle yer alan 51 hisse senedinde yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri ve oranı ile İMKB 100

Fiyat Endeksi arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasında gerçekleştirdikleri işlemler ile endeksin değişimi arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yani, yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerdeki artış endeksin artmasına, düşüş ise endeksin düşmesine neden olmaktadır. Bu durum endeks üzerinde yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen portföy sermaye hareketlerinin etkili olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Anahtar Sözcükler

1. Uluslararası Sermaye Hareketleri
2. Portföy Yatırımları
3. Yabancı Yatırımcılar
4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
5. Panel Veri Analizi

ABSTRACT

KAYA, Bekir. The Role of Foreign Investors in The Istanbul Stock Exchange Index, Master Thesis, Ankara, 2009.

The recent years saw significant increases in international equity flows due to globalization. For instance, if we observe developed countries, it is possible to see the international equity flows amounting to \$ 220 billion in 1997 have reached to a record breaking level of approximately \$ 1 trillion in 2007. In the developing countries, however, the international equity flows worth \$ 200 billion have increased by 100% to approximately \$ 400 billion in 2007. As the aforementioned facts suggest, international equity flows is a rising trend in recent years. This fact requires the necessity of thorough analysis and interpretation of the effects of international equity flows to the countries' national economies and capital markets.

In addition to direct investments, the capital that is directed to a given country may also be realized by way of portfolio investments. Analysis of the effects of portfolio investments made by foreign investors on market and accurate interpretation of their respective results are of vital importance. For that purpose, various studies have been carried out on Turkish capital markets. However, in most of such studies, either the data frequency has been kept low or the investigation period range has been failed to be determined at sufficient length. Due to the fact that daily data have been employed and the investigation period spans over a long period, the present study thus presents more reliable results.

In this study reserving balance and ratio of foreign investors in 51 share certificates that are kept in İMKB 100 Price Index on constant basis between dates 01 January 2004 and 31 July 2008 and the relationship

among İMKB 100 Price Index have been examined by using panel data analysis. According to the results gained; there is a positive relationship between the transactions made by foreign investors in stock exchange market and the index change. In other words, the increase in the transactions initiated by foreign investors led to a increase in the index, and the decrease in transactions resulted in decrease in the index. This fact clearly manifests that the portfolio equity flows initiated by foreign investors have been effective on the index.

Key Words

1. International Equity Flows
2. Portfolio Investments
3. Foreign Investors
4. Istanbul Stock Exchange
5. Panel Data Analysis