T.C

ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Gürkan EFE

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ, KURUMSAL KALİTE VE EKONOMİK BÜYÜME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ

Doç. Dr. Selim BAŞAR

ERZURUM–2008

TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu çalışma, İktisat Anabilim Dalının İktisat Politikası Dalında jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Selim BAŞAR
Danışman / Jüri Üyesi

Doç. Dr. Fatih KARCIOĞLU
Jüri üyesi

Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU
Jüri Üyesi

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. 18/08/2008

Prof. Dr Vahdettin Başçı
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **V**

ABSTRACT ..... **VI**

TEŞEKKÜR ..... **VII**

KISALTMALAR ..... **VIII**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **IX**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **IX**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM **4**

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ **4**

1.1. Kavram ve Tanımı 4

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi 6

1.3.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri 12

1.3.1. Çekici faktörler 13

1.3.2. İtici faktörler 16

1.3.3. Finansal serbestleşme 18

1.3.4. İtici ve çekici faktörlerin göreceli önemi 20

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sürdürülebilirliği 23

1.5. Farklı Türdeki Sermaye Hareketlerinin Fayda ve Maliyetleri 24

1.6. Farklı Türdeki Sermaye Hareketlerinin Arasındaki Farklar 26

1.7. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması ve Türleri 28

1.7.1. Doğrudan yabancı yatırımlar 30

1.7.1.1. Doğrudan yabancı yatırımların tanımı 30

1.7.1.2. Doğrudan yabancı yatırımların nedenleri 33

1.7.1.2.1. Hammadde kaynakları 34

1.7.1.2.2. Faaliyetlerin bütünleştirilmesi 35

1.7.1.2.3. Unvanın ve sırların korunması 35

1.7.1.2.4. Ürünün yaşam dönemi hipotezi 35

1.7.1.2.5. İthalatçı ülkenin koyduğu tarife ve kotalardan kaçınma 36

1.7.1.2.6. Yurtiçi kısıtlamalardan kurtulma 36

1.7.1.2.7. Üretim esnekliği 37

1.7.1.2.8. Yatırımları uluslararası çeşitlendirme 37

1.7.1.2.9. Ucuz yabancı faktör kullanımı 38

1.7.1.2.10. Yabancı teknoloji kullanılması 38

1.7.1.2.11. Monopol fırsatlarından yararlanma 38

1.7.1.4. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik etkileri 40

1.7.1.4.1. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi 40

1.7.1.4.2. Doğrudan yabancı yatırımların yerli yatırımlar üzerindeki etkisi 40

1.7.2. Yabancı portföy yatırımları 42

1.7.2.1. Yabancı portföy yatırımlarının tanımı 42

1.7.2.2. Yabancı portföy yatırımlarının nedenleri 44

1.7.2.2.1. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan gelişmeler 45

1.7.2.2.1.1. Finans piyasalarındaki sınırlamaların ve kontrollerin kaldırılması 45

1.7.2.2.1.2. Finansal araçların çeşitlilik kazanması 45

1.7.2.2.1.3. Teknolojik alanda yaşanan gelişmeler 46

1.7.2.2.1.4. Piyasalarda rekabetin artması 46

1.7.2.2.1.5. Diğer gelişmeler 46

1.7.2.2.2. Yatırıma konu olan ülkeye yönelik nedenler 47

1.7.2.2.3. Uluslararası portföy çeşitlendirmesi 49

1.7.2.3. Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik etkileri 50

1.7.3. Rezerv varlıklar 53

1.7.3.1. Parasal altın rezervleri 54

1.7.3.2. Özel çekme hakkı 54

1.7.3.3. Fon nezdindeki rezerv pozisyonu 54

1.7.3.4. Döviz rezervleri 54

1.7.3.5. Diğer alacak hakları 55

1.7.4. Diğer yatırımlar 55

1.7.5. Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili diğer kavramlar 56

1.7.5.1. Kısa vadeli sermaye hareketleri 56

1.7.5.2. Resmi sermaye hareketleri 56

1.7.5.3. Özelleştirme 57

1.8. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme 57

İKİNCİ BÖLÜM 60

2. KURUMSAL KALİTE 60

2.1. Kurumların Tanımı ve Kurumsal Kalitenin Ölçülmesi 60

2.1.1. Freedom House endeksi 65

2.1.2. Polity Endeksi 65

2.2. Kurumsal Kalite ve Ekonomik Büyüme 66

2.3. Kurumsal Kalite ve Uluslararası Sermaye Hareketleri 74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM 81

3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ, KURUMSAL KALİTE VE EKONOMİK BÜYÜME İLE İGİLİ BİR UYGULAMA 81

3.1. Veri, Dönem ve Yöntem 81

3.2. Model 83

3.2.1. Genel Olarak VAR Modeli 83

3.3. Tahmin sonuçları 86

SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER 91

KAYNAKÇA 95

ÖZGEÇMİŞ..... 106

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ, KURUMSAL KALİTE VE EKONOMİK BÜYÜME

Gürkan EFE

Danışman: Doç. Dr. Selim BAŞAR

2008-Sayfa: IX-106

Jüri: Doç. Dr. Selim BAŞAR

Doç. Dr. Fatih KARCIOĞLU

Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

Bu çalışmanın amacı Türkiye için uluslararası sermaye hareketleri, kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu amaçla, ilk olarak, uluslararası sermaye hareketleri izah edilmiş, daha sonra, kurumsal kalite hakkında açıklayıcı bilgiler verilmiştir. Ayrıca konuyla ilgili olarak yapılmış olan çalışmalara da kısaca değinilmiştir. Uygulama kısmında ise 1985–2006 dönemi verilerinden yararlanılarak model kurulmuş ve VAR analizi yapılarak ampirik olarak test edilmiştir.

Yapılan tahmin sonuçlarına göre 1980–2006 döneminde kurumsal kalitenin büyüme üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmazken, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü etkilerine rastlanılmıştır. Bununla birlikte, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde mevcut güçlü etkileri tespit edilmiştir.

ABSTRACT

MASTER THESIS

INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS, INSTITUTIONAL QUALITY AND ECONOMIC GROWTH

Gürkan EFE

Supervisor : Assoc Prof. Dr. Selim BAŞAR

2008-Page: IX-106

Jury: Assoc. Prof. Dr. Selim BAŞAR

Assoc. Prof. Dr. Fatih KARCIOĞLU

Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU

The purpose of this study is to investigate the link between capital flows, institutional quality and economic growth. For this purpose, firstly it is given some explanatory information about both capital flows and institutional quality. Furthermore it is touched on studies connected with the topic too. In the empirical investigation part, by using 1985–2006 years data set, model are constructed and tested by VAR method.

The results of this study indicate while institutional quality don't have direct effect on economic growth, there is very strong effects of institutional quality on foreign direct investment in the 1985–2006 period. All the same there is strong effect of foreign direct investment on the economic growth

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın meydana gelmesinde, her türlü destek ve yardımını, benden hiçbir zaman esirgemeyen, değerli hocam Doç. Dr. Selim BAŞAR' a, yoğun çalışma tempomuza rağmen, izin konusunda; bana büyük kolaylık, anlayış ve sabır gösteren, TC Ziraat Bankası AŞ Kağızman Şubesi yöneticisi Sayın Eroğlu ER' e ve tüm mesai arkadaşlarıma en içten şükranlarımı sunarım.

Bu çalışma; bu yolda ilerlememem için beni teşvik eden ve hatta zorlayan, çok sevgili annem ve babama, ayrıca kardeşime ithaf olunur.

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Akaike Bilgi Kriteri
ADF	: Genişletilmiş Dickey Fuller
DF	: Dickey Fuller
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IOSCO	: Uluslar arası Sermaye Piyasası Kuruluşları Örgütü
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KPSS	: Kwatowski-Phillips-Schmidt-Shin Testi
MB	: Merkez Bankası
PR	: Phillips-Peron Testi
SC	: Schwarz Kriteri
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VAR	: Vektör Otoregresyon Modeli

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye' ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Tablo 2: Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri

Tablo 3: Türkiye' ye Yönelik Portföy Yatırımları

Tablo 4: Veri Seti

Tablo 5: KPSS Durağanlık Testi Sonuçları

Tablo 6: VAR Tahmini Sonuçları

Tablo 7: Varyans Ayrımlaştırma Sonuçları

ŞEKİLLER LİSTESİ

Grafik 1: Etki-Tepki Grafikleri

GİRİŞ

Küreselleşme olgusunun iki önemli özelliği, yaşanan finansal serbestleşme ve birbirleriyle daha da bütünleşmiş olan finansal piyasalardır. Yaşanan küreselleşmenin sermaye hareketleri üzerindeki etkisi, sermaye hareketlerinin etkilerinin, yapılarının ve süreçlerinin değişmesine yol açmıştır. Bu değişim sürecinde sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra, toplam sermaye hareketleri içerisinde faiz-kur arbitrajından yararlanarak yüksek reel getiri elde etmeyi amaçlayan bir ülkeden diğerine kolaylıkla hareket edebilen spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin de büyük bir artış göstermesi sermaye hareketlerinin önemini de arttırmıştır.

Bu gelişmelere paralel olarak, sermaye hareketlerinin ülke ekonomisi üzerindeki olumlu ve de olumsuz etkileri de tartışma konusu olmuştur. Sermaye hareketlerinin hem yatırımcılarına hem de yöneldikleri ülke ekonomilerine çeşitli olumlu etkileri bulunmaktadır. Sermaye hareketleri yatırımcıların risklerini dağıtmasını ve getirilerini arttırmasını sağlarken, yöneldiği ülkelerde ise yatırımlar için gerekli finansmanı sağlayarak büyümelerini teşvik etmekte ve hane halklarının tüketimini arttırmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin üretim miktarının artmasını sağlayan sermaye hareketlerinin olumlu yanlarının yanı sıra çeşitli olumsuz etkileri de bulunmaktadır. Ülkelerin, finansal serbestleşmelerini sağlayarak, sermaye hareketlerine açık bir hale gelmesi sonrasında, yatırımcıların geleceğe ait beklentileri uluslararası sermaye hareketlerinin ana belirleyicisi olmakta, gelişmeler karşısında ani ve beklenmedik bir şekilde değişebilmektedir. Bu sebeple sermaye hareketleri; merkez bankalarının ara ya da ana hedef politikası olarak kullandığı, döviz kuru, döviz rezervleri, parasal büyüklükler ve enflasyon gibi değişkenlerde dalgalanmalara yol açarak, para politikası etkinsizliği de dâhil birçok olumsuz gelişmeyi beraberinde getirmektedir.

Küreselleşme olgusunun, gelişmekte olan ülkelere sağladığı en önemli kazanç teknoloji ve sermaye sahibi olan gelişmiş ülkelerin, bu ülkelere yaptığı yatırımlardır. Özelliklede sıcak para diye adlandırılan, kısa vadeli portföy yatırımlarının dışında kalan, orta ve uzun vadeli sermaye ve teknoloji getiren

doğrudan yabancı yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomik büyümelerini sağlamak için yeterli miktarda yerli tasarrufa sahip olmayan az gelişmiş ülkelerin ekonomik ve siyasal olarak ayakta kalabilmeleri için önemli bir destek unsuru oluşturmaktadır. Yabancı yatırımların en önemli unsuru sermaye girişi, teknoloji transferi ve istihdam sağlamasının yanı sıra ülke ihracatına yaptığı katkı olarak ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin borç batağından çıkabilmelerinin tek ve en etkin yolu; ihracata yönelik doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilebilmesidir. Aksi takdirde, uluslararası finans piyasalarından borçlanarak, bütçe açığını kapatma politikaları ile orta ve uzun dönemde bir borç-faiz batağına düşüleceği kaçınılmazdır.

Günümüzde DYY akımlarının özendirilmesinde ev sahibi ülkelerdeki ekonomik göstergeler kadar, kurumsal faktörler de etkilidir. Ekonomi teorisinde kurumsal faktörlere dikkat çekici bir şekilde yer verilmemiştir. Kurumsal faktörler; hukukun üstünlüğü, bürokrasinin işleyişi, yolsuzlukla mücadele, politik istikrar, demokratikleşme ve sivil toplum kuruluşlarının gelişimi gibi birçok konuyu kapsamaktadır. Her şeyden önce, kurumsal faktörlerin iyiliği, uzun vadede sözleşmelerin uygulanması konusunda sorun yaşanmayacağına işaret eder ve belirsizliği ortadan kaldırır. Kurumsal kalitenin yüksek olması, mülkiyet haklarını garanti altına alır ve işlem maliyetlerini minimize eder. Belirtilen bu olumlu yönler yatırımların artmasını ve büyümeyi destekleyen bir ortam oluşmasını sağlar.

Sermaye hareketleri, kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ampirik olarak araştırıldığı bu çalışmanın birinci bölümünde; uluslararası sermaye hareketleri hakkında teorik birtakım bilgiler verilerek kavram açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerine de bölümün sonunda değinilmiştir. İkinci bölümde ise kurumsal kalite açıklanmaya çalışılmış, kavram hakkında bilgiler verilmiş ve konuyla ilgili olarak yapılmış çalışmalar ışığında kurumsal kalitenin büyüme ve sermaye hareketleri üzerindeki etkisi anlatılmıştır. Üçüncü bölüm ise; konu ile ilgili olarak, 1980–2006 yıllarını kapsayan veriler kullanılarak yapılmış bir VAR analizinden oluşmaktadır. Yapılan bu uygulamada diğer çalışmalardan farklı

olarak kurumsal kaliteyi temsilen Polity IV Demokrasi Endeksi, veri seti kullanılarak Türkiye üzerine bir uygulama yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Kavram ve Tanımı

Uluslararası sermaye hareketlerini birçok şekilde ifade etmek mümkündür. Yabancı sermaye, yabancı sermaye yatırımları, deniz aşırı yatırımlar dış yatırımlar ve uluslararası sermaye hareketleri; en basit tanımıyla, ulusal sınırları aşarak başka bir ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonlar şeklinde tanımlanabilir. Uluslararası sermaye hareketleri herhangi bir ülke vatandaşının bir diğer ülkenin yerleşik vatandaşına fon aktarması ya da ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile meydana gelmektedir. (IMF Occasional papers no:77, 1991)

Sermaye hareketlerini; Kenan Bulutoğlu (1970:5), "*Bir ülkenin, karşılığını ödemeksizin dış ülkelerden sağladığı iktisadi kaynaklar*" olarak tanımlar. Bu tanımda geçen, karşılığını ödemeksizin ifadesi ödemelerin işlemin yapıldığı an yerine daha sonraki bir tarihte yapılması ya da hiç yapılmaması anlamına gelir. Karşılığın daha sonra ödenmesi durumunda bu sermaye hareketi borç olarak, karşılığın hiç ödenmemesi durumunda ise bağış olarak adlandırılır. Ancak yapılan bu ilk tanım sermaye hareketlerini tam olarak kapsamamaktadır (Bulutoğlu, 1970: 5). Bir diğer tanım ise; sermaye hareketlerinin, bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde, ileride ödemek üzere, başka ülkelerden kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ve teknolojik kaynaklar olarak tanımlar (Uras, 1979: 31). Karluk'un tanımına göre ise; yabancı sermaye, bir ülkedeki mevcut sermayeye başka bir ülkenin sahip olması anlamına gelir (Karluk, 1997: 519). Diğer bir tanıma göre ise; uluslararası sermaye hareketleri ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder (Seyidoğlu, 1996: 231). Uluslararası sermaye hareketleri ülkelerin ödemeler dengesi istatistiklerine ilişkin tablolarda ödemeler bilançosunun ikinci bölümünde yer alan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ile krediler ve mevduat olarak ön plana çıkan, ancak artık cari işlemler dengesinin tamamlayıcı bölümü veya dış ticaretin finansmanı gibi bir amaçtan ziyade, kendi dinamikleri çerçevesinde hareket eden iktisadi bir olgudur (Güven, 2001: 23).

Yapılan en geniş tanımıyla uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan sağlayacağı ve ekonomik gücü ile ulusal varlıklarına ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgisel ve hizmetsel kaynaklara denilmektir. Yabancı sermaye kaynağı kullanan ya da adlandıran ülkenin sermayesi değildir. Bu kaynak merkez olarak çıkılan ülkenin ya da yerin dışındaki dünya ülkelerinin herhangi birinden gelmiş olabilir. Yani söz konusu bu sermaye o ülkenin ya da merkezin ulusal varlığı değildir. Başka bir bölgeden, başka bir ülkeden, başka bireyler, kurumlar, devletler ya da yatırımcılar tarafından o yere getirilmiş ve o ülkenin ulusal varlıklarına ödünç olarak, geçici olarak veya sürekli olarak eklenmiş bir dış varlık durumundadır. Bu dış varlık geldiği yerde sürekli olarak da kalabilir, geçici olarak da kalabilir. Anılan varlığın kullanılması ile elde edilen karlar dışarıya transfer edilebilir veya var olan sermayeye eklenerek o ülkedeki yatırımlar arttırılabilir (Erol, 2000: 72).

Yapılan tüm bu tanımların ortak noktaları olmakla birlikte, tanımların bazılarında daha çok doğrudan yatırımlara, bazılarında ise dolaylı yatırımlara değinilmiştir. Özet olarak bir ülkeden diğer ülkeye çeşitli nedenlerle ve çeşitli şekillerde hareket eden fon, şeklinde açıklanabilecek olan uluslararası sermaye hareketlerinin günümüzde çok tartışılıyor olmasının temelinde yatan sorun, bu sermaye hareketlerinin geliş biçimidir. Ekonomik kalkınmasını tamamlayabilmek için yeteri kadar yurtiçi tasarrufa sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarını tamamlayabilmek için yabancı kaynaklara başvurmaları zorunlu bir haldir. Burada asıl önemli olan yabancı sermayenin ülkeye ne şekilde geldiği ve ne amaçla kullanıldığıdır. Yabancı sermayenin yapısından kaynaklanan farklılıklar, örneğin, kısa vadeli gelen borç sermayesinin hassas ve oynak yapısı, ya da spekülatif olması, ayrıca devletin aldığı kısa veya uzun vadeli yabancı kaynağı verimsiz kullanması, üretimi arttıracak yatırımlardan ziyade tüketim için kullanılması gibi olasılıklar bu tartışmaları körükleyen asıl nedenlerdir (Çetenak; 2006: 7).

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Yatırım amacıyla bir ülkeden bir başka ülkeye giden sermayenin tarihi 16.yüzyıl'a kadar uzanmaktadır. Bu asırda İngiltere'de kurulan Fuggers of Augsburg yatırım evi, Kuzey ve Orta Almanya'nın bakır madenleri ile Macaristan'daki gümüş madenlerini işletmekteydi. 18. yüzyıl'a doğru ise Antwerp ve Amsterdam şehirleri dünyanın en büyük iki sermaye merkezi haline geldi. Böylelikle Hollanda bu yüzyılda yabancı yatırımların en fazlasına sahip ülke konumuna geldi. Fakat meydana gelen Napolyon savaşları sonucunda bu alandaki liderlikte İngiltere'nin eline geçmiş oldu. Bu dönemde İngiltere'den dışarı giden sermaye miktarı bir ara milli gelirin %7 sine kadar yükselmiştir (Salihoğlu, 1998: 20).

19. yüzyılın ilk yarılarına gelindiğinde ise İngiltere'nin ihtiyaç duyduğu hammadde, maden ve petrolün elde edilebilmesi için sömürgelerine yaptığı yatırımları, bu yüzyılın ikinci yarısında, hızla sanayileşen Fransa ve Almanya gibi diğer batı ülkeleri izlemiştir. Böylelikle sanayi üretimine geçen Avrupa devletlerinin ihtiyaçları olan hammaddeleri sağlayabilecek, ucuz iş gücü ve doğal kaynaklara sahip, dönemin sömürge devletleri ve az gelişmiş bağımsız ülkeleri cazip yatırım alanları haline gelmiştir (Akdiş, 1998: 63).

Bu süreç, ABD'nin de yabancı sermaye yatırımı yapan ülkeler arasına katılmasıyla, 1929–30 Dünya ekonomik buhranına kadar sürmüş ve sonrasında, yabancı sermaye yatırımı yapan ülkelerin, bu yatırımlarını tasfiye etmeye yönelmesiyle yavaşlamaya başlamıştır (Uras, 1979: 31).

1950'li yıllara kadar meydana gelen sermaye hareketleri, genellikle portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Ancak bu durum İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra tersine dönerek sermaye hareketlerinin daha çok doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde yapılması sonucunu ortaya çıkarmıştır. Az gelişmiş ülkelerin daha çok yabancı yatırım çekme çabaları ile çok uluslu şirketlerin bu süreçteki rolü büyük olmuştur. Az gelişmiş ülkeler sanayileşmiş ülkelere hammadde ihraç edip, çeşitli sanayi ürünleri ve sermaye malları ithal etme şeklinde ki bu durumdan kurtulabilmek için, beraberinde teşebbüs becerisi, teknoloji, yönetim bilgisi ve pazarlama stratejileri gibi üretim faktörlerini getiren

yabancı sermaye hareketlerine sıcak bakmaya başlamışlar ve ülkelerine daha çok yabancı sermaye yatırımları çekebilmek için vergi muafiyetleri ve sübvansiyonlar gibi teşvik politikalarıyla yabancı sermaye için uygun bir ortam sağlamaya çalışmışlardır (Çetenak, 2006: 5).

İkinci Dünya Savaş'ı sonrası toplanan Bretton Woods konferansı ile yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde ve genellikle plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman gereğini karşılama görevini üstlenen hareketlerdir. Dolayısıyla, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalara girişi sınırlı kalırken, bu ülkelere olan sermaye hareketleri de sınırlı kalmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58).

Sermaye hareketlerinde dönemler itibariyle gerilemelerin ve yükselişlerin olduğu döngüsel bir süreç yaşanmıştır. 1970'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri 1980'lere gelindiğinde tersine dönmeye başlamıştır. 1990'larda ise daha büyük ölçüde bir canlanma ve ters dönüş yaşanmıştır.

İkinci dünya savaşından 1970'li yıllara kadarki dönem içerisinde kullanılan yeni teknolojiler ile üretimde verimliliğin artması, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, uluslararası mali kuruluşlarca yapılan yardımlar ve Bretton Woods konferansında alınan kararlar çerçevesinde gelişmiş ülkelerde yapılan uluslararası kurumsal düzenlemelerin sonucunda söz konusu ülkelerdeki refah düzeyi artmıştır ve bu ülkeler 1970'lerin başına kadar ekonomik bir genişleme süreci yaşamışlardır (Balkan, 1994). Ancak 1970'lere gelindiğinde, kullanılan üretim teknolojilerinin emeğin verimliliğini arttırmadaki başarısı düşmüş, hammadde fiyatları artmaya başlamış ve buna bağlı olarak da kar oranları düşmüştür. Kar oranlarında yaşanan bu düşüş yatırımların da azalmasına böylelikle büyüme oranlarının düşmesine neden olmuştur (Kaya, 1998: 25).

Bretton Woods konferansı ile yeniden yapılandırılan dünya ekonomisinin bu yeni yapısı ve buna uygun olarak tasarlanan sermaye hareketleri 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizin altından kalkamayarak çökmüştür. Bretton Woods sisteminin çökmesi hem dünya ekonomisinde hem de uluslararası sermaye

hareketlerinde büyük değişimlere neden olmuştur (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58).

İkinci Dünya Savaşından sonra yaklaşık çeyrek yüzyıl süren hızlı büyüme ve refah dönemi, 1971'de dolar-altın bağlantısının kopması ile birlikte Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve kapitalist sistemlerin krize girmesiyle sonuçlanmıştır. 1970'li yıllarda Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye hareketleri artmış ve zamanla, sadece gelişmekte olan ülkeleri değil, sanayileşmiş ülkeleri de tehdit eder hale gelmiştir (İnsel ve Sungur, 2003: 4).

Yaşanan küreselleşme olgusunun en belirgin özelliklerinden biriside; Dünya ekonomisinin en önemli olgularından birisi olan faiz-kur arbitrajından yararlanarak kar elde etmek maksadıyla bir ülkeden bir diğerine kolaylıkla ve ani bir şekilde hareket eden sermaye akımlarının 1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle ortaya çıkması olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar 1970'li yılların ikinci yarısında yaşanmaya başlayan krizin etkisiyle reel yatırımlardan uzaklaşarak, finansal yatırımlara yönelmişlerdir (İnandım, 2005: 9).

Gelişmekte olan ülkelerin 1980'lerin ilk yıllarından itibaren dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlamış olmaları bu ülkelerin kamu açıklarını derinleştirmiş ve makro ekonomik yapılarının bozulmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu kriz tüm dünyada ekonomik bir yavaşlamaya neden olmuş, uluslararası faizlerde hızla artmıştır (Kaya, 1998). Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler dış şokların etkisini azaltabilmek için doğrudan yurtdışı borçlanmaya gitmek yerine, ihtiyaç duyulan fonların doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde ülkeye gelmesini sağlamak amacıyla teşvik edici politikalar uygulamaya başlamışlardır (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1993).

Meydana gelen bu krizler, ülkelerin uyguladıkları iktisat politikalarında köklü değişimlere gitmeleri sonucunu doğurmuştur. Birçok ülke, ülkelerine daha çok sermaye gelmesi önünde bir engel olarak gördükleri devletçi politikalardan

vazgeçerek iktisadi alanda liberal politikalar uygulamaya başlamışlardır. Bu uygulamalarla gelişmiş ülkeler devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Aynı zamanda bu politikalar, az gelişmiş ülkelerin de krizden kurtulmada uygulayabilecekleri politikalar olarak görülmüşlerdir. Yaşanan krizler sonrasında gelişmekte olan ülkeler dış borç bulabilmek için IMF ve Dünya Bankası gibi küresel kuruluşların dayattığı yapısal uyum politikalarını bir bir uygulamaya başlamışlardır. Bu uygulamaların doğal bir sonucu olarak makro ekonomik yapılarını, açık ekonominin gereklerine göre yeniden yapılandırmak durumunda kalmışlardır. Bunun içinde, bazı ülkeler tüm kambiyo kontrollerini kısa sürede tam olarak kaldırmış, bazıları ise kambiyo üzerindeki kontrollerini kademeli bir şekilde ve zamana yayarak kaldırmışlardır. Dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasıyla artan ticaret hacmi az gelişmiş ülkelerin gelişmiş ülke fonlarına daha fazla ihtiyaç duymaları sonucunu ortaya çıkarmıştır. Gelişmekte olan ülkeler artan kaynak ihtiyacını karşılamak adına daha fazla yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmek için ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurarak geliştirmişlerdir. İzlenen politikalar sermaye hareketlerini kolaylaştırmış bu da sermaye akımlarının hem hacmini hem de hızını arttırmıştır (İnandım, 2005: 10).

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını finanse etmek amacıyla kullanmayı düşündükleri yabancı sermaye, her ülkede ve her dönemde sürdürülebilir bir süreç olmamıştır. Yatırımların finansmanında kullanılması arzu edilen yabancı sermaye daha çok ülkelerin mevcut durumundan yararlanarak kısa vadeli spekülatif kazançlar elde etmiş ve kazançlarıyla birlikte söz konusu ülkeleri terk etmişlerdir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58).

1990'lara gelindiğinde ise sermaye hareketlerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Bu artışın temel nedeni uluslararası portföy çeşitlendirilmesine imkân veren iki önemli gelişmedir. Bunlardan birincisi, gelişmekte olan ülkelerin daha fazla yabancı yatırım çekebilmek ve uluslararası finansal bütünleşmeye katılımlarını artırabilmek için finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hareketlerini serbestleştirmek olmuştur. Bununla birlikte gelişmekte olan bu ülkeler, yatırım olanaklarını artırabilmek için devletin ekonomik alandaki

etkilerini azaltmak adına kamu kuruluşlarını özelleştirmişler, daha derin ve likit piyasaların oluşumunu da desteklemişlerdir (Moreno, 2000: 22).

İkinci önemli değişim ise, dünyanın bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşamış olduğu büyük gelişmedir. Yaşanan bu gelişme dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiştir. Meydana gelen bu kolaylık gelişmiş ülkelerdeki fonların dünyanın her tarafında hareketine imkân sağlamıştır. Teknolojik alanda özelliklede iletişimde yaşanan gelişmeler, yatırımlarla ilgili bilgi sağlamada kolaylıklar getirerek ve risk yönetiminde daha etkin finansal araçların oluşumunu destekleyerek yabancı yatırımlar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır (Moreno, 2000: 22).

Sermaye hareketlerinde yaşanan bu gelişmelere, 1990 sonrasında az gelişmiş ülkelerin ekonomik yapılarında yaşanan yapısal değişikliklerin yanı sıra bazı küresel faktörlerinde neden olduğu bir gerçektir. Örneğin; Latin Amerika ülkelerinin tümünde 1990'ların ikinci yarısından itibaren yaşanmaya başlayan yabancı sermaye girişi ve bu yıllardaki dalgalanmanın temel nedeni doğru makro ekonomik politikaların uygulanması ve daha güçlü ekonomik performans gibi içsel oluşumlara atfedilirken daha sonraları uluslararası sermaye hareketlerinin oluşumunun çok daha büyük ölçekli olduğunun ve farklı özelliklere sahip olan ülkeleri de etkilediğinin farkına varılmıştır. Yapılan çalışmalarda sermaye hareketlerinin sadece doğru makro iktisadi politikaları uygulayan ülkelere değil, makro iktisadi yapıları ve politikaları birbirinden oldukça farklı olan birçok ülke ekonomisine aynı oranda ilgi gösterdiklerini ortaya koyulmuştur (İnandım, 2005: 11).

1990'lı yılların ilk yarısında Meksika, Arjantin ve Şili gibi yapısal uyum politikalarında başarılı olan ülkelerin yanı sıra Brezilya gibi ekonomik göstergelerin kötüleştiği, kamu açıklarının hızla arttığı ülkelere de yoğun sermaye girişleri olmuştur. Bu durum önemli küresel faktörlerin etkilerini ortaya koymaktadır. Bu küresel faktörlerin en başında şüphesiz Amerika Birleşik Devletleri'nin özellikle 1990'lı yılların başında sürekli olarak düşen ve 1960'lardan sonraki en düşük seviyesine ulaşan kısa dönem faiz oranları gelmektedir (Calvo vd., 1993). Böylelikle aynı dönemde göreceli olarak daha

yüksek faizli yatırım olanakları sunan Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'nın gelişmekte olan ekonomilerine önemli oranda bir sermaye girişi başlamıştır (İnandım, 2005: 11).

Hacim olarak 1990'ların sermaye hareketleri 1970'lerdeki sermaye hareketlerine ulaşmakla birlikte, bu iki dönemdeki sermaye hareketleri birçok açıdan farklılık göstermektedir. Küreselleşmenin finansal piyasalara etkilerinin en belirgin olarak gözlemlendiği 1990'lı yıllarda uluslararası sermaye hareketleri nitelik, kaynak ve kanalları bakımından değişim göstermiştir. Bu dönemdeki uluslararası sermaye hareketlerinin en belirgin özelliği arbitraj kazancı kovalayan spekülatif nitelikli para hareketleri olmalarıdır. Bu değişime paralel olarak bu dönemin uluslararası sermaye hareketleri kısa vadeli ve daha hareketlidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 59).

1990'larda finansal piyasalarda yaşanan bütünleşme ve uygulanan serbestleşme politikaları uluslararası sermaye hareketlerinin kaynağını değiştirerek resmi kanallardan özel kanallara kaymasına neden olmuştur. Finansal piyasaların bütünleşmesiyle ülkeler sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için doğrudan resmi kanallara borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmişlerdir. Böylelikle, ulusal ekonomilerin makro ekonomik yapılarındaki dengesizlikler sermaye hareketlerinin seyrini etkilememiş ve gelişmekte olan ülkelerin Bretton Woods sistemindekinin tersine uluslararası finans piyasalarına katılım imkânları artmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58). Uluslararası sermaye hareketlerindeki bu niteliksel değişimler bu hareketlerin bileşimini de etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içindeki kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür.

1990'ların sermaye hareketleri nedenleri açısından da ele alındığında 1970'li yılların sermaye hareketlerinden farklılıklar gösterir. 1990'lı yıllardaki sermaye hareketleri incelendiğinde bu hareketlerin temel nedeninin, ulusal piyasalarda var olan döviz kuru ve faiz oranları arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj unsuru olduğu görülür (Yeldan, 2002: 8).

Dolayısıyla bu yıllardaki sermaye hareketleri daha çok kısa vadeli spekülatif amaçlı hareketlerdir. 1970'li yıllarda ise gelişmiş ülkelerde düşen faiz

oranlarına karşılık gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının artması, yaşanan petrol krizinden sonra birikimli olarak artan 'petrol-dolar' fonlarının uluslararası finans piyasalarına yeniden sokulması zorunluluğu gibi birçok etken sermaye hareketleri üzerinde etkili olmuştur. Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu sonucunda arbitraj kazancı kovalayan bu sermaye büyüklüğü, 1990'larda artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına yönelirken, yapı olarak da daha seçici, daha kısa vadeli, daha hareketli, daha tedirgin ve daha spekülatif bir niteliğe kavuşmuştur. Söz konusu spekülatif sermaye, sermaye girişinin olduğu ülkelerde hem ulusal paraların aşırı değerlenmesine hem de döviz rezervlerinde aşırı birikime yol açmıştır (Yeldan, 2002: 8).

1990'larda Latin Amerika ülkelerinde faiz oranlarının Amerika Birleşik Devletlerindeki faiz oranlarından daha yüksek olması ve ulusal paralarının reel olarak değer kazanması, bu ülkelere spekülatif amaçlı kısa vadeli yatırımların girmesine neden olmuştur. Latin Amerika ülkelerine yönelen bu kısa vadeli sermaye bu ülkelerde hızla büyüyen cari açığı kapattığı gibi döviz rezervlerinde de aşırı bir artışa neden olmuştur (Calvo vd.; 1993). Spekülatif amaçlı bu kısa vadeli sermaye türü sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile sağlanan bürokratik kolaylıklar vasıtasıyla bir ülkeye çok kısa bir sürede girebildiği gibi yine aynı hızla çıkma imkânına sahiptir ve dolayısıyla da riski çok yüksek olarak algılanmaktadır (İnandım, 2005: 14).

1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri

Genellikle yatırımcılar herhangi bir ekonomideki getiri oranının uluslararası getiri oranından göreceli olarak fazla olduğunu fark ettiklerinde, bu ülke ekonomisine yönelik yabancı sermaye hareketleri artmaya başlar (İnandım, 2005: 16).

Sermaye hareketleri, genel olarak politik risk, makroekonomik faktörler, dış faktörler, düzenleyici kontroller, vergi teşvikleri, yatırımcıların iş stratejileri vs. gibi faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörler literatürde yoğun bir biçimde tartışılırken, henüz neden gelişmekte olan ülkeler arasındaki sermaye akımlarının kompozisyonunun ve hacimlerinin farklılaştığı hususunda bir sonuca ulaşılamamıştır (Chen ve Khan, 1997: 4).

Sermaye hareketlerinin yönü ve büyüklüğü sadece getirinin göreceli karına değil, aynı zamanda yatırım işlemlerinde izlenen bürokratik sürecin kolaylığına da bağlıdır. Bunun en büyük kanıtı finansal serbestleşme politikaları sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinde gözlenen güçlü artış eğilimidir (Montiel ve Reinhart, 2001).

Bazı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artmasının arkasında, tıpkı sanayileşmiş ülkelerdeki gibi, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberelizasyon dalgası ve son yıllarda gerçekleştirilen yapısal reformlar bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki değişimler; sermaye kontrollerinin kaldırılması, finansal sistemin liberelizasyonu, ticaretin serbestleştirilmesi, makroekonomik dengenin sağlanması ve özelleştirmeyi içermektedir (Bacchetta, Wincoop, 1998: 3).

Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli nedenlerinden biriside uluslararası portföy çeşitlendirmesidir. Bu finansal piyasaların bütünleşmesinin devam edeceğinin ve yatırım portföylerinde yerel piyasanın esas olmayacağının bir göstergesidir (Moreno, 2000).

Finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmelerin etkileriyle gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin büyük bir artış gösterdiği genel bir kabul görmektedir. Bununla birlikte bu hareketlere neden olan faktörler hakkında ise bir görüş birliği bulunmamaktadır. Sermaye hareketlerini etkileyen faktörler başlıca dışsal (itici) faktörler ve içsel (çekici) faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Sermaye hareketlerindeki bir artış, itici ve çekici faktörlerdeki bir iyileşmeden kaynaklanabileceği gibi, güçlü bir finansal bütünleşmeyi de yansıtabilir (Montiel ve Reinhart, 2001).

1.3.1. Çekici faktörler

Çekici faktörler, sermaye hareketlerinin yöneleceği ülkenin, içinde bulunduğu makro ekonomik performansa göre belirlenen faktörlerdir. Yatırımın yapılacağı ülke ekonomisinin sağlayacağı yüksek getiri, gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarında sağlanan artış, düşük enflasyon oranları gibi makro ekonomik performanstaki iyileşmeler yabancı sermayeyi çeken en önemli faktörlerdir. Bununla birlikte, bu faktörlerin sermaye hareketleri üzerindeki

etkilerinin gerçekleşebilmesi, söz konusu bu ülkelerin finansal serbestleşmeyi sağlayabilmeleri için sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarına bağlıdır. Bir ülke ekonomisinin yapılan yatırıma sağlayacağı getiri ne kadar büyük ya da makro ekonomik koşulları ne kadar iyi olursa olsun söz konusu bu ülkeye yatırım yapılması için gerekli koşullar sağlanamazsa sermaye hareketleri de gerçekleşmeyecektir (Montiel ve Reinhart, 2001).

Çekici faktörlerin başında kısa vadeli sermayeyi ve özelliklede "sıcak para" akımlarını harekete geçiren ve gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitrajdır. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülatif arbitraj olanakları oluşturan ülkeler uluslararası sermaye hareketleri için çekici bir hedeftir. Burada arbitraj oranı, gelişmekte olan ülkelere giriş yapan bir birim yabancı paranın cari döviz kurundan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra tekrar cari kur üzerinden dövize çevrilerek yurt dışına çıkması sonrası elde edilen net geliri yansıtmaktadır. Bu işlemler sürecinde faiz oranlarında meydana gelen bir artış arbitraj gelirini arttırırken, döviz kurunda meydana gelen bir artış da arbitraj gelirini düşürecektir (Yeldan, 2005: 2). Arbitraj gelirinde bir düşme söz konusu olduğunda bir diğer ifadeyle, yüksek reel faiz ve düşük döviz kuru dengesinde meydana gelecek bir bozulma ise hareketli yapıdaki spekülatif nitelikli sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olacaktır (İnandım, 2005: 18).

Makro ekonomik durumdaki değişmelere diğer piyasalara oranla çok daha çabuk tepki veren finansal piyasalarda, portföy ve kısa vadeli yatırımların seyri, hem ekonomik şartların hem de diğer şartların göz önüne alınmasıyla yatırımcılar tarafından belirlenir. Yatırımcılar yatırım kararı vermeden önce vergi sonrası kara, yatırım sonrasında ulusal parayı çevirecekleri döviz kuruna ve parayı geri çevirememe riskine odaklanırlar. Tüm bu gelişmeler denge döviz kurunda bir değerlenmeye yol açabilir, dalgalı kur uygulaması mevcut ise, nominal kurda bir artış meydana gelecektir. Eğer sabit kur uygulaması mevcut ise, ani bir sermaye girişi rezerv parayı yükselterek fiyatlar üzerinde ve dolayısıyla reel döviz kuru üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratacaktır. Her iki durumda da, küresel fonların küçük bir kısmı geniş çaplı bir sermaye girişine neden olmak için yeterlidir.

Örneğin 1995'te Çek Cumhuriyeti gayri safi milli hâsılasının %18,5'i kadar bir sermaye girişiyle karşı karşıya kalmıştır (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Yatırımlardaki yüksek getiri oranı, düşük enflasyon oranları, kurdaki değişimler gibi temel faktörler de çekici faktörler arasında yer alır. Doğrudan yatırımlar için makroekonomik şartlar, kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları için ise, daha çok faiz oranı ve borsa endeksi gibi finansal göstergeler önemlidir. Örneğin, Tayland'da düşük vergi oranları sermaye hareketlerinin ülkeye girişini özendirirken, Şili, Kolombiya, Türkiye gibi ülkelerde ise yüksek faiz oranları aynı etkiyi doğurmuştur. Gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarının büyük bir bölümünün faiz ve kur oranlarından kaynaklanan arbitraj karı elde etme amaçlı olduğu görülmektedir. Döviz kurundaki artışın faiz oranları beklentisinin altında olması, kısa vadeli sermaye akımları için önemli bir göstergedir. Ancak, bu durumun sürdürülemez olduğu ve dalgalanmalara yol açtığı yaşanan deneyimlerden çıkarılmış sonuçlardandır (Güven, 2001: 3).

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlarda, yatırımcıları ve borç verenleri en çok ilgilendiren etkenlerden biriside risk-getiri oranlarında kaydedilen olumlu gelişmelerdir. Risk-getiri oranlarında yaşanan gelişmeler söz konusu ülkelerde borçlular tarafından ihraç edilen varlıkların özelliklerine de yansımaktadır. Ancak, makro ekonomik koşullardaki iyileşmeler risk-getiri oranında ki iyileşmelerin tek nedeni değildir. Örneğin; esnek döviz kuru politikası uygulayan ve mevduat garantisi uygulamaları serbestleştirilmiş, ancak sağlam bir denetim mekanizmasına sahip olmayan bir finansal sektör, yatırımcılara yüksek ve güvenilir özel getiri oranları sağlama olanakları verebilir. Bu örnekte sermayeyi ülkeye çeken iyiye giden ekonomik durum değil, düşük riskli ama yüksek getirili yatırım imkânlarıdır. Böyle bir fırsattan yararlanarak ülkeye gelen yabancı sermaye, ülke ekonomisi için herhangi bir fayda sağlamayacak, mevcut fırsatları değerlendirerek düşük maliyetli yüksek getiri elde etmeye çalışacaktır. O halde, sermaye hareketlerinin refah etkileri, bu hareketlerin ortaya çıkan bir çarpıklıktan mı yoksa var olan bir çarpıklığın giderilmesinden mi kaynaklandığı ile ilişkilidir. Yeni bir çarpıklığın ortaya çıkması ile oluşan sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine iyileştirici bir etkide bulunma olasılığı çok düşüktür. Sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği açısından da sermaye hareketlerinin mevcut

çarpıklıktan mı yoksa var olan bir çarpıklığın giderilmesinden mi kaynaklandığı önem arz etmektedir (İnandım, 2005: 19).

Sermaye hareketlerini ve yatırımları etkileyen bir diğer önemli faktörde, ülkelerin ulusal para birimlerini yeniden değerleme yoluna gitmeleridir. Ulusal para birimi üzerinde yapılan bu yeniden değerleme işlemi en başta doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir. 1980'lerin son yıllarında Japon Yeni'nin ABD doları karşısında yüzde elliden fazla değer kazanması, Kore, Tayvan ve Singapur gibi yeni sanayileşmiş ülkelerin uluslararası rekabet gücünü arttırmış ve Japon yatırımlarının Malezya ve Tayland gibi Güneydoğu Asya'daki düşük maliyetli üretim bölgelerine kaymasına neden olmuştur (Glick, 1998: 22).

Finansmanın maliyeti açısından bakılınca, diğer koşulların sabit olduğu düşünülürse, eğer bir ülkenin finansman piyasası, yüksek büyüme oranından kaynaklanan olanaklardan faydalanmasını sağlayacak derecede gelişmemişse, portföy finansmanının maliyeti çok yüksek olacağından, ülke portföy akımlarını çekememekte, onun yerine bu akımların ikamesi olarak doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekmeye çalışmaktadır. (Chen ve Khan, 1997: 31)

1.3.2. İtici faktörler

Uluslararası yatırımın gerçekleşmesi için sadece yatırım yapılan ülkede ya da piyasada bu gibi faktörlerin varlığı yeterli olmayabilir. Yatırımın geldiği ülkede faiz oranlarının düşük olması, ya da düşecek olması yönünde piyasada oluşan beklentiler, sermaye piyasalarında düşük getiri oranları, iyi çeşitlendirme yapamama gibi faktörler yabancı portföy akımlarına neden olabilir. Bu tür faktörlere ise itici faktörler denir (Çetenak, 2006: 25).

İtici faktörler sermayenin getirisinin düşmesine yol açarak ülkeyi terk etmesine neden olan faktörlerdir. İtici faktörlerin başında yaşanan ekonomik durgunluklar, düşük faiz oranları, iş dünyasında yaşanan olumsuz koşullar, ihraç edilen varlıkların risk-getiri oranlarında meydana gelen bozulmalar ve siyasi gerginlikler sayılabilir. Bu faktörler, ülkedeki mevcut sermayenin ülkeyi terk ederek, gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olur.

Bu şekilde gelişmiş ülkelerden, ekonomik koşullarda meydana gelen dönemsel bozulmalar nedeniyle kaçan sermaye ülke koşulları düzeldiğinde genellikle geri dönmektedir. Ülke koşullarının düzelmesi ve yatırımların getirisinde meydana gelen artışlarla birlikte gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere oranla daha gelişmiş, etkin işleyen piyasalara sahip olması ve yeni kurulan, gelişimini tamamlamamış piyasaların taşıdığı riskleri taşımaması sermayenin gelişmiş ülkelere geri dönmesinde önemli bir etkendir. Gelişmiş ülke yatırımcılarının portföyde çeşitlendirmeye gitme istekleri gelişmiş ülkelerden sermaye çıkışının yaşanmasında etkili olan bir diğer önemli faktördür. Örneğin; gelişmiş ülkelerdeki emeklilik fonları gibi oluşumların aracı finansal kurumlar haline gelerek gelişmekte olan ülkelere yatırım yapması portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketleridir. Bu amaçla yapılan sermaye hareketleri dönemsel sermaye hareketlerine göre daha uzun bir zamana yayılmakta ve gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilir bir özellik taşımaktadır.

Gelişmiş ülkelerde 1990'lı yılların başında ekonomik faaliyetlerde yaşanan dönemsel düşüş ve bunun sonucunda faiz oranlarında meydana gelen düşme, geçici de olsa gelişmekte olan ülkeleri portföy ve kısa vadeli yatırımlar için çekici hale getirmiştir. 1990'larda Latin Amerika'ya yönelen sermaye hareketlerinde Amerika Birleşik Devletleri'ndeki düşük faiz oranları, Doğu Asya'ya yönelen sermaye hareketlerinde de Japonya'daki düşük faiz oranları oldukça etkili olmuştur (Hoggarth ve Sterne, 1997: 52).

Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye hareketlerine bakıldığında, bir ülkeye yönelik sermaye girişlerinin artması arzusu, bu ülkenin sermaye hareketleri için oluşturduğu olumlu şartlara bağlıdır. Sermaye girişleri gelişmekte olan ülkeler açısından dışsal bir finansal şoktur. Her ne kadar bu finansal şok kredi sınırlaması altında ve yüksek miktarda borcu olan ülkeler açısından olumlu bir gelişme olsa da, taşıdığı dönemsel olma özelliğiyle de bu gelişmenin geçici olacağı yönünde bir risk taşımaktadır. Bu yüzden itici faktörler nedeniyle ülkeye yönelen sermayenin belirli bir dönem sonunda geri dönebileceği olasılığını da gelişmekte olan ülkeler göz önünde bulundurmak durumundadırlar. Gelişmekte olan ülkeler her ne nedenle olursa olsun beklenmedik sermaye çıkışlarından olumsuz etkilenecektir (İnandım, 2005: 22).

1.3.3. Finansal serbestleşme

Dar anlamda, mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan mali serbestleşme, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması, yabancı kuruluşların ulusal sisteme girişlerindeki engellerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları kapsamaktadır (Williamson-Mahar, 1998: 9).

Finansal liberelizasyon, mali kaynaklar üzerindeki kısıtlamaları ekonomik kaynakların etkin dağılımını ve potansiyel büyüme oranlarını etkilediğinden, son 20 yıldan bu yana birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için temel ekonomik olgulardan biri olmuştur. Finansal liberalizasyonun temel hedeflerinin, tasarrufları arttırmak, yabancı sermayeyi çekebilmek ve mali kaynakların kullanımındaki etkinliği arttırmak olduğu söylenebilir. Ayrıca, ekonomik ve politik istikrar, kontrol edilen bankacılık sisteminin etkinliği ve faiz oranlarının seviyesi, iyi bir liberelizasyon politikası için önemli etkenlerdir (Cihan, 2005: 6–7).

Finansal bütünleşme olgusunun kendisi de sermaye hareketlerine neden olan çekici ve itici faktörlerin yanı sıra bu hareketlerin temel nedenlerinden birisidir. Sermaye hareketlerine uygulanan engellerin kaldırılmasıyla güçlenen finansal bütünleşme, çekici ve itici faktörlerle birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin miktarında artışa neden olmuştur. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler uyguladıkları finansal serbestleşme politikalarının bir sonucu olarak, özelliklede döviz hesaplarını serbestleştirmektedirler. Ülkelerin politik uygulamaları sonucu oluşan koruma amaçlı engeller kalktığında, sermayenin uluslararası piyasalarda serbestçe dolaşımının önü açılmakta, bu da sermayenin ülkeler arasındaki hareketlerini hızlandırmaktadır.

Son yüzyılda bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan büyük gelişmeler ile birlikte uygulamaya konulan finansal serbestleşme politikalarının doğal etkileri sonucunda sermaye hareketleri üzerinde uygulanan kontrollerin kaldırılmasıyla yaşanan finansal bütünleşme dünya genelinde sermaye hareketlerinin yaşanmasına neden olmuştur.

Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki büyük yeniliklerle uluslararası finansal pazarlar arasındaki etkileşim ve bağların güçlenmesi ve bu piyasaların yeni finansal araçlar vasıtasıyla derinleşmesi finansal serbestleşme üzerinde çok büyük bir etkiye neden olmuş ve böylece gelişmiş ülkedeki fonlar dünya genelinde rahatça hareket etme imkânı kazanmıştır. Sonucunda gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye hareketleri yaşanmaya başlamıştır.1980'li yıllarda finansal serbestleşmede görülen yoğun artış ile uluslararası sermaye ülkeler arasındaki getiri farklılıklarından yararlanmak maksadıyla hareket etmeye başlamıştır. Bu fon akımından yararlanmak için finansal serbestleşme sürecine dâhil olan az gelişmiş ülkeler, beklemedikleri ve tahmin etmedikleri çeşitli sorunlarla mücadele etmek zorunda kalmışlardır. Kambiyo rejimlerindeki serbestleşmeler, gelişmekte olan ülkelerin ve uluslararası finans piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmalarına rağmen, gelişmekte olan ülkelerin bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme olanaklarını sınırlamış, dolayısıyla da söz konusu ülkelerin kendi ülkelerine özgü büyüme ve kalkınma hedefleri tespit etme ve uygulama şanslarını ortadan kaldırmıştır (Yeldan, 2002: 1).

Finansal serbestleşmeyi savunan düşünce sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla tasarrufların daha etkin kullanılacağını ve daha yüksek getirili yatırımlara dönüşeceğini iddia etmektedir. Arzu edilen büyümeyi gerçekleştirmek için yeteri kadar yurtiçi tasarrufa sahip olmayan az gelişmiş ülkelerde faiz oranı finansal serbestleşme politikaları sonucunda yükselecek, bu yüksek faizden kar elde etme amacıyla tasarruf fazlası bulunan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu sermaye hareketi sonucunda ülkeler arası faiz oranları eşitlenirken, artan rekabet finansal piyasaların daha verimli çalışmasına böylelikle tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların daha iyi şartlara sahip olmasına, hükümetlerin daha disiplinli ve etkili ekonomik politikalara yönelmesine neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2003: 4).

Ancak, ampirik gözlemler, finansal serbestleşme sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin, bu ülkelerdeki yatırımların getirisinin gelişmiş ülkelerin düzeyine çıkmasını sağlamadığını, yatırımların getirisi arasında bir yakınlaşma eğiliminin ortaya çıkmadığını göstermektedir (Akyüz, 1993).

Mali serbestleşmeye olumsuz bakan yaklaşıma göre ise, ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi, küresel piyasaların entegrasyonunun olduğu bir ortamda, mali kurumların fonların reel kesime aktarılması yönündeki temel fonksiyonunu yitirmesi, uluslararası düzeyde sermaye hareketlerinde bir oynaklığın oluşmasına yol açmıştır. Bu süreçte, mali piyasalar, tasarruf ve yatırımı uyumlu yapan aracılık işlevinden uzaklaşmış, aşırı oynak aktiflerin veya buna ilişkin beklentilerin sürüklediği, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir (Cihan, 2005; 7).

Sermaye hareketleri üzerine Berksoy ve Saltoğlu (1998) tarafından yapılan bir çalışmada; finansal piyasalarda yaşanan küreselleşmenin uluslararası sermaye hareketlerinin mal akımlarından koparak getiri farklılıklarından yararlanmayı amaçlayan sermaye hareketlerine dönüşmesine ve bu sermaye akımlarının gittikçe büyüyerek özellikle de yükselen piyasa ülkelerine yönelmesine neden olduğu savunulmaktadır.

Bu açıdan, kısa vadeli ve spekülatif bir yapıya bürünen gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarının hızla artmış olmasına karşın, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan ekonomide istikrarın oluşmasına katkıda bulunmadığı ve gelişmekte olan ülkelerde istikrarsızlığa yol açarak ters etkilere yol açtığı öne sürülmektedir (Selimata, 2003: 4).

Son yıllarda sermaye hareketleri üzerine yapılan ülke deneyimlerine dayalı birçok çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin, giderek kısa vadeli ve spekülatif amaçlı hareket eder bir şekil aldığı gerçeği desteklenmektedir.

1.3.4. İtici ve çekici faktörlerin göreceli önemi

Hem küresel faktörler hem de ulusal faktörler sermaye hareketleri üzerinde etkili olmaktadır. Ancak, dönemler itibariyle bu faktörlerin göreceli önemi değişiklik göstermektedir. Sermaye hareketleri hem yatırımcılara hem de alıcılara önemli faydalar sağlama imkânı verirken, ekonomik koşullara olan aşırı duyarlılığı ile de alıcı durumundaki ülkeleri de ani dönüşlere karşı zayıf hale getirmektedirler.

Sermaye hareketlerinin bu özelliği nedeniyle gelişmekte olan ülkeler sermaye girişlerinden en yüksek faydayı sağlamaya çalışırken diğer taraftan da beklenmedik ani sermaye çıkışlarının yaşanması ile oluşabilecek şoklara karşı zayıflıklarını ortadan kaldıracak, ekonomik önlemleri almaya çalışmaktadırlar. Sermaye hareketlerine neden olan çekici ve itici faktörlerin göreceli önemi, gelişmekte olan ülkelerin uygulayacakları politikalar açısından büyük önem taşımaktadır. Bu zayıflıkları ortadan kaldırmak için bazı ülkeler, esnek döviz kuru sistemleri uygularken, bazıları da ulusal finans sistemlerini, hem ani sermaye girişlerine aracılık edebilecek hem de ani sermaye çıkışları ile oluşabilecek şoklara karşı ekonomilerini güçlendirmektedirler. Bazıları ise sermayenin giriş ve çıkışlarını doğrudan sınırlandırmaktadırlar (Moreno, 2000: 58).

Çekici faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketleri, itici faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerine oranla daha durağan ve öngörülebilir bir yapıya sahiptir. Sermaye hareketlerinin çekici faktörlerden kaynaklanması durumunda, gelişmekte olan ülkeler daha sağlam ve sağlıklı makro ekonomik ve finansal politikalar uygulamak kaydıyla ekonomilerindeki genişleme ve daralma devrelerini en aza indirebileceklerdir. Ancak, sermaye hareketlerinin oluşumunda itici faktörler daha büyük bir etkiye sahip ise, gelişmekte olan ülkeler her ne kadar tedbirli politikalar uyguluyor olsalar dahi beklenmeyen dışsal şoklara karşı hazırlıksız ve de zayıf olacaklardır. Bu nedenle itici faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerine maruz kalan gelişmekteki ülkeler dışsal şoklara karşı uyguladıkları tedbirli politikalarla birlikte birtakım önlemleri de almak durumundadırlar.

Yapılan araştırmalar ile itici ve çekici faktörlerin sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu, ancak bu iki faktörün göreceli öneminin dönemler itibariyle değişiklik gösterdiği ortaya konulmuştur (Moreno, 2000: 58). Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin altında yatan nedenler üzerine iki farklı tartışma bulunmaktadır. Kimi iktisatçılar faiz hadleri gibi dışsal faktörlerin sermaye hareketleri üzerinde daha etkili olduğunu savunurken (Calvo vd., 1993; Fernandez-Arias, 1996), kimileri de çekici faktörlerin sermaye hareketleri üzerinde daha etkili olduğunu savunmaktadırlar (Corbo ve Hernandez, 1996).

1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya yönelen sermaye hareketlerinin birincil olarak itici faktörlerden kaynaklandığı ve ABD faiz oranları ile bağlantılı olduğu Calvo ve diğerleri (1993) tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konulmuştur. Aynı şekilde 1989–93 yılları arasında yükselen piyasalara yönelen sermaye hareketlerinin yüzde 90'ında küresel faiz oranlarının etkili olduğu Fernandez-Arias tarafından 1996'da yapılan çalışmayla ortaya konulmuştur. Sermaye hareketlerinde birincil faktör olarak görülen itici faktörler 1993–95 yıllarında önemini çekici faktörlere bırakmıştır ve sermaye hareketlerinin oluşumunda çekici faktörlerin belirleyici olma özelliği belirgin bir şekilde artmıştır. Aynı dönemde ABD faiz oranlarındaki artış da gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayeyi durdurmaya yetmemiştir. 1990'lı yılların başındaki sermaye hareketleri ile ilgili olarak ortaya konulan ABD faiz oranları ile sermaye çıkışları arasındaki negatif korelâsyonun, Moreno (2000) tarafından yapılan bir çalışmada 1993–1995 yılları arasında pozitife döndüğü savunulmuştur.

Uluslararası sermaye hareketleri üzerine Milesi-Ferrett ve Razin (1998) tarafından yapılan çalışmada 1971–1992 yılları arasında 86 ülkede yaşanan ani sermaye dönüşleriyle ilgili olarak hem içsel hem de dışsal faktörlerin etkili olduğunu bulmuşlardır. Ticaret hadlerindeki kötüleşme, ABD faiz oranlarındaki artış ve gelişmekte olan ülkelere yönelen düşük resmi transferler bu hareketlerdeki dışsal faktörler olarak çalışmada ön plana çıkarken, yüksek cari açık ve dış borç, ihracat ve ithalat arasındaki farkın Gayri Safi Milli Hâsıla'ya oranının düşük olması, döviz rezervlerindeki azalma ve düşük orandaki imtiyazlı borç gibi nedenlerde bu hareketlere neden olan içsel faktörler olarak ön plana çıkmaktadırlar.

Açıklanan bu çalışmalardan yola çıkarak, sermaye hareketleri üzerine yapılan çalışmalarda bu hareketlerin nedenleri konusunda bir fikir birliğine varılmadığı görülebilir. Yapılan çalışmalarda her iki faktöründe farklı dönemler itibariyle sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu, ancak belirli dönemlerde faktörlerden birinin diğerine oranla daha baskın olduğu ve baskın olan faktörün sermaye hareketlerini belirlediği ortaya konulmaktadır. 1993–1995 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin ABD faiz oranlarındaki artışa rağmen duraksamadığı ve bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde oluşan çekici

faktörlerin sermaye hareketleri üzerinde belirleyici olduğu gerçeği de bu yargıyı desteklemektedir (İnandım, 2005: 24).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sürdürülebilirliği

Sermaye hareketlerine neden olan faktörler sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği açısından da önem taşımaktadır. Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesini belirleyen faktörlerin, ekonomik reformlar ve ülkenin makro ekonomik performansı gibi çekici faktörler olması durumunda, gelişmiş ülke koşulları iyileşse dahi gelişmekte olan ülkelerden ani sermaye çıkışı olma riski azdır ve sermaye hareketleri daha sürdürülebilir bir nitelik taşımaktadır (Corbo ve Hernandez, 1996). Sermaye hareketleri çekici faktörlerden kaynaklanan bir nitelik taşımaktaysa, uluslararası ekonomik koşullarda meydana gelebilecek olumsuz değişmelere rağmen sermaye girişleri sürdürülebilir bir nitelik taşımaktadır ve yapılacak ekonomik reformlar ile uygulanacak olan güçlü ulusal ekonomik politikalar sayesinde sermayenin ülkeyi terk etmesi önlenebilir. Sermaye hareketlerinin altında yatan temel neden gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları gibi itici bir neden ise, bu durumda gelişmekte olan ülkelerin politika geliştiricileri dış ekonomik koşullarda yaşanabilecek bir değişikliğe karşı sermaye çıkışlarının yaşanması durumuna karşı hazırlıklı olmak durumundadırlar (İnandım, 2005: 25).

Sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği açısından söz konusu sermaye hareketinin türü de önemlidir. Eğer sermaye hareketlerinin şekli doğrudan yabancı yatırımlar ise, bu durumda sermaye hareketinin temel nedeninin ülkenin makro ekonomik performansı olduğu ve sermayenin ortaya çıkabilecek beklenmedik olaylardan ve kısa süreli şoklardan etkilenmeyip, istikrarlı bir biçimde ülkede kalmayı sürdüreceğini gösterir. Eğer, sermaye hareketleri kısa vadeli spekülatif sermaye ve portföy yatırımları şeklindeyse, gelişmekte olan ülkelerden arbitraj geliri sağlayacak ve daha sonrada elde ettiği kazancıyla birlikte ülkeyi terk edecektir. Latin Amerika'ya 1990'larda pozitif faiz farkı nedeniyle yönelen sermaye, başta Meksika olmak üzere bu ülkelerde şartlar değiştiğinde ve kur ayarlaması olduğunda ani bir şekilde bu ülkeleri terk etmiş ve krizlerin yaşanmasına neden olmuştur.

Sermaye hareketleri ve ülke deneyimleri üzerine yapılan çalışmalarda yaşanan şoklardan ve dalgalanmalardan etkilenmeyen ülkelerde var olan birtakım ortak özellikler ön plana çıkmaktadır. Bunların en dikkat çekenleri, bu ülkelerin makro ekonomik yapılarının yapısal reformlar vasıtasıyla güçlendirilmiş olması ve uygulanan makro ekonomik politikaların istikrarlı bir şekilde yürütülmesi olmuştur. Aynı zamanda bu ülkeler ödemeler dengesi problemlerini çözmeye çalışmakta ve cari işlemler açığını sürekli kontrol altında tutmaktadırlar. Diğer bir ortak özellikleri ise, bu ülkeler ulusal para birimlerinin uzun vadede reel olarak değerlenmesini önleyerek ihracatın bundan olumsuz etkilenmesinin önüne geçmektedirler, ayrıca ihracatı arttıracak çalışmalar yaparak, özelliklede dış ticarete konu olan sektörlere yatırım yapmaktadırlar. Bu ülkelere giriş yapan yabancı sermaye hareketleri içerisindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin oranının küçük olması da kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer sermaye hareketlerine oranla daha riskli olduğunun kabul edildiğini göstermektedir (Dadush, Dhareshwar, Johannes, 1994: 36).

Buradan hareketle, kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içerisinde yüksek bir paya sahip olması ve ulusal paraların reel tabanda aşırı değerlenmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin ve ülke ekonomisinin istikrarı açısından olumsuz etkiler doğurabilmektedir.

1.5. Farklı Türdeki Sermaye Hareketlerinin Fayda ve Maliyetleri

Farklı türdeki sermaye hareketlerinin de farklı türde fayda ve maliyetleri bulunmaktadır. Uygulanan farklı politikalar beraberinde farklı türde sermaye hareketlerinin tercih edilmesini getirmektedir. Henüz finansal piyasalarındaki serbestleşmeyi tamamlamamış olan ülkeler daha çok, kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla daha az risk taşıyan ve daha istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımlar niteliğindeki sermaye hareketlerini tercih etmektedirler. Doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla daha çok tercih edilmesinin nedenlerinden biriside, yapılan bu yatırımlarla birlikte yabancı teknolojinin ve yönetim becerilerinin ülkeye gelmesi ve böylece verimliliği arttırarak, ekonomik büyümeyi desteklemesidir. Doğrudan yabancı yatırımların, ülke koşullarında meydana gelebilecek bozulmalardan dolayı oluşabilecek

sermaye çıkışlarından daha az etkilenme ve büyümeye katkıda bulunma olasılığının yüksek olması bu sermaye türünün tercih edilmesinde bir diğer etkili nedendir (Glick, 1998: 22).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, yatırımlar üzerinde arttırıcı bir etkide bulunmamakta, genellikle tüketim harcamalarını arttırmaktadır. Bununla birlikte ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri ve bu hareketlerin neden olduğu tüketim her zaman sürdürülebilir bir özellik taşımamaktadır. Ancak, ekonomilerin farklı dönemler itibariyle tüketim ve yatırım konusunda farklı gereksinimler duyabileceği göz önünde bulundurulursa, sermaye hareketlerinin tercihi konusunda kesin bir yargıya varmak yanlış olacaktır.

Doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde ülkeye giren sermayenin ülkenin dış borcunu diğer sermaye hareketleri gibi doğrudan arttırmaması, doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla daha çok tercih edilmesinin diğer bir nedenidir. Uluslararası sermaye hareketlerine maruz kalan bir ülke açısından, doğrudan yabancı yatırımlar borç almaktan daha avantajlıdır. Borç almak vasıtasıyla finanse edilen bir projenin başarısız olması durumunda borç faizinin geri ödenmemesi gibi bir durum söz konusu olamazken, doğrudan yabancı yatırımlar ile finanse edilen bir projenin başarısız olması durumunda kar payı ödemeleri de yasal olarak düşebilir (İnandım, 2005: 27).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer sermaye hareketlerine oranla daha hareketli bir yapıya sahip olması ve her an tersine dönebilir olma özelliği kısa vadeli sermaye hareketlerine maruz kalan gelişmekte olan ülkeler için bir dezavantajdır. Bu nedenle, ülkeler genellikle mevcut durumda meydana gelebilecek bir bozulmanın etkisiyle ülkeyi terk etme meyli göstermeyecek olan sermaye hareketlerini tercih etmektedirler. Ancak, var olan yüksek risk ve döviz kurlarındaki hareketlilik yatırımcıların uzun vadeli pozisyon almasını önlemektedir. Yatırımcıların, yatırım yaptıkları ülkelerin döviz kurunda büyük bir düşüş yaşanacağı, sermaye gelirleri üzerinden yeni bir vergi alınacağı gibi endişelere kapılması durumunda ellerinde bulunan yerli varlıkları satarak yabancı paraya çevirmeleri döviz rezervlerinin miktarında büyük bir azalmaya yol açabilecektir.

Doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli yatırımlara oranla daha kolay yönetilebiliyor olması, bu sermaye türünün tercih edilmesinde bir diğer nedendir. Doğrudan yabancı yatırımlar vasıtasıyla ülkeye giren sermayenin sermaye hesabındaki etkisi, cari açıktaki bir artış ile hemen hemen bire bir olarak giderilebilir. Böylelikle doğrudan yabancı yatırımların, yabancı para rezervleri ve ulusal para arzı üzerindeki doğrudan etkisi sınırlı kalır. Ancak, bankacılık sektörünün aracılık ettiği kısa vadeli sermaye hareketleri ve diğer sermaye hareketlerinde borç verenlerle alanlar arasındaki ilişkinin net olmaması para politikası açısından büyük problemlere neden olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankaları kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirebileceği ekonomik olumsuzlukları ortadan kaldırabilmek için bankacılık sisteminin denetimine önem vermelidir. Özelliklede finansal ve parasal istikrarın kırılgan olduğu dönemlerde bankacılık sektörünün döviz pozisyonları yakından takip edilmelidir (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Bütün bu farklı özelliklere rağmen sermaye hareketlerini birbirinden net sınırlarla ayırmak zordur. Her bir sermaye hareketinin kendine özgü birçok nedeni ve ekonomi üzerine çeşitli etkileri mevcuttur.

1.6. Farklı Türdeki Sermaye Hareketlerinin Arasındaki Farklar

Hem yabancı doğrudan yatırımlar hem de yabancı portföy yatırımlarının yatırımın yapıldığı ülke ekonomisi için pek çok katkıları bulunmakla birlikte her iki yatırım türünün birbirinden ayrıldığı noktalar bulunmaktadır. Doğrudan yatırımlar belirli sektöre ya da şirketlere özeldir ve bu yatırımlar üzerinde ev sahibi ülkenin yatırımlarının yönü hakkında belirleyiciliği yoktur. Portföy yatırımlarında ise belirli bir şirkete veya sektöre bağlı kalmak söz konusu değildir. Hem yerli şirketlere hem de yabancı şirketlere yatırım yapılması mümkündür. Portföy yatırımları doğrudan yatırımlara göre çok daha değişken kararlı ve de daha kısa vadelidir. Portföy yatırımlarının bu özelliği yabancı portföy yatırımları alan ülkelerin iyi düzenlenmiş finansal piyasalara ihtiyaç duymasına neden olmaktadır. Bu tür yatırımlar tamamen finansal yatırımlar oldukları için finansal piyasalardaki ve de finansal faktörlerdeki değişimlere karşı oldukça duyarlıdırlar. Örneğin ev sahibi ülke ekonomisinin finansal faktörlerinde herhangi bir değişiklik

olacağı beklentisi bu ülkedeki yabancı dolaylı yatırımcıların portföylerini boşaltarak ülkeden kaçmalarına neden olabilmektedir. Bu yönüyle dolaylı yatırımlar doğrudan yatırımlarla karşılaştırıldığında olası bir ekonomik kriz esnasında makro ekonomik değişkenlere etkisi daha fazla olacaktır. Bu nedenle dolaylı yabancı sermaye yatırımları için sağlıklı finansal sistemlere ve piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların geldikleri ülkelere teknoloji transferi sağlama, insana yatırım yapma, know-how sağlamak gibi faydaları varken, dolaylı yabancı yatırımlarda gittikleri ülkelerin yerel finansal piyasalarının gelişimine katkı sağlarlar. Dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının yaptığı bu katkı gelecekte de o ülkeye yatırımların gitmesini sağlar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları maddi ve maddi olmayan duran varlıklara yatırım yaparak üretim maliyetlerinde düşüşü ve üretimde verimlilik artışını hedeflerler ve faaliyet riski yatırımcının üzerindedir. Yabancı portföy yatırımlarında ise, yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki şirketler ve de hükümet tarafından ihraç edilen hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından borsada alınması söz konusudur bu da hem yerel hem de uluslararası düzeyde finansal piyasaların varlığını gerektirir. Portföy yatırımlarında temel amaç, yatırımları çeşitlendirerek getiri ve risk dengelerini en iyi düzeye taşımaktır. Yani burada yatırımcı belirli bir risk düzeyinde elde edebileceği en yüksek getiriyi elde etmeye çalışır. Uluslararası Finans Enstitüsü tarafından 2005 yılında yayınlanan "Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akışı Raporu'nda, 2004 yılında gelişmekte olan ülkelere giren özel sermayenin 130 milyar dolarının doğrudan yabancı yatırımlar, 35 milyar dolarının da portföy olarak girdiği belirtilmektedir. Bir ülkeye yapılan yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likidite oranını arttırarak piyasaların etkinliğinin artmasına yardımcı olur. Piyasalarda likiditenin artması piyasaların derinleşmesine ve böylelikle yatırımların çeşitlenmesine yol açar. Bu tür yatırımlar piyasalara belirli bir disiplin getirerek şeffaflığı arttırırlar böylelikle bilgiye ulaşmayı kolaylaştırırlar. Yerel yatırımcılar yabancı portföy yatırımcılarından yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerde risk yönetimi tekniklerini öğrenebilirler. Yabancı portföy yatırımları ülkedeki mevcut sermayenin ve üretim faktörlerinin daha iyi dağılımını sağlayarak kaynakların en

iyi kullanım kanallarına dağılımını sağlar böylelikle daha güçlü bir ekonomiye geçişi kolaylaştırır.

Ülkelerin uluslararası finans piyasalarıyla olan ilişkileri yaşanacak finansal krizlerden etkilenme oranı üzerinde de etkilidir. Yaşanan Asya krizinde gerek Çin gerekse Hindistan oldukça fazla miktarda doğrudan yabancı yatırım alan ülkeler olmalarına rağmen, yabancı portföy yatırımlarında kontrollü bir tavır almaları krizin bu iki ülkeyi fazla etkilememesini sağlamıştır. Benzer şekilde Şili'nin yabancı sermayeye belirli bir süre ülke içinde kalma şartı koyması yaşanan Brezilya krizinden fazla etkilenmemesini sağlamıştır. Buda gösteriyor ki doğrudan yabancı yatırımlara oranla portföy yatırımları ülkelerin krizden etkilenme oranlarını oldukça etkilemektedir. Buradan anlaşılacağı gibi portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine katkı sağlayabilmeleri için sağlıklı vede iyi denetlenen finansal piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır. Kriz anında bu tür yatırımların ülkeyi kısa sürede terk edebilir olma özelliği böyle bir anda ülkelerin daha derin ekonomik yaralar almasına neden olmaktadır. Oysa doğrudan yabancı yatırımların benzer durumda ülkeleri terk etmesi kısa vadede mümkün değildir.

1.7. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması ve Türleri

Sahip oldukları göreceli önem nedeniyle birçok araştırmada genel olarak doğrudan ve dolaylı yabancı yatırımlar şeklinde iki ana guruba ayrılan sermaye hareketlerini çeşitli şekillerde sınıflandırmak mümkündür. Günümüzde uluslararası sermaye hareketleri çeşitli kıstaslara göre birçok kez sınıflandırılmıştır. Örneğin, aktif ve pasif sermaye şeklinde yapılan sınıflandırmaya göre, oluşumundan sonra ekonomiye direkt olarak yeni istihdam ya da gelir sağlayan sermaye türüne aktif, bunun dışında kalan yabancı sermaye türlerine ise pasif sermaye denilmiştir (Aslan, 2001: 4). Karluk ise uluslararası sermaye hareketlerini; özel sermaye hareketleri, kalkınma amaçlı, hibe ve kredi şeklindeki resmi sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları diye üç ana başlık altında toplamıştır (Karluk, 1997: 535).

Yabancı sermaye hareketleri, kullanıldığı amaca göre; kalkınma amaçlı, savunma amaçlı, eğitim amaçlı, ticari amaçlı, vb. ülkede kaldığı süreye göre ise; kısa ya da uzun vadeli, taraf olan kurumlara göre ise; resmi ya da özel sermaye

hareketleri şeklinde sınıflandırılabilir. IMF tarafından hazırlanan istatistiklerde yapılan sınıflandırma, sermaye hareketlerini, fonksiyonlarına göre yani doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar şeklinde sınıflandırmaktadır. Avrupa birliği ise uluslararası sermaye hareketlerini 13 gruba ayırarak sınıflandırma yoluna gitmiştir (İktisadi Kalkınma Vakfı, 2002: 46).

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

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

a) Fonksiyonlarına göre;

1) Doğrudan yatırımlar
2) Portföy yatırımları
3) Diğer yatırımlar
4) Rezerv varlıklar

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

1) Parasal yetkili (Merkez bankası)
2) Merkezi hükümet (Hükümet ve bağlı teşkilatlar, mahalli idareler vb.)
3) Bankalar (Kamu ve özel bankalar)
4) Diğer sektörler (Kamu ve özel kuruluşlar)

c) Vadelerine göre; diğer yatırımlar kaleminde;

1) Kısa vadeli (Vadesi 1 yıla kadar olanlar)
2) Uzun vadeli (Vadesi 1 yıldan uzun olanlar)

Sahip olduğu önem nedeniyle çalışmamızda uluslararası sermaye hareketleri, fonksiyonlarına göre sermaye hareketleri şeklindeki sınıflandırmaya tabi tutulacak ve bu şekilde açıklanmaya çalışılacaktır.

1.7.1. Doğrudan yabancı yatırımlar

1.7.1.1. Doğrudan yabancı yatırımların tanımı

Doğrudan yabancı yatırım bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir şirketin sermayesini attırmak yoluyla o ülkede bulunan şirketler tarafından diğer bir ülkede bulunan şirketlere yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır (Karluk, 2001: 15). Buradan hareketle doğrudan yabancı yatırımlar, herhangi bir piyasa işlemine gerek kalmadan, sermayenin bir ülkeden bir diğerine hareket etmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ile birlikte aynı zamanda teşebbüs, teknoloji, risk taşıma ve organizasyon aktarımı da ülkeye gelmekte olduğundan doğrudan yabancı yatırımların sadece işletmelerin kuruluş ve malzeme finansmanı olarak görülmemelidir. Doğrudan yabancı yatırımlar bu özellikleriyle, yönetim becerilerini ve Know-How'ı da ülkeye getirmekte, rekabet faktörünü de tetiklemektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar iyi planlanır ve etkin bir şekilde yönlendirilebilirse, ev sahibi ülkenin ekonomisi üzerine çeşitli olumlu etkiler yapabilirler. Bu etkiler; üretimde, istihdamda, gelirde ve ihracatta artış, ödemeler dengesinde olumlu gelişmeler ile ekonomik gelişme ve refah artışı gibi etkilerdir (Görgün, 2004: 4).

Doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomisi üzerine temel etkisi, milli gelire yapacağı net katkıdır. Dorudan yabancı yatırımların milli gelire olan net etkisiyle birlikte, ödemeler dengesi üzerine oluşturacağı etkide büyük bir önem arz etmektedir. Ancak, yeni bir yatırım yapmak maksadıyla ülkeye gelen yabancı sermaye, bir defaya mahsus olmak üzere ödemeler dengesi üzerine olumlu bir etkide bulunur. Yapılan yatırım sonucunda üretime başlanıldığı takdirde, doğrudan yabancı yatırımlar hem ihracat yoluyla hem de ithal ikamesi yoluyla ödemeler dengesine katkıda bulunmaya devam edecektir (Görgün, 2004: 5).

Bununla birlikte, doğrudan yabancı yatırım ile girişilen üretimin devam edebilmesi için şirketin hammadde ve diğer üretim girdilerini ithal etmek zorunda olması, ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır. Ayrıca yabancı şirketin yabancı üretim faktörlerine yapacağı ödemeler ev sahibi ülkenin ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilir. Doğrudan yabancı yatırım ile sağlanan gelir artışı, marjinal tüketim eğilimine bağlı olarak ev sahibi ülkenin ithalatında da bir artışa neden olabilir. Son olarak doğrudan yabancı yatırımla yapılan üretim durdurulduğunda, yine doğrudan yabancı yatırım ile ülkeye giriş yapan sermaye geri döneceği için bir defaya mahsus olmak kaydıyla ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz bir etki oluşturacaktır. Burada önemli olan, olumlu etkileriyle daha fazla ve daha uzun ömürlü olarak ekonomiyi destekleyen doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilebilmesidir.

Doğrudan yabancı yatırımların tüm bu etkileri göz önüne alındığında azami fayda sağlayabilmek için ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımlar; ülkenin üretimine, istihdamına, ihracatına ve refahına katkı sağlamalıdır. Bir ülkenin arzu ettiği kalkınmayı sağlamak için yeteri kadar tasarrufa sahip olmaması durumunda, iki çözüm yolu bulunmaktadır. Bu durumda, ülke eski tasarruflarını yatırımların finansmanı için kullanabileceği gibi, gerekli fonu sağlamak için yabancı sermayeyi ülkeye çekmekte gerekli olan politikaları da uygulayabilir. Ülkenin ikinci yolu seçerek yabancı sermayeye başvurması durumunda, ülkenin dış borçlanması veya ülkeye yabancı sermaye girişi söz konusu olacaktır. Buradan anlaşılacağı gibi, az gelişmiş ülkelerin, gelişimlerini tamamlayabilmeleri için ilk olarak tasarruf açığını ortadan kaldırmaları gerekmektedir. Kalkınma için en önemli finansal kaynağın tasarruflar olması, tasarrufları gelişimin önündeki en önemli sorun haline getirmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin bu tasarruf açığını ortadan kaldırabilmeleri için doğrudan yabancı yatırımlara büyük bir rol düşmektedir.

Tablo 1: Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yatırımlar(Milyon dolar).

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye	Fiili Giriş	Çıkış	Net
1980	97,00	35	0	35
1981	337,51	141	0	141
1982	197,00	103	0	103
1983	102,74	87	0	87
1984	271,36	113	0	113
1985	234,49	99	0	99
1986	364,00	125	0	125
1987	655,24	115	0	115
1988	820,52	354	0	354
1989	1.511,94	663	0	663
1990	1.861,20	684	0	684
1991	1.967,26	907	97	810
1992	1.819,96	911	67	844
1993	2.063,39	746	110	636
1994	1.477,61	636	28	608
1995	2.938,32	934	49	885
1996	3.836,97	914	192	722
1997	1.678,21	852	47	805
1998	1.647,44	953	13	940
1999	1.700,57	813	30	783
2000	3.060,13	1.707	725	982
2001	2.738,58	3.044	15	3.29
2002	2.243	622	5	617
2003	1.208	745	8	737
2004	-	1.291	100	1.191
2005	-	8.537	336	8.201
2006	-	17.814	1687	16.127
2007	-	19.190	2.280	16.910

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü.

1.7.1.2. Doğrudan yabancı yatırımların nedenleri

Uluslararası ticaret teorisinin temelinde yatan "karşılaştırmalı üstünlükler" (David Ricardo, 1817) teorisine göre, her ülke karşılaştırmalı olarak hangi malı daha ucuza üretiyorsa o ülke söz konusu malların üretiminde uzmanlaşmaya gitmelidir. Bu bağlamda ülkeler üretiminde uzmanlaştığı malı ihraç ederken, diğer ülkenin üretiminde uzmanlaştığı malı da ithal edecektir. Karşılaştırmalı üstünlükler teorisi uluslararası ticaretin temel mantığını açıklasa da doğrudan yabancı yatırımlar daha karmaşık bir model gerektirdiğinden klasik teorinin kapsamı dışında ele alınmıştır. Bundan dolayı doğrudan yabancı yatırımlar daha karmaşık, stratejik, ekonomik modellerin, hipotezlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Dünya Yatırım Raporu analizlerinde doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri üç ana başlık altında toplanmıştır. Bunlar; siyasal faktörler, yatırım ortamına ilişkin faktörler ve ekonomik faktörlerdir. Siyasal faktörlerin gerçekleştirilmesi doğrudan yabancı yatırımların çekimi için ön şarttır diyebiliriz. İkinci belirleyici faktör olan yatırım ortamına ilişkin faktörler aslında daha çok bir yatırım geliştirme kurumunun ilgi alanına giren konuları içermektedir. Kurumsal yapının etkin oluşturulabilmesinin gerekliliği burada vurgulanmaktadır. Üçüncü temel belirleyici faktör olan ekonomik yapı ise dünyada rekabet gücünün altyapısını sağlayabilmesinin şartları olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik faktörlerin pazara yönelme kısmı ise yatırımların geliştirilmesi açısından dış ticaretin ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum da dış ticareti ve yatırımları geliştirme faaliyetinin tek bir kurum çerçevesinde ele alınması gerekliliğini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımların nedenlerini açıklayan hipotezleri başlıca şu başlıklarla ifade edebiliriz (Görgün, 2004:6).

1.7.1.2.1. Hammadde kaynakları

Ne yazık ki üretimde kullanılan her bir hammadde, yeryüzüne adil ve dengeli bir biçimde dağılmamıştır. Bu sorun hammaddelerin işletilmesine yönelik yatırımların, hammadde kaynağına yakın bir noktada gerçekleşmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Hammadde ve sanayi üretimi arasındaki yakın ilişki, Sanayi Devrimi ile güçlenen ülkelerin hammadde kaynaklarına sahip olabilmek için hammadde sahibi ülkeleri istila etme ve onları sömürge devleti haline getirme sonucunu ortaya çıkarmıştır. 19. ve 20. yüzyıllar bu sömürgecilik anlayışının doruğa ulaştığı ve sonucunda iki büyük dünya savaşının yaşandığı yıllar olmuştur.

Geleneksel dış yatırımların altında yatan nedenler bu ilişkiyle bağlantılı olarak ortaya çıkmıştır. 19. yüzyılda ve 20. yüzyılın başında gelişmiş ülkeler; sanayi üretimi için ihtiyaç duydukları hammadde ihtiyacını karşılayabilmek için, bu kaynakların bulunduğu az gelişmiş ülkelere yatırımlar yapmışlardır (Seyidoğlu, 2001: 399).

1.7.1.2.2. Faaliyetlerin bütünleştirilmesi

Hammaddelerin işlenmesi aşamasından nihai ürünün oluşmasına kadarki olan aşamalardaki bütün faaliyetlerin veya aynı aşamadaki üretim faaliyetlerinin tek bir yönetim altında toplanmasının gerekli olduğu durumlarda, firma üretimde bütünleşmeye gider. Bu durumda hammadde sağlamanın güvence altına alınması veya bazı aşamaların farklı ülkelerde gerçekleştirilmesinin daha avantajlı bir hal alması gibi nedenler dolayısıyla üretim farklı ülkelere yaygınlaştırılabilir. Bu amaçla bir ürünün her bir parçası, maliyet avantajı sağlamak, uzmanlık bilgisi ile verimliliği arttırmak için farklı ülkelerde üretilir (Ibid, 1969: 399).

1.7.1.2.3. Unvanın ve sırların korunması

Ticari alanda olumlu bir isim edinmiş firmalar, ürünlerinin kalitesinde ve marka imajlarında meydana gelebilecek zararları önlemek amacıyla, ürünlerini yurtdışında da kendilerinin üretmesi yoluna başvurabilirler. Bu firmalar, lisans anlaşmaları vasıtasıyla üretilen ürünlerinin kendi ürettikleri kadar kaliteli olmayacağını düşündüklerinden dolayı yurtdışında da kendi üretimlerini kendileri yapmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler açısından, bu amaçla yapılan doğrudan yabancı yatırımlar önemli kaynaklar, istihdam artışı ve ihracat imkânı yaratmak gibi olumlu etkilerde bulunsa da, ulusal şirketlerle işbirliği amaçlı bağlantı kurulması ve bilginin paylaşılması açısından etkisizdir.

Üretim ile ilişkili bilgilerin gizliliği önemli bir durum olduğunda, doğrudan yabancı yatırımların lisans yolu ile yapılan üretime tercih edilmesi, üretim ile ilgili sırların korunmasıyla alakalıdır. Çünkü lisans yolu ile üretim sırlarının bir başka üreticiye verilmesi, sırların korunmasında etkinsizliğe yol açabilmektedir. Lisans hakkıyla sırları devralan kişi sırların korunmasında patent sahibi kadar dikkatli davranmayabilir ve hatta rakip firmalara para karşılığında satabilir. Özelliklede yüksek teknoloji kullanılarak üretilen ürünlerde bu gizlilik büyük önem taşımaktadır.

1.7.1.2.4. Ürünün yaşam dönemi hipotezi

Bir firmanın iç ekonomideki gelişiminin sonuna gelmiş olması, bu firmanın bu piyasada artık daha fazla kar elde edemeyeceği anlamına gelir. Bu nedenle azalan kar artışının sürdürülebilirliği açısından firmanın, daha az firmanın

bulunduğu dolayısıyla rekabetin daha az olduğu yabancı piyasalarda üretim yapması zorunluluğu ortaya çıkabilir. Bu görüşe göre, yurt içinde yapılan uzun süreli ve kaliteli üretimin sonucunda dış yatırım yapılması zorunluluğu kaçınılmazdır. Amerikan firmalarının dış piyasalarda egemen olmaları da ürünün yaşam devrelerinin ileri aşamalarında bulunmalarıyla açıklanabilir (Vernon, 1966: 190–207).

1.7.1.2.5. İthalatçı ülkenin koyduğu tarife ve kotalardan kaçınma

İthalatçı ülkenin koyacağı tarife ve kotalar, ithal edilen ürünün maliyetlerine yansıyacağından, ürünün fiyatında bir artışın meydana gelmesi kaçınılmazdır. Bununla birlikte koyulan tarife ve kotalarla, ihracatçı firmanın bu pazarda etkinliğini yitirerek piyasadan çekilme tehlikesiyle karşı karşıya kalması da söz konusudur. Tüm bu olumsuz koşulları ortadan kaldırmanın yolu, söz konusu ülkede üretime başlamaktır. Batı Avrupa'nın Amerikan ürünlerine uyguladığı kota ve tarifelerin sonucunda 1960'lı yıllarda Amerikan yatırımları Batı Avrupa'ya yönelmiştir.

Avrupa Ekonomik Topluluğu kurulunca, dışarıda kalan ülkelere uygulanan ortak gümrük tarifesi uygulaması, başta Amerika olmak üzere birçok ülkenin bölgeye yapmış olduğu ihracatın üzerinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Bu olumsuz etkilerden kurtulmak isteyen şirketlerde, yatırımlarını kitleler halinde topluluğa üye olan ülkelere yapmışlardır.

1.7.1.2.6. Yurtiçi kısıtlamalardan kurtulma

Yurtiçinde uygulanan çeşitli kısıtlamalardan kurtulma çabaları özellikle bankaların ve bazı imalat sanayi alt sektörlerinin uluslararası alana yayılma sonucunu doğurmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki mevcut bankacılık yasalarının ortaya çıkardığı düzenlemeler, bunlardan kurtulmak isteyen bankaları diğer ülkelerde banka açma zorunluluğunda bırakmıştır. Ayrıca, ülkede çevreyi koruma kanunları mevcut ise buda imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların bu kısıtlamalardan kurtulmak için, daha düşük çevre standartları uygulayan diğer ülkelere yatırım yapması sonucunu ortaya çıkaracaktır. Bu firmalar arasında çevre kirliliğine neden olan, insan sağlığına zararlı endüstriler özellikle belirtilebilir.

Ancak, bu şartlar altında oluşan yabancı doğrudan yatırımlar asıl olarak ülkenin iç pazarını hedefleyen, katkıları sınırlı yatırımlardır.

1.7.1.2.7. Üretim esnekliği

Satın alma gücü paritesi teorisinin öngördüğü gibi, ülkeler arasındaki enflasyon oranlarıyla bu ülkelerin döviz kurlarındaki göreceli değişmeler arasında, uzun vadede doğru orantılı bir ilişki öngörür. Bunu sağlayan arbitraj mekanizmasıdır (Seyidoğlu, 1998). Ancak bazı durumlarda satın alma gücü paritesinden sapmalar olabilir. Böyle bir durumda, ulusal parası reel değer kaybına uğramış ülkelerde üretimde bulunmak, maliyetler üzerinde düşürücü bir etki oluşturacaktır. Bu avantajdan yararlanmak amacıyla, ulusal parası reel bazda değer kaybeden ülkelerde yeni yatırımlar oluşabilir. Ancak, paranın reel değerinde yaşanacak düşmeler şirketlerin karına olsa da, bir ülkenin istikrarsız ve güçsüz yapısını işaret etmektedir (Seyidoğlu, 1998: 320–325).

Bununla birlikte bu amaçlı dış yatırımlar bazı koşulları da beraberinde getirmektedir. Bunun için, ulusal paradaki reel değer kayıpları uzun süreli olmalı, kullanılan teknoloji ülkeler arasında kolayca aktarılabilir bir nitelik taşımalı, hükümetler ve sendikaların bu amaçla yer değiştirmeyi önleyecek tedbirleri almamış olması gereklidir. Bilgisayar parçaları, elektrikli araçlar, elektronik araçlar gibi ürünler bu tür esnek üretimin yapılabileceği ürünlere örnek olarak verilebilir.

1.7.1.2.8. Yatırımları uluslararası çeşitlendirme

Yapılacak olan dış yatırımlar, pay sahipleri açısından dolaylı olarak portföy çeşitlendirmesi sağlar. Üretimin tek bir piyasayla sınırlı tutulması durumunda, nakit akımları göreceli olarak bir düzensizlik gösterebilir. Yapılacak ürün çeşitlendirmesiyle bu sorun kısmen de olsa ortadan kaldırılabilir. Ancak, aynı piyasadaki tüm ürünlerin benzer şekilde bu dalgalanmalardan etkilenmesi olağandır ve yapılacak ürün çeşitlendirmesi bu sistematik riski ortadan kaldırmaya yeterli değildir. Firmaların, üretimlerini uluslararası düzeyde çeşitlendirerek bu riski en aza indirmeleri mümkündür. Çünkü yaşanacak ekonomik dalgalanmaların tüm ülke ekonomilerini aynı ölçüde etkilemeyeceği bir gerçektir (Ibid, 1969: 401).

1.7.1.2.9. Ucuz yabancı faktör kullanımı

Ülkeler arasında üretim faktörlerinin maliyetleri büyük farklılıklar gösterebilmektedir. Dolayısıyla emek yoğun ve doğal kaynak ağırlıklı ürünlerin, bu faktörlerin bol ve ucuz olduğu ülkelerde üretilmesi maliyetleri düşürücü bir etki oluşturacaktır. Çoğu Amerikan şirketinin Meksika, Malezya, Kore, Hindistan, Hong Kong ve Tayvan gibi ülkelere yatırım yapmasının altında yatan temel nedenlerden birisi budur. Japon firmalarının da giderek emeğin daha ucuz olduğu ülkelere yönelmesi ucuz yabancı faktör kullanımının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

1.7.1.2.10. Yabancı teknoloji kullanılması

Gelişmiş ülkelerde uygulanan yeni teknolojilerin öğrenilmesi ve bu bilgilerin daha sonra kendi üretim süreçlerinde kullanılması amacıyla, çok uluslu şirketlerin yurt dışında üretim tesisleri kurarak veya mevcut tesisleri satın alarak üretim yapmaları da doğrudan yabancı yatırımların nedenleri arasındadır. Özelliklede Amerika Birleşik Devletleri'ne yapılan yatırımların çoğu bu nedenledir.

1.7.1.2.11. Monopol fırsatlarından yararlanma

Sınaî örgütlenme teorisine göre, rakiplerinin elinde olmayan üretim bilgi ve becerilerini kullanan firmalar dış piyasalara açılma bakımından rakiplerine oranla daha avantajlı durumdadırlar.

Bu görüşe göre tüm bilgi, kaynak ve mallar tam olarak hareketli olabilselerdi ve bunlara istenildiği anda sahip olunabilseydi eğer, hiçbir piyasada monopolcu yapılar oluşmazdı. Ancak, gerçek ekonomik hayatta bu koşullar gerçekleşememektedir. Böylelikle birtakım ayrıcalıklara sahip olan firmalar piyasadaki diğer firmalara karşı bir üstünlük elde etmiş olurlar. Örneğin; teknolojik açıdan olaya bakacak olursak, yeni bir teknolojiye yalnız kendisi sahip olan bir şirket, iç ve dış piyasalarda monopol etkiden kaynaklanan bir avantajın sahibi olacaktır. Söz konusu teknoloji yeni bir ürün, üretim süreci, pazarlama veya yeni finansman yöntemi ile alakalı olabilir. Dolayısıyla, rakiplerine göre böyle bir

üstünlüğe sahip olan bir firma uluslararası piyasalara bu avantajı sayesinde rakiplerine oranla daha kolay girebilmektedir (Ibid, 1969: 401).

Tablo 2: Doğrudan Yabancı Yatırımların belirleyicileri

Faktör Grupları	Ev sahibi ülkelerdeki belirleyiciler	
I. Siyasal Faktörler	• Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, • Yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, • Vergi politikası, • Ticaret politikası, ticaret politikası ve Doğrudan Yabancı Yatırımlarının tutarlılığı, • Özelleştirme politikası, • Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (rekabet, şirket satın alma ve birleşme politikaları) • Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları.	
II. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	• Yatırımların promosyonu (imaj yaratılması, ülkenin pazarlanması vb.) • Yatırım teşvikleri • Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik vb) • Yatırım sonrası hizmetler • Sosyal etkenler (Yaşam kalitesi vb.)	
III. Ekonomik Faktörler	Yatırım Stratejileri	Faktörler
	Pazara yönelme	• Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir. • Piyasanın büyümesi • Bölgesel ve küresel piyasalara giriş imkanları • Tüketici tercihleri • Piyasaların yapısı
	Kaynağa / stratejik varlığa yönelme	• Hammaddeler • Düşük ücretli vasıfsız işgücü • Vasıflı işgücü • Fiziki altyapı (havaalanları, enerji, yollar ve telekomünikasyon) • AR-GE • Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb.)
	Etkinliğe yönelme	•Kaynakların/varlıkların maliyeti ve işgücünün verimliliği • Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar) • Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi

Kaynak: Unctad World Investment Report–1998: Trends and Determinants s: 91

1.7.1.4. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik etkileri

Doğrudan yabancı yatırımların, ev sahibi ülkenin ekonomisi üzerine mikro ve makro bazda birtakım etkilerde bulunması kaçınılmaz bir sonuçtur. Doğrudan yabancı yatırımların etkide bulunacağı mikro ekonomik unsurlar başlıca, yaşanacak olan teknoloji transferiyle birlikte yerel firmaların ve ortak girişimlerin teknik, yönetim etkinlik ve becerilerinin değişimi ile işçilerin eğitimi gibi alanlarda ortaya çıkacaktır. Makro bazda yaşanacak etkiler ise, sağlanacak olan ekonomik büyüme, iç yatırımlarda, istihdamda, ihracat ve ithalatta artış gibi reel değişkenler ile faiz oranları, döviz kurları, enflasyon ve ödemeler dengesi gibi finansal değişkenlerde ortaya çıkabilecektir.

1.7.1.4.1. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi

Doğrudan yabancı sermaye girişi ülkede yatırımlar için gerekli olan finansal kaynakları sağlayarak, döviz darboğazı ve tasarruf yokluğu gibi kalkınmanın önündeki darboğazları azaltarak ve bu baskılarda yaşanan rahatlama ile doğrudan yabancı yatırımlar ülkedeki sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi arttırıcı bir etki oluşturmaktadır. Yatırımlar vasıtasıyla sağlanan yeni teknolojilerin transferi, yönetim ve pazarlama becerilerini geliştirmekte, yerli üretimde üretim etkinliğini ve üretim faktörlerinin verimliliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte, ölçülmesi zor olmasına rağmen doğrudan yabancı yatırımlar, ülkedeki yerli firmaların teknik etkinliklerini de arttırıcı bir özelliğe sahiptir. Bu tür yatırımların yerli firmaların ihtiyaç duyacağı girdi ve ara malları sağlaması durumunda, yerli sektörlerin endüstrileşmeye başlayacak olması, dolayısıyla iç yatırımlarda bir artış sağlayarak istihdam ve çıktı üzerine arttırıcı bir etki yaratacaktır.

1.7.1.4.2. Doğrudan yabancı yatırımların yerli yatırımlar üzerindeki etkisi

Doğrudan yabancı yatırımlar, ev sahibi ülkeyi farklı doğrultularda etkileyebilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar yeni yatırım fırsatlarını da beraberinde getirerek, yatırım yapılması konusunda da yerli firmaları teşvik etmektedirler. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar ile hava alanları, limanlar, enerji santralleri, otoyollar ve telekomünikasyon gibi yatırımların yapılması, yerli firmaların yatırım olanaklarını arttırmaktadır.

1.7.1.4.3. Doğrudan yabancı yatırımların istihdam üzerindeki etkisi

Gelişmekte olan ülkelerin en temel sorunları arasında yer alan yüksek oranlardaki işsizlik sorununda doğrudan yabancı yatırımlar büyük bir problem çözücü olarak görev almaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlardan bekledikleri en önemli gelişme, doğrudan yabancı yatırımların oluşturacağı istihdam artışıdır. Doğrudan yabancı yatırımların oluşturabileceği bir diğer olumlu gelişmede, işçilerin ortalama ücretleri üzerinde sağlayacağı artıştır.

Doğrudan yabancı yatırımların işgücü verimliliğini arttırarak, işgücünün geleneksel sektörlerden (tarım gibi), endüstri ve hizmet sektörüne kaymasını sağlaması da doğrudan yabancı yatırımların bir diğer olumlu yanıdır.

1.7.1.4.4. Doğrudan yabancı yatırımların ihracat ve dış ticaret dengesi üzerine etkisi

Özellikle ihracata yönelik doğrudan yabancı yatırımlar ve bu yatırımlar ile birlikte gelen yeni teknolojiler ve ileri üretim teknikleri, ülkenin verimliliğini ve rekabet üstünlüklerini arttırmaktadır. Yabancı firmaların ürettikleri ve daha önce ithal edilen ürünler, bu yatırımlar yoluyla iç piyasadan karşılanabilir hale gelmektedir. Buda ülkede döviz tasarruflarına olumlu katkıda bulunmaktadır.

Bununla birlikte, hammadde, yedek parça ve diğer ara malların ithalatı ve bu firmaların ithal mal kullanma konusundaki hassasiyetleri dış ticaret açıklarına neden olmaktadır. Oluşan dış ticaret açığı ülkeyi iki şekilde etkilemektedir. İlki Keynes'in gelir teorisine göre ticaret açıkları, ithal eden ülke için toplam talepte olan net kaçağı ifade etmekte olup bu da ülke ekonomisini ve büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Diğer taraftan doğrudan yabancı yatırımlar ile üretilen ürünler, ithal ürünlerin yerini tutuyorsa, bu durumda ülkenin ithalatı azalacak böylelikle ülke döviz tasarrufu sağlayarak kazanç elde edecektir.

Son olarak, dış ticaretin genelde çok uluslu firmalarca kontrol edilmesi, çok uluslu firmaların transfer fiyatlarıyla oynayarak suni ticaret açıkları oluşturmalarını sağlamaktadır. Doğrudan yabancı yatırım yapan çok uluslu şirketler, ihraç edilen malın fiyatını düşük değerleyerek ve ithal edilen malın

fiyatını yüksek değerleyerek, ticari borçlarını yüksek tutup küresel olarak karlılığını arttırabilmektedir.

1.7.2. Yabancı portföy yatırımları

1.7.2.1. Yabancı portföy yatırımlarının tanımı

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

Portföy yatırımları; genellikle devlet tahvillerinin ya da özel kuruluşların bono, tahvil ve hisse senetlerinin, yatırımcılar tarafından satın alınması şeklinde gerçekleşir. Bununla birlikte portföy yatırımları, bunların dışında para piyasası araçları ile finansal türevleri de içermektedir. Portföy yatırımları temel olarak hisse senetlerine yönelik yatırımlar ile sabit finansal araçlara yönelik yatırımlar olmak üzere iki kısma ayrılabilir. Bununla birlikte portföy yatırımlarının sahip oldukları yüksek getiri ve risk faktörü, onu diğer yabancı sermaye yatırımlarından ayıran en önemli iki ana unsurdur.

Portföy teorisi, uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında önemli bir görev görmektedir. Bu teorinin yaptığı açıklamaya göre; portföy yatırımcısı elindeki mevcut fonu çeşitli menkul değerler arasında belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi sağlayacak biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı amacı olan en yüksek getiriyi hedeflerken mevcut fonlarının tamamını tek bir menkul değere yatırmanın oluşturacağı risk ihtimalinden korunmak amacıyla yatırım araçlarında çeşitlendirmeye gidecek ve yatırımcı bu nedenle yerli menkuller ile birlikte bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidecektir (Seyidoğlu, 1993: 257).

Portföy yatırımlarının miktarında meydana gelen artış ve azalışlarda gerek yurtiçi gerekse de yurtdışındaki birçok faktör etkili olabilmektedir. Portföy yatırımcıları için önemli olan sermayelerinin güvende olması ve yatırım sonucunda elde edecekleri kazançtır. Oldukça yüksek likidite oranlarına sahip olan portföy yatırımları diğer yabancı sermaye yatırımlarına oranla çok daha

karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu karmaşık yapının temel nedeni portföy yatırımlarından elde edilen kazancın ülkenin makro ekonomik yapısına çok fazla bağımlı olmasıdır. Döviz kurunda ya da faiz oranlarında meydana gelecek küçük bir hareketlilik, portföy yatırımlarında bir anda çok yüksek bir hareketliliğe neden olabilir. Portföy yatırımlarıyla bir ekonomiye giren yabancı sermayenin o ekonomide kalacağı süre bir takım makro ekonomik faktörlere bağlıdır (Çetenak, 2006: 19–20).

Bu faktörler;

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

Sahip olduğu yüksek likidite ile eleştirilen yabancı portföy yatırımları, yukarıda sayılan makro ekonomik faktörlerde meydana gelebilecek bir dalgalanma sonucu oluşacak makro ekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunabilecektir. Portföy yatırımlarında gerçekleşebilecek aşırı bir dalgalanma, özellikle finansal piyasaları çok gelişmemiş ve derinleşmemiş olan az gelişmiş ülkelerin makro ekonomik yapısına büyük zararlar verebilir.

Tablo 3: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları (Milyon Dolar).

Yıllar	Portföy Yatırımları	Varlıklar	Yükümlülükler
1990	547	-134	681
1991	623	-91	714
1992	2411	-754	3165
1993	3917	-563	4480
1994	1158	35	1123
1995	237	-46	703
1996	570	-1380	1950
1997	1634	-710	2344
1998	-6711	-1622	-5089
1999	3429	-759	4188
2000	1022	-593	1615
2001	-4515	-788	-3727
2002	-593	-2096	1503
2003	2465	-1386	3851
2004	8023	-1388	9411
2005	13437	-1233	14670
2006	7373	-4029	11402
2007	717	-2063	2780

Kaynak: TCMB Ödemeler dengesi istatistikleri.

1.7.2.2. Yabancı portföy yatırımlarının nedenleri

Son yıllarda yabancı portföy yatırımlarının miktarında meydana gelen artışta, şüphesiz ki uluslararası finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin rolü büyük olmuştur. Bununla birlikte uluslararası finans piyasalarında yaşanan bu gelişmeler yabancı portföy yatırımları hakkındaki tartışmaları da körüklemiştir. Ancak uluslararası finans piyasalarında yaşanan bu gelişmeler, yabancı portföy yatırımlarının meydana gelmesinde gerekli olmakla beraber tek başına yeterli değildir. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan gelişmeler kadar portföy yatırımlarına taraf olan ülke ekonomisinde ve finans piyasalarında meydana gelebilecek gelişmelerde yabancı portföy yatırımları üzerinde etkili olabilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi olduğu düşünülen içsel ve dışsal nedenler açıklanacaktır.

1.7.2.2.1. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan gelişmeler

1.7.2.2.1.1. Finans piyasalarındaki sınırlamaların ve kontrollerin kaldırılması

Sadece yabancı portföy yatırımlarının değil aynı zamanda tüm uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde yaşanan artışın en önemli nedenlerinden birisi olarak adlandırılabilecek bu süreçte, ulusal ekonomilerde ki faiz oranları ve döviz piyasaları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış ve böylelikle sermayenin uluslararası piyasalarda dolaşımı için gerekli zemin oluşturulmaya çalışılmıştır. Genel ekonomi ve mali piyasalarla ilgili olarak 1970'ler de ortaya atılan bu yeni yaklaşım, piyasalara kısıtlamalar getiren düzenlemelerin kaldırılarak devletin ekonomide ki rolünün azaltılmasını ve böylelikle kaynak dağılımının, üretimin ve fiyatlandırmanın piyasa güçlerine bırakılmasını savunmaktadır. Liberalizasyon ve deregulasyon olarak adlandırılan bu süreç, ilk olarak sanayileşmiş ülkelerde başlamış ancak 1980'li yıllardan itibaren gelişmekte olan birçok ülkenin de katılımıyla uluslararası düzeyde uygulanmaya başlamıştır. Uluslararası liberalizasyonun sağlanabilmesi için yapılan en önemli düzenlemeler, ulusal ekonomilerde ki faiz oranlarının ve kredilerin üzerindeki sınırlamaların kaldırılması, döviz piyasalarında serbest kur politikalarının benimsenerek döviz kurlarının serbest piyasada oluşumunun sağlanması ve sermaye hareketlerinin uluslararası piyasalarda kolayca hareket edebilecek şekilde serbest bırakılması olmuştur. Tüm bu gelişmelerde finansal piyasaların daha etkin işlemesini sağlamıştır. Böylelikle uluslararası sermaye hareketleri büyük artış göstermiş ve gelişmekte olan ülkelerde ihtiyaç duydukları fonları yurtdışı piyasalarından sağlayabilme olanağına kavuşmuştur (Alp, 1999: 85).

1.7.2.2.1.2. Finansal araçların çeşitlilik kazanması

Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme ve küreselleşme olguları beraberinde yeni finansal araçlara ihtiyacı da getirmiştir. Böylelikle uygulanmakta olan finansal araçlara da yeni fonksiyonlar yüklenmiştir. Günümüzde dünyada paranın veya diğer finansal varlıkların kullanılabildiği yaklaşık 150 civarında enstrüman vardır (Akdiş, 2002:5).

Organize olmuş menkul kıymet borsalarının çoğalması ve yayılması ile kişisel ve kurumsal yatırımcıların risk yönetim ihtiyacını giderici mahiyette çok çeşitli yeni finansal araçlar tasarlanmış ve ticarete sokulmuştur. Opsiyonlar, vadeli kontratlar, swap kontratları, değiştirilebilir tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetler, opsiyon ekli tahviller ve senetler yeni finansal araçlara verilebilecek birkaç örnekten bazılarıdır (Çetenak,2006:24).

1.7.2.2.1.3. Teknolojik alanda yaşanan gelişmeler

İletişim ve bilgi teknolojileriyle, ulaştırma alanlarında sağlanan büyük gelişmeler, yatırımcılar ile piyasalar çok farklı yerlerde olsa bile, yatırımcıların çok farklı finansal piyasalarda işlemler yapabilmelerine, bu işlem kararlarını almada ihtiyaç duyacakları bilgiyi elde etmelerine, yeni finansal araçların oluşturulup kullanılmasına, bu yeni finansal araçların takasına, saklanmasına ve mekân değiştirmesine olanak sağlamıştır. Son yıllarda hem ulusal hem de uluslararası finansal piyasalarda ki işlem hacmi oldukça yüksek boyutlara ulaşmış ve gün boyu devam eden bir hal almıştır.

1.7.2.2.1.4. Piyasalarda rekabetin artması

Ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda yaşanan tüm bu gelişmeler, ulusal ve uluslararası anlamda finansal piyasaların etkinlik kazanmasına ve böylelikle finansal araçların arz ve talebinde rekabetin artmasına neden olmuştur.

1.7.2.2.1.5. Diğer gelişmeler

90'lı yılların son dönemlerinde yaşanan krizler ve finansal piyasaların istikrarlarının giderek azalması sonucunda, hem ulusal hem de uluslararası kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası, Basel Komitesi ve IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasası Kuruluşları Örgütü) gibi kuruluşlar) tarafından, piyasaların daha güvenli ve etkin işlemesini sağlamak amacıyla bazı düzenlemeler ve çalışmalar yapılmıştır. Tüm bu çalışmalar ile elde edilen sonuçların ışığında yapılması gereken düzenlemeler birçok ulusal ekonomi tarafından hayata geçirilmiştir. Türkiye'de de uygulamaya konulan bu düzenlemeleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Alp, 1999: 85).

1) Piyasa katılımcılarının daha öngörülü hareket etmelerinin sağlanması yönünde bazı standartların getirilmesi ve düzenleme yaklaşımının, piyasaların sınırlanmasından, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumların daha sağlam bir yapıda faaliyet gösteren bir boyuta kayması
2) Mali piyasalarda şeffaflığın sağlanması ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının öneminin artması
3) Gözetim sistemlerinin geliştirilmesi ve uluslararası anlamda işbirliği ve koordinasyonun sağlanması
4) Uluslararası mali kurumların yeniden yapılandırılması ve uluslararası piyasalarda nihai borç veren fonksiyonunu görecek merkez bankası benzeri bir mali kurumun şekillendirilmesi
5) Çok uluslu mali kurumların finansal risk yönetimi konusunda geliştirilmeleri ve faaliyetlerinin daha şeffaf hale gelmesi

1.7.2.2.2. Yatırıma konu olan ülkeye yönelik nedenler

Yatırıma konu olan ülkeye özgü nedenler genel olarak çekici faktörler olarak adlandırılır. Ancak uluslararası yatırımların gerçekleşmesi için çekici faktörlerin tek başına oluşması yeterli olmayabilir. Yatırıma konu olan ülkede faiz oranlarının düşük olması ya da düşeceği yönünde bir beklentinin olması, sermaye piyasalarının getiri oranlarının düşük olması gibi nedenlerde bir ülkeye yönelik yabancı portföy yatırımlarının tersine dönmesine neden olabilir. Bu tür faktörler ise itici faktörler olarak adlandırılır. Çekici faktörlerden kaynaklanan yabancı portföy yatırımları, itici faktörlerden kaynaklanan yatırımlara oranla daha durağan ve tahmin edilebilir bir yapıya sahiptir. Bu nedenle, çekici faktörlerden kaynaklanan yabancı portföy yatırımları karşısında gelişmekte olan ülkeler uygun makro ekonomik vede finansal politikalar uygulamak kaydıyla ekonomilerindeki genişleme ve daralma evrelerini daha kolay kontrol altında tutabilirler. Yabancı portföy yatırımlarının oluşumunda itici faktörler ön planda ise gelişmekte olan ülkeler sağlam ekonomik politikalar uyguluyor olsalar bile beklenmedik dışsal şoklar karşısında hazırlıksız vede zayıf kalabilirler. Düşük kredi notu, yüksek ve

değişken enflasyon oranları, sermaye piyasasındaki kısıtlamalar, düzenli bir muhasebe sisteminin olmaması, iletişimde yaşanan eksiklikler, uluslararası menkul kıymet ve ülke fonu sayısının azlığı, uzun dönemde büyüme hızında yaşanan yavaşlamalar, döviz kurlarının ve faiz oranlarının sürekli dalgalanması, ülkede türev piyasalarının varlığı gibi unsurlar, yabancı yatırımcıların bir ülkeye portföy yatırımı yaparken dikkate aldığı başlıca çekici faktörlerdir.

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak yaşanan yabancı portföy yatırımlarının meydana gelmesinde, gelişmekte olan ülke piyasalarının getiri oranlarının düşmesi itici faktör olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarının sahip olduğu yüksek getiri oranları ve yabancı yatırımcıya sağladığı portföy çeşitlendirmesi imkânı da çekici faktörler olmuştur (Aggarwal, 1995: 235).

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sahip olduğu yüksek büyüme hızı, yeni gelişmekte olan sektörlerin olması, gelişmiş piyasalara oranla işgücü maliyetlerinin ucuz olması, firmaların sektörde tekel güce sahip olması gibi piyasa yapısından kaynaklanan faktörler, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların karlılığını arttırmaktadır. Bununla birlikte yatırımları teşvik etmek maksadıyla, işletmelerin düşük maliyetli kaynak kullanabilmesi, devletin ucuz üretim girdileri sağlaması, ihracatta uygulanan sübvansiyonlar ve üretilen mal ve hizmetlerin sunulduğu piyasaların rekabetten korunması, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sahip olduğu diğer avantajlardır. Böylelikle tüm bu firma avantajları gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına oranla daha karlı bir hale getirmektedir (Aggarwal, 1995: 235).

Yabancı portföy yatırımlarına etki eden faktörleri araştırmak amacıyla yapılan çalışmalarda, sermaye ihraç eden ülkelerin tahvil faiz oranları ve hisse senedi piyasası getiri oranlarındaki değişikliklerin, sermaye ithal eden ülkelerde ise, piyasalarda var olan yüksek getiri imkânları, yapısal reformlar, politik gelişim, özelleştirme faaliyetleri ve hedef döviz kurlarının önceden ilan edilmesi gibi değişkenlerin portföy yatırımları üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Latin Amerika ülkelerine yönelik gerçekleşen sermaye hareketleri bölge ülkelerinin dışında meydana gelen gelişmelerden daha fazla etkilenen bir nitelik taşımaktadır. Özelliklede Amerika Birleşik Devletleri'ndeki faiz oranlarının

düşmesi ve yaşanan ekonomik durgunluk bölgeye yönelen sermaye hareketlerinin nedenlerini açılayan en önemli değişkenlerdir (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1993).

Yabancı portföy yatırımlarının nedenlerinin araştırıldığı bir başka çalışmada, gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarını etkileyen en temel değişkenin uluslararası faiz oranlarının olduğu görülmüştür. Yapılan çalışmalarda sermaye hareketlerindeki değişmelerin %14'ü ülkeye yönelik çekici faktörlerle açıklanırken, geriye kalan %86'lık kısmı ise itici (sermaye sahibi ülkelere özgü) faktörlerce açıklanabilmektedir. Arjantin, Kore ve Meksika'ya yönelen sermaye hareketlerinde ülkeye özgü faktörlerin etkisi ön plana çıkmakla birlikte, dışsal faktörlerin etkinliği de belirgin olarak hissedilmektedir. İçsel faktörler içerisinde yer alan, ülkenin kredi değerliliğindeki düzelmeler, sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamakta bazı ülkelerde etkili olabilmektedir (Fernandez, 1996: 413).

Latin Amerika'ya yönelik yaşanan portföy yatırımlarındaki artışın yaklaşık yarısı Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan ekonomik gelişmelerle açıklanabilirken, Doğu Asya'ya yönelik sermaye hareketlerinde Amerika Birleşik Devletleri'nden kaynaklanan faktörler daha az açıklayıcı olmuştur.

Sonuç olarak, hem yabancı portföy yatırımlarına konu olan ülkeye yönelik faktörlerin hem de uluslararası piyasalarda ve gelişmiş ülkelerde meydana gelen değişmelerin portföy yatırımlarında etkili olduğunu, ancak itici faktörlerin çekici faktörlere oranla yabancı portföy yatırımlarındaki değişmeleri daha iyi açıkladığı görülmektedir (Dooley, Fernandez ve Kletzer, 1996:27).

1.7.2.2.3. Uluslararası portföy çeşitlendirmesi

Uluslararası portföy yatırımlarının miktarında yaşanan artışın en önemli nedenlerinden birisi de, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerinin, gelişmiş ülke yatırımcıları için portföy çeşitlendirme olanağı sunuyor olmasıdır. Aynı ekonomide faaliyet gösteren işletmelerin hisse senetleriyle oluşturulmuş bir portföyden elde edilecek faydanın sınırlı kalması, yurtiçi çeşitlendirmesiyle portföyün mevcut riskinin bir noktadan sonra düşürülememesi uluslararası portföy çeşitlendirmesini daha cazip bir hale getirmiştir. Gelişmiş ülke piyasalarıyla

gelişmekte olan ülke piyasaları arasındaki zayıf bağlantı, portföy çeşitlendirmesine gitmek isteyen kişisel ve kurumsal yatırımcıların bu imkânı kullanmalarını sağlamakta bu da özellikle gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına fon akışını arttırmaktadır.

1.7.2.3. Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik etkileri

Finansal serbestleşme ve sonucunda yaşanan finansal bütünleşme ile birlikte sermaye hareketliliğinin tüm dünyada arttığı bir süreç başlamıştır. Yaşanan bu süreç ve getirdiği yenilikler, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının gelişimine büyük katkılar sağlamıştır. Neoklasik iktisat teorisine göre, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerindeki artışlar, tasarrufların küresel dağılımının daha verimli bir hale gelmesini sağlamakta, sermayenin, verimliliğinin yüksek olduğu alanlarda kullanılmasına olanak sağlamakta böylelikle ekonomik büyümeyi ve refahı arttırıcı bir rol oynayabilmektedir (Fischer vd., 1998). Yabancı portföy yatırımlarına tek bir ülke açısından bakıldığında, finansal bütünleşme vasıtasıyla sağlanan sermaye ile yatırımlar finanse edilebilmekte ve ülke yerleşiklerinin yabancı finans piyasalarına geçişine olanak sağlanabilmektedir. Dünya ekonomisi açısından yabancı portföy yatırımları ise, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ticaret ve yatırımlarının finansmanını sağlayarak gelir seviyesinin ve uluslararası ticaretin artmasına olanak sağlamakta diğer taraftan da yatırımların risklerinin dağıtımını sağlayabilmektedir. Uluslararası sermayeden beklenen yarar, sermayenin verimliliğinin düşük olduğu bölgelerden getirinin yüksek olduğu bölgelere doğru hareket ederek dünya ölçüsündeki ortalama verimliliğinin ve aynı zamanda dünya refahının artmasına katkı sağlamasıdır (Seyidoğlu, 1996: 307).

Tüm bu olumlu etkiler göz önüne alındığında, ülkelerin sermaye hareketlerine uyguladıkları kısıtlamaları kaldırmasıyla, elde edebileceği faydalar; sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getireceği rekabetin, sermaye piyasalarında uzmanlaşmayı teşvik ederek uluslararası ticarette verimlilik artışına yol açması mevcut tasarrufların en verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak ekonomide etkin kaynak dağılımını sağlaması ve yatırımcıların portföy

çeşitlendirmesine giderek, yurtiçi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkânına sahip olabilmeleridir (Dağlı ve Terzi, 1994: 32).

Ancak uluslararası sermaye hareketleri her zaman bu olumlu etkileri oluşturmayabilir. 90'lı yıllarda Meksika, Asya, Rusya ve Türkiye'de yaşanan finansal krizler uluslararası sermaye hareketleri ve liberelizasyon politikalarına daha dikkatli yaklaşılmasına neden olmuştur. Özelliklede gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı portföy yatırımları birçok araştırmaya konu olmuştur. Yapılan bu çalışmalar sadece yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomileri ya da finans piyasaları üzerindeki etkisini değil bununla birlikte finans piyasalarının ekonomik büyümeye katkısı, uluslararası portföy yatırımlarının makro ekonomik etkileri gibi çeşitli alanlarda gerçekleşmiştir. Yapılan bu çalışmalar arasında Levine ve Zeros (1996), Rajan ve Zingales (1997) ve Beakert ve Harvey (1998) tarafından yapılan çalışmalarda finans piyasalarında yaşanan gelişmeler ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Obstfeld (1994) tarafından yapılan bir çalışmada ise ekonomik bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bartolini ve Drazen (1996) ise sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasının, ülkenin güvenilirliğini ve uygulanan ekonomi politikalarını olumlu yönde etkilediğini belirtmiştir.

Yapılan çalışmalardan bir bölümü ise uluslararası sermaye hareketlerine yoğun eleştiriler yöneltmiştirler. Yapılan bu eleştirilerin büyük bir bölümü, ülkenin ekonomik denetimi üzerinde yabancıların etkisinin artması, uluslararası firmaların yerli firmalar karşısında haksız bir rekabet üstünlüğü yakalaması, teknolojik bağımlılığın artması ve ekonomik bütünlüğün bozulma ihtimalleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Öyle ki J. E. Stiglitz (2000: 1075) uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestleştirmeleri 'sürücüsü eğitim almamış ve lastikleri kontrol edilemeyen bir arabaya, yarış motorunun konularak sürülmesine' benzetmiştir.

Akyüz ve Cornford (1999), uluslararası sermaye hareketlerinin doğası gereği bir takım istikrarsızlık unsurunu içinde barındırdığını bu nedenle gelişmekte olan bir ülkenin uluslararası finansal piyasalarla tam anlamıyla

bütünleşmesinin ülkede finansal krizlere ve parasal kargaşa yaşanmasına neden olabileceğini belirtmiştirler. Özelliklede gelişmekte olan ülkeler hassas ekonomik yapıları, yabancı sermayeye olan bağımlılıkları ve net dış borçluluk durumları nedeniyle daha tehlikeli bir durumda bulunmaktadırlar. Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan son krizler, bu tür krizlerle mücadele edebilmek için ulusal politikaların sınırlarına işaret etmekte ve bu ülkelerdeki yapısal ve kurumsal eksikliklerin, krizlerin önlenmesini ve yönetilmesini güçleştirdiğini göstermektedir. Bu ülkelerde sermaye hareketleri ve döviz kuru politikalarındaki yetersizlikler finansal krizlerin maliyetini arttırmaktadır (Akyüz ve Cornford, 1999: 12)

Oktar'a (1995) göre ise yabancı sermaye akımları sonrasında ulusal para birimlerinin yabancı para birimleri karşısında değer kazanması ve bunun sonucunda ihracatın gerileyerek ithalatın artması ile cari işlemlerde oluşacak açık gündeme devalüasyon beklentisi getirebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki yasal ve kurumsal eksiklikler, sık sık değişebilen ekonomik politikalar ve siyasi risk unsurları sermaye hareketliliğindeki süreci tersine çevirebilmekte ve ekonomiyi finansal dalgalanmalara karşı daha savunmasız bir hale getirebilmektedir (Lensink vd., 2000).

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal ve parasal krizler incelendiğinde bu krizlerin çok farklı makroekonomik şartlarda gerçekleştiği görülmektedir. Bu krizler Meksika ve Tayland gibi cari açığın çok büyük boyutlara ulaştığı ve sürdürülemez olduğu ülkelerde meydana gelebildiği gibi cari açığın oransal olarak daha düşük olduğu Endonezya ve Rusya gibi ülkelerde de meydana gelebilmiştir. Ulusal paranın değerinde meydana gelen artış; Meksika, Rusya ve Brezilya'da (enflasyonu düşürmek için kuru çapa olarak kullanan diğer ülkelerde) parasal kötüleşmenin ana nedeni olmasına rağmen bu durum her zaman görülmeyebilmektedir (Akyüz ve Cornford, 1999: 13). Örneğin Doğu Asya piyasalarında değerleme tahmin edilen gibi yüksek boyutlarda olmamıştır. Aynı şekilde krizin yaşandığı bazı ülkelerde yüksek boyutlara ulaşmış bütçe açığı varken, bütçenin fazla verdiği ya da dengede olduğu Meksika ve Doğu Asya gibi ülkelerde de krizler meydana gelmiştir. Konu dış borç açısından ele alındığında ise, dış borcun büyük kesiminin kamuya ait olduğu Rusya ve Brezilya'da krizler

meydana gelebildiği gibi, dış borcun daha büyük kısmı özel kesime ait olan ülkelerde de krizler yaşanabilmiştir (Akyüz ve Cornford, 1999: 13).

Bu krizler esnasında yaşanan ani sermaye çıkışları şüphesiz ki krizlerin boyutlarının artmasındaki en önemli nedenlerden biridir. Bu nedenle son yıllarda giderek artan ve finansal krizlere neden olabilen portföy yatırımlarının kısıtlanması gerektiği yönündeki fikirler sıkça dile getirilmiştir. Bu konuda bir bölüm iktisatçı, gerek duyulması halinde getirilecek kısıtlamanın Şili örneğinde olduğu gibi sermaye girişleri üzerinde uygulanmasını savunurken; bir bölüm iktisatçı ise yapılacak kısıtlamanın sermaye çıkışları üzerinde olması gerektiğini savunmaktadır. Öne sürülen önerilerden en çok tartışılanı, özelliklede Güney Doğu Asya krizlerinden sonra spekülatif sermaye girişlerinin önlenebilmesi için yabancı portföy yatırımlarının vergilendirilmesinde kullanılmış olan Tobin vergisi olmuştur.

Görülmektedir ki yaşanan krizler ve gelişmekte olan ülke deneyimleri uluslararası sermaye hareketlerinin farklı ülkelerde farklı sonuçlar doğurduğunu göstermektedir. Ancak sermaye hareketleri ve bu hareketlerin meydana getirebileceği krizlerin boyutları tamamen ülkelerin makro ekonomik yapılarına ve uyguladıkları ekonomi politikalarına bağlıdır. Kısaca bu ülkeler ekonomilerine yönelen bu yabancı fonlardan yararlanabilmek ve oluşabilecek olan olumsuz etkilerini ortadan kaldırabilmek için, uluslararası sermayeyi kısıtlayıcı ve müdahale edici politikalar yerine siyasi ve ekonomik istikrarı sağlayıcı, piyasaları geliştirici politikalar uygulamak durumundadırlar (Stiglitz, 2000).

1.7.3. Rezerv varlıklar

Rezerv varlıklar, ülkenin parasal yetkilisi tarafından ülke ödemelerini kontrol etmek ve ödemelerde ortaya çıkabilecek sorunları çözmek amacıyla dolaylı olarak döviz kuruna müdahale etmek için kullanıma hazır olan dış varlıklardır. Buradaki rezerv kelimesi, merkezi otoritenin mutlak hâkimi olduğu, doğrudan vede etkili kontrol kavramını içermektedir. Bununla birlikte rezerv varlıklar yurtdışı borçlanmasında teminat, güven sağlayıcı unsur; yurtiçinde ise bazı gereksinim hallerinde yeterlilik ölçüsü olması nedeniyle de tutulmaktadır. Rezerv varlıklar,

- Parasal Altın Rezervleri
- Özel Çekme Hakkı (SDR’s)
- Fon Nezdindeki Rezerv Pozisyonu
- Döviz Rezervleri
- Diğer Alacak Hakları

şeklinde sınıflandırılmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

1.7.3.1. Parasal altın rezervleri

Ülkenin parasal yetkilisinin elinde bulundurduğu parasal altın rezervleri, rezerv varlıklar içerisinde yer almaktadır. Parasal altın, ülkenin parasal otoritesi ile diğer ülkelerin parasal otoritesi veya uluslararası para kuruluşları arasında olan işlemlerle elde edilir.

1.7.3.2. Özel çekme hakkı

Uluslararası para fonu (IMF) tarafından oluşturulan ve üye ülkelerin kotaları çerçevesinde üye ülkelere rezerv sağlamak amacıyla tahsis edilen bir uluslararası rezerv şeklidir.

1.7.3.3. Fon nezdindeki rezerv pozisyonu

Uluslararası para fonuna üye ülkelerin para fonundaki rezerv pozisyonları, üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının toplamı olup, üye ülkeye her an ödenebilen tutarlardır. Para fonundan satın alınan tutarlar, döviz rezervlerinde artış, rezerv pozisyonunda azalışı göstermektedir.

1.7.3.4. Döviz rezervleri

Döviz rezervleri, parasal yetkili kuruluşun dış ödemelerin finansmanında kullanılabilecek yabancı paralar, yurt dışında geçerli çek, poliçe, senet, hazine bonosu gibi ödeme araçlarından oluşmaktadır.

1.7.3.5. Diğer alacak hakları

Yukarıdaki sınıflandırmada rezerv varlıkların dışında kalan diğer rezerv varlıklardır. Örneğin, bankaların elinde bulunan rezerv varlıklar parasal yetkilinin kontrolüne girdiğinde bu başlıkta kaydedilir.

1.7.4. Diğer yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve rezerv varlıklar dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri diğer yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Portföy yatırımlarında olduğu gibi diğer yatırımlar kaleminde de, varlık ve yükümlülük ayrımında, türlerine ve sektörlerine göre alt yatırımlar bulunmaktadır.

- Ticari krediler
- Krediler
- Efektif mevcutları ve mevduat hesapları
- Diğer varlık ve yükümlülükler

Ticari krediler, mal ve hizmet ticaretinin finansmanını sağlayabilmek amacıyla satıcılardan sağlanan kredilerdir.

Krediler, borçlu ve alacaklı arasında yapılan bir kredi anlaşmasına uygun olarak sağlanan bir borçlanma türüdür. IMF' e üye ülkelerin, ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaşmaları durumunda, IMF'den sağladıkları krediler bu tür bir borçlanmaya girer ve krediler kaleminde gösterilir. Bu tür kredileri, IMF kendi belirlediği bir dizi önlemlerin alınması kaydıyla üye ülkelere kullandırır.

Efektif mevcutları ve mevduat hesapları, efektif mevcutları bir ülke içerisindeki yerleşik kişi ve kuruluşların ellerinde tuttukları yabancı hükümetler tarafından tedavüle sunulan efektifler ve madeni paralar toplamını gösterirken, mevduat hesapları ise, yabancı para cinsi üzerinden tutulan mevduat hesaplarını içerir.

Diğer varlık ve yükümlülükler, yukarıda sınıflandırılarak açıklanan finansal varlık ve yükümlülüklerin tanımlarına uymayan tüm finansal varlık ve yükümlülükler bu kalem altında açıklanır ve işlem görür.

1.7.5. Uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili diğer kavramlar

Bu başlık altında uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili olarak kullanılan diğer kavramlar kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

1.7.5.1. Kısa vadeli sermaye hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilânçosunda sermaye ve finans hesabının alt kalemi olan diğer yatırımlar kaleminde gösterilir. Literatürde ise kısa vadeli sermaye hareketleri birçok farklı şekilde tanımlanmaktadır.

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

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kalıcılığının düşük ve spekülatif amaçlı olması nedeniyle bu tür sermaye hareketlerine sıcak para da denilmektedir. Sıcak para; yurtdışından yatırımcıların, sahip oldukları kısa vadeli fonlarını bir başka ekonomiye dâhil edip yerli paraya çevirerek, yerli para lehine olan arbitraj olanağından yararlanmak amacını güder.

Kaya (1998) sıcak parayı, portföy yatırımları (net), ticari bankaların döviz tevdiat hesapları, bankaların sağladığı krediler ve net hata noksan kalemlerinin toplamı ya da portföy yatırımları (borç senetleri) ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin (net) toplamı şeklinde olmak üzere iki şekilde tanımlar.

Korkut Boratav (2001: 9) ise sıcak parayı; kısaca arbitraj arayan sermaye hareketleri olarak tanımlar ve hisse senetlerine, kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımlarını, bankalara ve diğer özel kurumlara açılan (ticari krediler dışındaki) kısa vadeli kredileri ve banka mevduatındaki veya banka dışı diğer varlıklardaki değişmeleri sıcak para olarak nitelendirir.

1.7.5.2. Resmi sermaye hareketleri

Bir ülkeden bir başka ülkeye askeri, politik, kültürel vb. nedenlerle, bağış ya da borç şeklinde hareket eden ve resmi kurumlar arasında oluşan bu sermaye

türüne resmi sermaye hareketleri denir. Bu tür sermaye hareketleri karşılığında ticari amaç güdülmemektedir ve genellikle düşük faizli ve uzun vadeli krediler şeklindedirler.

Resmi sermaye hareketlerinde devlet kendisi doğrudan borç vermek yerine ya uluslararası kredi kuruluşlarına baskı yaparak ya da bankalara kefil olarak söz konusu ülkeye gerekli fonları sağlama yoluna gitmektedir.

Resmi sermaye hareketlerinden faydalanarak fon sağlayan ülkeler normal uluslararası piyasalardan sağlayabileceği kredilere oranla daha düşük faizle borçlandığı için borç alan ülkelerin ekonomileri açısından olumlu etkiler yaratmaktadır. Bununla birlikte resmi sermaye hareketleri ile sağlanan fonların vadesi uzun süreli olduğu için borç alan ülke uzun süreli olarak bu krediyi kullanabilecek olduğundan ülke ekonomisi için olumlu etkiler oluşturacaktır.

1.7.5.3. Özelleştirme

Mülkiyeti ve yönetimi kamuya ait olan iktisadi üretim birimlerinin özel sektöre devri şeklinde tanımlanabilecek olan özelleştirme kavramı ilk defa 1979 yılında İngiltere'de Muhafazakâr Parti'nin seçim manifestosunda yer almış, ilk özelleştirme uygulamaları da yine İngiltere'de Muhafazakâr Parti döneminde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Kasım 1980'de ABD'de başkanlık seçimlerinin Ronald Reagan tarafından kazanılması ile uygulama dünyaya ihraç edilir hale gelmiştir (Öztürk, 2004: 15).

Özellikle de az gelişmiş ülkelerin, yetersiz tasarruf düzeyi nedeniyle, ülkeye daha fazla sermaye çekebilmek için iyi bir yöntem olarak gördüğü özelleştirme hareketleri 1980'lerden sonra ülkeler arasında hızla yaygınlaşmaya başlamıştır. Yabancı sermayeli kuruluşlar ise yeni yatırımlar yapmak yerine, çoğu piyasasında tekel veya oligopol konumda olan, devletin sahip olduğu bu kuruluşları satın alma yoluna gitmişlerdir.

1.8. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme

1980'lerin ilk yıllarından beri uluslararası sermaye hareketlerine açık olan gelişmiş sanayi ülkelerinin yaşadığı olumlu ekonomik gelişmeler ve 1990'ların ilk yarıları esnasında yükselen piyasa ekonomilerindeki büyük gelişmeler, ülkelerin

uluslararası sermaye hareketlerine açık bir şekilde sermaye hesaplarını serbestleştirmelerinin, büyümeyi ve kalkınmayı destekleyeceği şeklindeki düşünceyi destekler bir nitelikteydi. Ancak 1990'ların son dönemlerinde yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen finansal vede ekonomik krizlerin sonucunda, ekonomistler bu şekildeki aşırı bir ekonomik bütünleşmenin altında yatan mantığı sorgulamaya başladı. Bu ekonomistler arasında, asıl olarak servet ticaretinin mal ticaretinden farklı olduğunu savunan ancak mal ve hizmet ticaretinde serbest ticareti kuvvetle savunan iyi tanınmış başlıca ekonomistlerde bulunmaktaydı. Örneğin 1998'de Foreign Affairs' de yayımlanan başarılı bir makalede Jagdish Bhagwati sermaye hesabının serbestleştirilmesinden elde edilebilecek mevcut karların ısrarla savunulduğunu ancak henüz kanıtlanamadığını dile getirdi. Benzer bir şekilde 1999 yılında, Dani Rodrik uluslararası sermaye hareketlerine açıklığın özelliklede uygun kontrol edici, düzenleyici ekonomik mekanizmalara, yerli yerinde ve sağlam bir makro ekonomik yapıya sahip olmayan ekonomik sistemler için tehlikeli olabileceğini ileri sürdü. 1990'lı yılların sonunda Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan bir raporda, kurumun yürütücü kurulu uluslararası sermaye hareketlerine açıklığın muazzam kazançlarının vurgulandığını ancak olası risklerin en aza indirilmesi için serbestleştirmenin zincirleme bir şekilde yapılması ve çok dikkatli bir şekilde yönetilmesi gerektiğin ifade etti. O yıllarda Uluslararası Para Fonu (IMF) araştırmaları direktörü ve baş ekonomisti olan Kenneth Rogoff, Uluslararası Para Fonu (IMF)' nun yayını olan Finance and Devolopment' da 2002 yılının aralık ayında yayınlanan makalesinde, bugünlerde herkesin sermaye hareketlerini serbestleştirmenin daha seçici bir yaklaşım gerektirdiği konusunda hemfikir olduğunu yazdı.

Bununla birlikte Rogoff, IMF' nin icra kurulu ve Rodrik tarafından ileri sürülen uyarıları dikkatle incelediğimizde bu kişilerin açık bir sermaye hesabının yararlı etkilere sahip olamayacağını savunmadıklarını aksine onların sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile oluşan çevre şartlarının, onun sonuçlarının muhtemel ve önemli bir belirleyicisi olduğunu tartıştıklarını görüyoruz. Fakat sermaye hesabının serbestleştirilmesinin ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı

şeklindeki durum yayınlanan önceki deneyimsel araştırmalardan elde edilen verilere rağmen kanıtlanmış değildir.

Daha önceleri yayınlanmış olan deneyimsel çalışmalardan oluşan literatür sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin büyüme üzerine etkileri ile ilgili birbiriyle çatışan sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Standart bir büyüme regresyonuna sermaye hareketlerinin serbestliğini gösteren bir göstergeyi dâhil etmeyi başaran Quinn (1977) sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin büyümeyi destekleyeceğine dair ilk kanıtları, yaptığı çalışmalarla sunmuştur. Klein ve Olivei (1999) daha büyük bir finansal derinlikle birleşmiş olan sermaye hareketlerinin bu kanal vasıtasıyla ekonomik büyümeyi sağlayabileceğini göstermişlerdir. Bununla birlikte Grilli ve Milesi-Ferretti tarafından yapılan çalışmanın sonuçları sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin büyüme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olamayacağını ortaya çıkardı. Rodrik (1998) serbestleştirilmiş sermaye hareketlerinin sadece bir vekil gibi kurumsal kaliteye yardım edebileceğini ve ekonomik büyüme üzerinde bağımsız ve de anlamlı bir etkiye sahip olamayacağını kanıtladı. 2001 yılında Edwards ve Arteta ile 2003 yılında Wyplosz ve Eichengreen, farklı tahmin yöntemleri kullanarak yaptıkları çok ülkeli büyüme analizinde, kişi başına gelir ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi arasındaki doğrusal bir etkileşimin sonuçlarını araştırdılar. Düşük gelir düzeyindeki ülkeler için anlamlı bir etkiye ulaşamazken daha yüksek bir gelir düzeyine sahip ülkeler için anlamlı bir takım etkilerin varlığını saptayabilmişlerdir (Klein, 2005: 1).

İKİNCİ BÖLÜM

2. KURUMSAL KALİTE

Bu bölümde kurumsal faktörlerin tanımı, kurumsal kalitenin ölçülmesi, kurumsal kalite ve büyüme ile kurumsal kalite ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılacaktır.

2.1. Kurumların Tanımı ve Kurumsal Kalitenin Ölçülmesi

Kurumlar bir toplumdaki oyunun kurallarıdır. Daha açık bir ifadeyle, insanlar arası etkileşimi, ilişkileri düzenleyen ve bizzat insanlar tarafından oluşturularak şekillendirilmiş sınırlamalar topluluğudur (Douglas, 2002: 8). O halde kurumları, bir toplumdaki devlet ile birey ve birey ile birey arasındaki ilişkileri düzenleyen resmi ve resmi olmayan kurallar topluluğu olarak tanımlamak mümkündür. Wesley C. Mitchel, kurumları 'yaygın kabul gören iyi düzeyde standartlaştırılmış sosyal alışkanlıklar' olarak tanımlarken, W. Hamilton ise, 'sürekliliği olan düşünce ve eylem tarzı' olarak kurumları tanımlamaktadır (Demir, 1996: 174). Bu tanımlardan yola çıkarak, kurumların günlük hayata kurallar koyarak, hayatın belirsizliğini azaltabileceğini söyleyebiliriz. Böylelikle kurumlar, insanların gündelik yaşamı için bir rehber olma özelliği taşımakta ve bireylerin tercihlerini belirlemekte ve sınırlandırmaktadırlar. Kurumsal sınırlamalar, bireylerin neleri yapabileceklerini ve neleri yapmalarının yasak olduğunu ve bireylerin bir takım işlemleri hangi koşullarda yapabileceğinin sınırlarını çizmektedir. Bu nedenle kurumlar insan etkileşimlerinin meydana geldiği bir çerçevedir (Douglas, 2002: 8). Kurumlar resmi ve yazılı kurallardan (hukuk gibi) oluştukları gibi resmi ve yazılı olmayan (gelenek, görenek, adet ve örfler gibi) kurallardan da oluşabilirler. Burada kurumların işlevlerini yerine getirebilmesi açısından önemli olan husus, ihlallerin tespit edilmesi ve cezaların uygulanmasında kesinlik ifade edilmesidir.

Günlük hayatımızın sınırlarını belirleyen kurumların, ülkelerin ekonomik performansını da etkileyeceği açıktır. Kurumlar teknoloji ile bağlantılı olarak yatırım ve üretim maliyetleri üzerinde etkide bulunmak yoluyla ekonomik performansı da önemli ölçüde etkileyebilirler. Kurumcu hipoteze göre; bazı

toplumlar üretimi, yatırımı, istikrarı, yenilik yapmayı, güveni ve beşeri sermayeyi geliştirmeyi sağlayan iyi kurumlara sahiptirler. İyi kurumların ise sahip oldukları üç temel özellik vardır (Acemoğlu, 2003: 27).

Bu üç temel özellikten birincisi; kişilerin ekonomik faaliyetlerinin ve çalışmalarının sonucunda elde ettikleri gelirden yararlanabilmek anlamına gelen, mülkiyet haklarının güvence altına alınmış olmasıdır. Mülkiyet hakları, kişilerin sahip oldukları üretim faktörlerini kullanma ve bundan gelir elde etme hakkı anlamına gelir. Mülkiyet haklarının güvence altına alınmış olmasındaki en temel sorumlu devlettir ve bu hakların belirleyicisi de yine devlettir. Ancak mülkiyet haklarının korunmasında sadece yürürlükteki yasalar yeterli olmayabilir. Yasaların, mülkiyet haklarının korunmasında yeterli olabilmesi için, resmi ve yazılı olmayan, gelenek ve görenekler ile toplumsal baskı gibi faktörlerce de desteklenmesi ve sağlıklı bir biçimde uygulanması gerekmektedir. Mülkiyet haklarının güvence altına alınmasıyla işlemlerin maliyetleri azalacak, böylece ekonomik faaliyetler belirli bir etkinlik kazanacaktır.

İyi kurumların sahip oldukları ikinci temel özellik ise; elinde siyasi güç bulunduran kesimler ile toplumun üst kesimini oluşturan gruplara mensup kişilerin, toplumsal geliri, yatırımları kısacası ekonomik faaliyetleri kendi amaçları doğrultusunda ele geçirmelerinin yani yolsuzlukların önlenmesidir.

İyi kurumların sahip oldukları son temel özellik ise; beşeri sermayenin yenilikçi, çalışma disiplinine sahip olan, güvenilir, eğitim ve uzmanlığa saygılı, tüketimde rasyonellik özelliklerine sahip olacak şekilde geliştirilmesi, eğitilmesi ve gelir getirici aktivitelere yönelme istikrarına sahip olmasıdır (Gökalp ve Baldemir, 2006: 2).

Ülkelerin siyasi ve ekonomik gelişiminde büyük bir öneme sahip olan bu kurumsal özellikler günümüzde dahi birçok toplumda mevcut değildir. Bu kurumsal özelliklerin eksikliği ise bireyler arasında hukuk kurallarının ayrım göstermesine, toplumun alt kesimleri için mülkiyet haklarının yeterli derecede koruma altına alınmış olmamasına ve toplumun üst kesimlerinden insanların sahip oldukları sınırsız ekonomik ve politik güçle toplum üzerinde baskı oluşturmasına neden olmaktadır.

Kurumlar ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleriyle orantılı olarak hem üretkenlik artışına hem de azalışına yol açacak, bir takım unsurları içinde barındıran bir kavramdır. Gelişmiş ekonomilerde kurumlar kuruluşları üretken faaliyetlerde bulunmaya teşvik eder. Az gelişmiş ekonomilerde ise, kurumsal kalitenin yoksunluğundan dolayı ekonomide bir karışıklık hâkimdir. Az gelişmiş ülkelerdeki kurumlar ağırlıklı olarak üretim faaliyetleri yerine, yeniden dağıtım faaliyetleri geliştiren, rekabetçi koşullar yerine tekeller yaratan, fırsatları geliştirmek yerine onları kısıtlayan niteliktedir (Gökalp ve Baldemir, 2006: 3).

Kurumsal kalite kavramı, birbirleriyle son derece alakalı ancak bir o kadar da faklı olan devlet ile birey ve birey ile birey arasındaki mevcut ilişkinin değişik boyutlarından oluşmaktadır. Bu nedenle bir ülkenin kurumsal kalitesinin tanımlanması ve ölçülmesi oldukça zordur.

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleriyle o ülkenin kurumsal kalitesi arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaları üç grupta toplamak mümkündür. İlk gruptaki çalışmalarda; kurumsal kaliteyi ölçmek için söz konusu ülkedeki hukukun üstünlüğüne, özel mülkiyet haklarının korunmasına verilen önem, yolsuzluk seviyeleri, bürokratik kalite ve anlaşmaların uygulanabilirliği ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. İkinci gruptaki çalışmalarda; bireylerin sahip oldukları politik ve sivil haklar ve demokrasinin seviyesini gösteren göstergeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Üçüncü gruptaki çalışmalarda ise; kurumsal kaliteyi ölçmek için, kurumların o ülkedeki makroekonomik istikrarı sağlamada, piyasaları denetleme ve düzenlemede, sosyal güvenliği sağlamada, politik ve sosyal sorunları çözmedeki etkinliğini kullanmaktadır (Karakayalı ve Yanıkkaya, 2006: 5). Ancak bu yaklaşımlarda kullanılmak üzere, objektif ve tam olarak ölçülmesi mümkün olmayan değişkenlerin bulunması oldukça zordur ve hatta imkânsızdır. Bu nedenle mevcut çalışmalarda genellikle sübjektif anketlerden ve bazı özel firmaların ya da uluslararası uzmanların oluşturdukları verilerden yararlanılmaktadır.

Kurumsal kalite ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar, kurumsal kaliteyi ölçebilmek için birtakım yöntemlerin de geliştirilmesini sağlamışlardır. Mevcut çalışmalar kurumsal kaliteyi ölçmek için

birkaç farklı yöntem kullanmışlardır. İlk grup çalışmalar sade bir şekilde, gözlemlenebilmesi daha kolay olan resmi kurumları (mevcut hukuk kurallarını) kullanmışlardır. Bu çalışmaların büyük bölümü mülkiyet hakları ile ortakların ve alacaklıların haklarının korunabilirliğine odaklanmıştır. Bir bölümü ise yönetimin kalitesini belirleyebilmek için politik kararların sıklıkla değişip değişmediğini dikkate almışlardır. Bu yaklaşımın avantajı ölçmesi ve gözlemlenebilmesi nispeten daha kolay olan değişkenleri kullanıyor olmasıdır. Bununla birlikte bu yöntem sadece sınırlı bir grup resmi kuruma uygulanabilmektedir. Gözlemlenmesi ve ölçülmesi zor olduğundan dolayı resmi olmayan kurumların çalışmalara dâhil edilememesi ve daha da kötüsü resmi ve gayrı resmi kurumların işleyişinin birbirinden bağımsız olduğu düşüncesi sadece çalışmanın kapsamını sınırlandırmakla kalmaz aynı zamanda çalışmadan elde edilen sonuçların ciddi bir biçimde sapmasına neden olabilir.

İkinci grup çalışmalar ise; kurumları doğrudan gözlemlemek yerine, kurumsal kalitenin ölçülmesi zor olan yönlerini temsilen iyi bir gösterge olduğu düşünülen değişkenler kullanmıştır. Örneğin; bu yöntemde siyasi istikrar seviyesini ölçmek için darbe ve devrim gibi bir takım siyasi olayların meydana geliş sıklığı bir gösterge olarak kabul edilmiştir. Yargının bağımsızlığını ölçmek içinse kamu lehine açılan davaların sıklığına ve bu davaların kaçının kamu aleyhinde sonuçlandığına bakılarak bir sonuca varılır. Kara borsanın ve kayıt dışı ekonominin boyutlarına bakılarak da ekonomik kurumların etkinliği ölçülmeye çalışılır. Bu yöntemde başarı ağırlı olarak kullanılan temsili göstergelerin başarısına bağlıdır.

Üçüncü grup çalışmalar ise yabancı yatırımcılar için ülke riskleri hakkında bilgi toplayan uzman kuruluşların sağladığı bilgilerden yararlanır. Bu kuruluşlar genellikle daha söz konusu ülkede daha önce yatırım yapmış olan yatırımcılara yolsuzluğun yaygınlığı, anlaşmazlıkların çözümünde ki etkinlik, mülkiyet haklarının korunabilirliği gibi iş dünyasıyla alakalı sorulardan oluşan bir takım anketler yaparak ülke riskleri hakkında bilgi toplarlar. Bu yöntemin avantajı; araştırmacıya, kurumsal kaliteyi ölçülmesi zor olan hususlarıyla birlikte bir bütün olarak araştırmaya dâhil edebilme şansı sunmasıdır. Diğer taraftansa bu bilgilere ne kadar güvenilebileceği hakkında bir takım sorunlar vardır. Bunlardan bir tanesi

elde edilen bilgilerin ve değerlemenin oldukça öznel olmasıdır. Diğer bir sorun ise bilgileri toplanması ve indekslerin oluşturulmasındaki yöntemlerin şeffaf olmamasıdır.

Çalışmalarda sıklıkla kullanılan kurumsal değişkenler hukuk sistemi (hukukun üstünlüğü), kamulaştırma riski, mülkiyet haklarının korunabilirliği, yolsuzluk, bürokratik kalite ve anlaşmaların hükümetler tarafından reddedilmesi riski, gibi değişkenlerdir. Hukuk sistemi var olan hukuk kurallarını, düzenlemeleri, kanunları uygulayan kurumları ve yargı sistemini içermektedir. Hukuk sisteminin iyi olması hukukun üstünlüğü, yargı bağımsızlığı ve herkesin kanun önünde eşit olması anlamına gelir ve yabancı yatırımların karar alma sürecinde oldukça etkilidir (Pournarakis ve Varsakeilis, 2004: 81). Bu değişken bir ülkedeki bireylerin, o ülkede var olan kurumlara, kanunları yapma, onları uygulama ve davalar için hüküm verme konularında o kurumların kararlarını kabul etme isteklerini yansıtır. Etkin siyasi kurumlar, güçlü bir mahkeme sistemi ve iktidarın düzenli bir şekilde el değiştirmesi etkin bir hukuki sistemi temsil ederken, aksine sorunları çözmekte kanuni olmayan yollara ya da fiziksel güce başvurma geleneğinin yaygınlığı ise düşük hukuksal sistemi temsil eder. Mülkiyet hakları ise; arazi, arsa, işyeri, konut ve diğer kaynaklar gibi maddi varlılara sahip olabilme hakkı anlamına gelir. Bununla birlikte patent ve telif hakları, ticari marka ve ticari antlaşmalardan doğan diğer haklarda entelektüel mülkiyet hakları olarak kabul edilir. Yolsuzluk en genel tanımıyla kamu gücünün ve kaynaklarının özel çıkarlar için kötüye kullanılmasıdır. Yüksek yolsuzluk ülkeler için olumsuz bir özellik olarak kabul edilir ve kurumsal kalite seviyesini düşürür. Yabancı firmalar açısından en sık rastlanan yolsuzluk çeşitleri ithalat ve ihracat izinleri, döviz kontrolleri, vergilendirme ve yeterli güvenliğin sağlanması ile alakalı olarak özel ödemeler ya da rüşvet istenmesi durumlarıdır. Bürokratik kalite ise; bir ülkede iş yapabilme yeni yatırımlar gerçekleştirme gibi durumlarda izlenen yasal sürecin etkinliğidir. Burada arzulanan, bürokratik sürecin hızlı ilerlemesi ve en aza indirilmesidir. Daha iyi bir bürokratik yapı, işlemleri daha hızlı gerçekleştirerek, yabancı yatırımcıların iş yaşamına girişini kolaylaştırır. Yatırım öncesi ve sonrası işlemleri hızlandırır (Kaufmann, Kraay, Mastruzzi, 2003: 87). Bürokrasinin kalitesi veya etkinliği "politik baskılardan bağımsız olma, devlet

hizmetlerini kesintisiz ya da politikalarda çok ciddi değişikler olmadan görevlerini yapabilme gücü ve uzmanlığı" olarak da tanımlanabilir. Anlaşmaların reddi ise; kamu ile olan antlaşmaların çok değişik nedenlerle tek yönlü olarak iptal edilmesi, ertelenmesi ya da miktarının düşürülmesi riski olarak tanımlanır.

2.1.1. Freedom House endeksi

Çalışmada bu konuyla ilgili olarak yapılmış daha önceki çalışmalardan farklı olarak kurumsal kaliteyi temsilen Freedom House tarafından hazırlanan sivil özgürlükler ve politik haklar endeksleri kullanılmıştır. Freedom House endeksi, bağımsız sivil toplum kuruluşlarından Freedom House tarafından yayınlanan Freedom in the World adlı raporlardan alınmıştır. Politik haklar ve sivil özgürlükler olarak iki tür zaman serisinden oluşan bu veriler 1972 yılından beri yayınlanmaktadır. Politik haklar ve sivil özgürlüklere bağlı olarak; ülkeler özgür, kısmen özgür ve özgür olmayan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır. Ülkelere endekste 1–7 arası puanlar verilmektedir. Bu puanlamaya göre, 1 puanı özgür ülkeleri buna karşılık 7 puanı ise özgür olmayan ülkeleri temsil etmektedir. Endekste yer alan politik haklar ve sivil özgürlükler puanlarının yıllık ortalaması 1 ile 2,5 arasında olan ülkeler özgür, 3 ile 5,5 arası olan ülkeler kısmen özgür, 5,5 ile 7 arası olan ülkeler ise özgür olmayan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır (Freedom House, 2007).

2.1.2. Polity Endeksi

Polity I, Polity II, Polity III ve Polity IV veri setleri devletlerin yönetim özelliklerini belirleyen Polity (yönetim şekli) araştırmasının aşamalarını ifade etmektedir. Her aşamada ele alınan ülke sayısı arttırılarak, bu araştırmanın son şeklini oluşturan 161 ülkeyi kapsayan Polity IV serisine ulaşılmıştır.

Polity veri setlerinde yönetim şekilleri 0 ile 10 arasında değerler almaktadır. 0 demokratik unsurların olmadığını 10 ise tam gelişmiş demokrasileri ifade etmektedir. Söz konusu bu endeks Siyasal Katılım Rekabetçiliği, Siyasal Katılım Açıklığı, Siyasal Katılım Rekabetçiliği ve Başkanlık Yönetimi Üzerindeki Sınırlamalar ile ilgili puanlamalar ele alınarak oluşturulmuştur. Benzer şekilde otokraside 0 ile 10 arasında değerler almaktadır. Burada da 0 otokratik unsurların

yokluğunu 10 ise tam gelişmiş otokrasileri temsil etmektedir. Bu puanlama da Siyasal Katılım Rekabetçiliği, Katılım Düzenlemesi, Siyasal Katılım Açıklığı, Başkanlık Yönetimi Üzerindeki Sınırlamalar ile ilgili unsurlar göz önünde bulundurularak oluşturulur. Elde edilen demokrasi puanlarından otokrasi puanları çıkarılarak Polity endeksi elde edilir. Böylelikle endeks, -10 ve +10 arası değerler almaktadır. Bu endeksin zaman serisi analizlerinde kullanımını kolaylaştırmak için veri setine Polity 2 puanı eklenmiştir. Böylelikle endekste yer alan standart yönetim skorları geleneksel yönetin skorlarına dönüştürülmüştür (Marshall, Jaggers, 2002).

2.2. Kurumsal Kalite ve Ekonomik Büyüme

Ülkeler arasındaki farklı büyüme oranları ve gelir seviyelerini açıklamaya çalışan başlıca üç büyük teori bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; temeli Solow' a dayanan Lucas (1988), Romer (1986, 1990) ve diğerleri tarafından geliştirilen, ekonomik performansın belirleyicileri olarak teknolojik değişmelere, beşeri sermayeye ve fiziksel çıktı rakamlarına odaklı, neoklasik büyüme modelidir. İkinci teori ise; yüksek büyüme oranları ve gelir seviyesine ulaşmada ılıman iklimi ve pazarlara yakınlığı oldukça önemli bir etken olarak kabul eden coğrafi yerleşim teorisidir (Sachs 2001, Gallup, Sachs ve Mellinger 1998, Diamond 1997). Üçüncü teori ise; genellikle piyasaların desteklenebilmesi için mülkiyet haklarının korunmasında, anlaşmaların zorlayıcılığında, yolsuzlukla mücadele etmede etkin kurumların oluşturulması gerekliliğini vurgulayan, Scully (1988, 1992), North (1990), Barro (1996), Landes (1998), Knack (1996, 2003), Hall ve Jones (1999) ve Acemoğlu, Johnson ve Robinson (2001) tarafından savunulan kurumsal yaklaşımdır (Gwartney, Holcombe, Lawson 2006: 255). Günümüzde mevcut yeni bilgiler ekonomistlere ekonomik büyüme ve kurumsal kalite arasındaki ampirik ilişkiyi bir dereceye kadar açıklayabilme fırsatı sunmuştur. Öyle ki bu çalışmaların bazıları yoksulluk ve gelir dağılımıyla kurumsal kalite (Chong ve Calderon), bir takımı ise kurumsal kalite ile endüstriyel büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir (Grigorian ve Martinez, 2000) .

North ve Thomas (1973), Rosenberg ve Birdzel (1986) ve North (1990) yaptıkları çalışmalarda sundukları delillerle, mülkiyet haklarının güvenliğinin

sağlanmasının ekonomik büyüme için teşvik sağlayacağını göstermişlerdir. Olson (1996) yapmış olduğu çalışmada kişi başına gelirdeki uluslararası büyük farklılıkların asıl olarak bu ülkelerin ekonomik politikaları ve kurumlarının kalitesindeki farklılıklardan kaynaklandığını ileri sürmüştür.

Knack ve Keefer (1995) muhtemel yabancı yatırımcılar için ülkesel risk araştırmacıları tarafından sağlanan verileri kullanarak ekonomik büyüme üzerinde mülkiyet haklarının etkisini açıklamaya çalışmışlardır. Knack ve Keefer' ın kullandığı kurumsal göstergeler bir ülkenin politik istikrarı, mülkiyet hakları ve bürokratik kalite gibi değişkenleri içermektedir. Ülkeler arasındaki karşılaştırmalara dayanan bu çalışmanın sonuçları; tüm bu faktörlerin, ekonomik performans ile istatistikî bakımdan anlamlı ve de olumlu bir ilişki içerisinde olduklarını göstermiştir. Mauro (1995) ve Easterly (1999) yolsuzluğun yüksek seviyelere ulaştığı ülkelerde, büyüme oranlarının daha düşük seviyelerde gerçekleştiğini kanıtlamışlardır. Teles (2002) ise yapmış olduğu çalışmada; bürokratik işlemlerin karmaşıklığı ve çokluğu, düşük demokratik seviye ve gelir dağılımındaki yüksek adaletsizliğin, beşeri sermaye birikimi üzerinde ve dolayısıyla uzun dönem ekonomik büyüme oranları üzerinde olumsuz etkilere neden olduğunu ele almıştır.

Chong ve Calderon (2000) kurumlar ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün farklı şekillerde de ortaya çıkabileceğine işaret etmektedirler. Onlara göre kurumsal kalitede yaşanan olumlu gelişmeler sadece daha yüksek bir ekonomik büyümeyle sonuçlanmaz aynı zamanda yüksek ekonomik büyüme oranları ülkenin zenginleşmesine neden olacak, ülkenin zenginleşmesi ise kurumsal kalitenin seviyesini arttıracaktır. Chong ve Calderon Knack ve Keefer tarafından geliştirilen 1972–95 yıllarını ve 55 ülkeyi kapsayan benzer kurumsal ölçümleri kullanarak, geliştirdikleri Granger Nedensellik Testiyle konunun nedensellik boyutu üzerine odaklandılar. Buldukları ampirik sonuçlar ekonomik büyümenin de kurumsal kaliteyi etkilediğini ve kurumsal reformların ekonomik büyümeyi sağlamasının uzun bir zaman aldığını, gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal reformların muhtemel faydalarının gelişmiş ülkelerdekine oranla daha büyük olabileceğini ortaya çıkardı.

Kurumsal kalitenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran en önemli makaleler Hall ve Jones (1999) un 'Sosyal Altyapı' olarak adlandırdıkları makale ile Acemoğlu vd.' nin (2001) mevcut ve muhtemel yatırımcılar için kamulaştırma riski üzerine odaklanan çalışmaları kabul edilir. Her iki çalışma da kurumlar ve büyüme arasındaki aynı yönlü nedensel etkileşimi açıklayabilmek için kurumları temsilen yardımcı değişkenler kullanmıştır. Hall ve Jones beşeri ve fiziki sermayenin çıktı miktarındaki farklılıklara dayalı olarak ülkeler arası ekonomik farklılıkları araştırmışlardır. Elde etmiş oldukları sonuçlar göstermiştir ki ülkeler arasındaki fark Solow büyüme modeli seviyesindeki değişimden daha fazla olmuştur ve beşeri ile fiziki sermaye işçi başına çıktı miktarındaki değişimlerin sadece bir kısmını açıklayabilmiştir. Hall ve Jones üretkenlik ve sermaye birikim arasındaki farklılıkları ele almışlar ve işçi başına çıktı miktarının Sosyal Altyapı adını verdikleri kurumlar ve hükümet politikaları tarafından belirlendiğini ortaya çıkarmışlardır.

Assane ve Grammy (2003) Solow büyüme modelini kullanarak ekonomik gelişim üzerinde kurumsal kalitenin etkileri olduğunu belirlemişlerdir. Assane ve Grammy' nin kullandığı bağımsız değişkenler fiziksel sermaye birikimi, işgücündeki artış, beşeri sermaye oluşumu, ekonomik özgürlük ve kurumsal kaliteden oluşmaktaydı. Yapmış oldukları çalışmanın ampirik sonuçları iyi kurumların büyümeyi arttıracağı ve etkili bir büyüme sağlayacağı şeklindeki tezi desteklemektedir ve göstermiştir ki iyi kurumlar gelişmekte olan ülkelerin daha hızlı büyümesine yardımcı olmaktadır. Onlara göre kurumsal kalitenin olumlu etkileriyle ekonomik özgürlüğün karşılıklı olarak güçlenecekleri açıktır.

Kurumsal kalite ülkeler arasındaki farklı ekonomik büyüme oranlarının en önemli belirleyicilerinden birisidir. Faktör birikimi ve teknolojik değişimlerin ülkeler arasındaki ekonomik performans farklılıklarını açıklamada tek başlarına yeterli olamayacağını ve ekonomik büyüme için kurumların önemli bir rolü olduğu günümüzde oldukça yaygın bir şekilde kabul edilmiştir (Siong Hook Law 2006:2). Blomstrom, Lipsey ve Zejan (1996) sermaye miktarındaki artışların, ekonomik büyümeyi sağlamadığını göstermişlerdir. Eastlerly ve Levine (1997) sermaye, işgücü ve beşeri sermaye gibi sıradan üretim kaynaklarının Afrika deneyimini tam olarak açıklayamadığını tespit ederek bir takım kurumsal

açıklayıcılara başvurmuşlardır. Bils ve Klenow (1998) beşeri sermayenin üretim artışı üzerinde açıklayıcı bir etkiye sahip olmadığını belirtmişlerdir (Siong Hook Law 2006: 2).

Son zamanlarda yapılan çalışmalar; bir ülkenin politik ve bürokratik istikrarı, mülkiyet hakları, yolsuzluk ve yasal sistemin işleyişi gibi birtakım kurumsal göstergeleri kullanarak ekonomik büyüme ve kurumsal kalite arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmışlardır. Yapılan bu çalışmalar kurumsal kalitenin baskıları ve üretim maliyetlerini azaltmada, mülkiyet haklarını korumadaki etkinliğinin ekonomik kalkınma ve büyümenin gerçekleşmesinde anlamlı bir etkiye sahip olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Örneğin Knack ve Keefer (1995), Olson (1996), Keefer ve Knack (1997), Chong ve Calderon (2000), Acemoğlu, Johnson ve Robinson' un (2001) yapmış oldukları çalışmalar ulusal kurumların; mülkiyet haklarını korumada, ticari ve sınaî işlem maliyetlerini azaltmada ve her türlü baskı ve zorlamayı engellemedeki etkinliğinin ekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleşmesinde anlamlı bir etkiye sahip olabileceğini göstermektedir. Örneğin Knack ve Keefer (1995) kurumların mülkiyet haklarını korumdaki başarısının ekonomik büyüme için oldukça önemli olduğunu kanıtlamışlardır nitekim Barro (1997) yılında yapmış olduğu çalışmada da ekonomik ve politik kurumların, ülkeler arasındaki ekonomik farklılıkları açıklamada ki en önemli faktörler olduğunu dile getirmiştir. Nelson ve Sampat' a (2001) göre kanunlar sıklıkla değiştiğinde ya da saygınlığını kaybettiğinde, mülkiyet hakları zayıfladığında kurumsal kalitenin de etkinliğini kaybetmesi söz konusudur bu durumda kurumsal kalite ile alakalı problemler piyasalara olumsuz sinyaller vererek, ekonominin gidişatı ile ilgili şüphelerin artmasına neden olabilir, bu sorunda ekonomik ilerleyişin verimliliğini olumsuz etkileyebilir. Kısaca kurumlar bir ekonominin teşvik edici yapısını oluşturur ve ekonomik değişimin yönünü belirlerler (Siong Hook Law 2006: 3).

Rodrik (1996: 426) çalışmasında Doğu Asya' nın hızlı büyüme nedenini, hükümet politikalarının özel yatırımları uyarmadaki etkisini göz önüne almadan açıklamanın imkânsız olacağını ileri sürmektedir. Rodrik kurumsal faktörleri dört boyutta (bürokratik kalite (politik baskının olmaması, bürokrasiye deneyimli ve kaliteli işgücünün alınması ve eğitilmesi), hukukun üstünlüğü (güçlü politik

kurumlar ve mahkemeler), devletleştirme ya da el koyma şeklindeki kamulaştırma ve devlet sözleşmelerinin reddedilme riskinin az olması) ele aldığı çalışmasında Asya ekonomisindeki büyümeyi politik istikrara, kurumsal kaliteye ve dışa açıklığa bağlamıştır.

Sosyalizm öncesi Rusya'da fiyat reformlarının ve özelleştirme çalışmalarının gerekli kurumsal altyapı oluşturulmadan önce yapılması sonucunda büyük bir başarısızlıkla sonuçlanması, Latin Amerika'da yapılan serbest piyasa reformlarının, sosyal güvenlik konusuna yeteri kadar önem vermemesi nedeniyle bu reformlara karşı oluşan aşırı tepkiler ve son olarak Uzakdoğu Asya'da yaşanan finansal kriz günümüzde giderek daha yaygın bir şekilde kabul edilen, güçlü ve fonksiyonel kurumlar olmadan iyi ekonomi politikalarının dahi beklenen sonuçları vermeyeceği görüşünü desteklemektedir. Dolayısıyla sorulması gereken soru kurumların ekonomik büyüme için önemli olup olmadığı değil ekonominin nasıl bir kurumsal altyapıya ihtiyaç duyduğudur.

Bu yaklaşıma göre, bir ülkenin sahip olduğu kurumlar ile uyguladığı ekonomik politikalar, büyüme ve kalkınma sürecinde birbirini tamamlayan faktörlerdir. Kurumlar ve ekonomi arasındaki bu ilişki uygulanacak olan sosyo-ekonomik politikaların kurumsal altyapıyla desteklenmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Ancak kurumların bu desteği sağlayabilmeleri için verimli vede etkin işleyen bir yapıya sahip olmaları gerekmektedir. Bu da devletin sadece kendi görevlerini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirmesinin yetmeyeceğini bununla birlikte, ekonomik büyüme ve kalkınmayı destekleyecek kurumların ülke içinde gelişmesini sağlamak içinde gerekli görevleri yerine getirmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla kurumsal faktörlerin önemi, kurumların ülkenin hem kamu sektörünün hem de özel sektörünün rekabet gücünü artırarak ve iyi bir yönetim mekanizması kurarak büyümeyi olumlu yönde etkilemelerinden ortaya çıkmaktadır.

Burada ortaya çıkan sorun ise, iyi kurumların ne olduğu hakkında elimizde yeteri kadar kabul görmüş bir görüşün olmadığıdır. Örneğin, aşırı değerlenmiş döviz kurlarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapacağı etki az çok bütün ülkeler için benzerdir. Ancak hangi hukuk sisteminin veya yönetim biçiminin

büyümeye daha faydalı olacağı sorusunun cevabını bulmak zordur. Kurumsal yapının büyümeyi desteklediğinin tartışma götürmeyeceği açıktır ancak tek tip bir kurumsal yapı biçiminin de büyümeye ön ayak olacağı tartışılan bir konudur. Gelişmiş ülkelere bakıldığında kurumsal yapının Avrupa'da, Kuzey Amerika'da ve Japonya'da büyük farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Bu kurumsal farklılıklara rağmen bu ülkelerin farklı zamanlarda ve farklı düzeylerde yüksek ekonomik atılımlar gerçekleştirdiği de bilinmektedir. Bu gerçekte bize ekonomik büyümeyi sadece tek tip bir kurumsal yapı biçiminin getirmeyeceğini gösteriyor. Dolayısıyla burada önemli olan her ülkenin dünyadaki diğer örnekleri de dikkate alarak kendi ekonomisine ve halkına en uygun olan kurumsal altyapıyı kurmasıdır.

Kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda üzerinde en fazla durulan konulardan biri, özel mülkiyet haklarının korunması ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkidir. Yapılan çalışmalarda özel mülkiyet haklarının korunmasının serbest piyasa ekonomisinin temel taşlarından biri olduğu ve bu hakların korunmasının, yatırımların ve dolayısıyla büyümenin belirleyici faktörlerinden birisi olduğu kabul edilir. Özel mülkiyet haklarındaki korumanın seviyesi, insanların mal ve sermaye biriktirme sürecini yakından etkileyecektir. Eğer özel mülkiyet haklarındaki korumanın seviyesi yüksek ise insanlar mal ve sermaye biriktirmekten çekinmeyecekler ellerinden geldiği seviyede sermaye birikimine gideceklerdir. Buda sermaye birikimini artırarak uzun dönemde büyümeye yardımcı olacaktır. Bununla birlikte yapılan antlaşmaların bağlayıcılığı da mal ve para piyasaları açısından oldukça önemlidir. Antlaşmaların bağlayıcılığı da o ülkede etkin ve güçlü bir hukuk sisteminin varlığına gereksinim duymaktadır. Etkin ve güçlü bir hukuk sistemi kadar, etkin ve adil bir şekilde işleyen adalet sistemi ve ekonomik özgürlükler de ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinde etkilidir.

Yapılan çalışmalarda üzerinde durulan diğer bir önemli konu ise yolsuzluklar olmuştur. Öyle ki yolsuzlukların ekonomik büyüme önünde büyük bir engel oluşturduğuna ilişkin birçok çalışma mevcuttur. Yapılan çalışmalarda yolsuzlukların ekonomik büyümeyi birçok farklı şekilde etkilediği belirtilmektedir. Örneğin Shleifer ve Vishny (1993) yaptıkları çalışmada

yolsuzlukların ekonomik büyüme üzerinde en az iki olumsuz etkiye neden olduğunu bulmuşturlar. Buna göre birinci etki, eğer merkezi hükümet zayıf ise, hükümet kuruluşları ve bürokratlar bağımsız olarak rüşvet alma yoluna gidecektir, bu da alınan rüşvet miktarını artıracak böylelikle toplam üretimi düşürecektir. İkinci olumsuz etki ise, yolsuzlukların, kamu yatırımlarını getirisi yüksek eğitim ve sağlık gibi yatırımlardan, getirisi düşük yolsuzluğun kolaylıkla yapılabildiği altyapı ve savunma gibi yatırımlara yöneltmesidir. Ayrıca, yolsuzluğun içinde barındırdığı gizlilik ekonomide tekelleşmeye yol açacağından AR-GE yatırımlarını engelleyecek sonuçta yatırımları azaltacağından büyümeyi azaltacaktır. Çalışmalara göre yolsuzluğun miktarını ve zararlarını en aza indirebilmek için ekonomik ve siyasi rekabetin artması gerekmektedir. Yolsuzluğun önlenmesinde etkili olan bir diğer mekanizma da demokratik yönetimlerdeki sorumluluk ve şeffaflığın artırılmasıdır. Bu konuda yapılan diğer bir çalışmada ise, Bardhan (1997) yolsuzlukların yukarıda belirtilen olumsuz etkilerine katılmakla beraber, özelliklede gelişmekte olan ülkelerde yolsuzlukların bazı önemli yararlarından bahsetmektedir. Bardhan' a göre eğer gelişmekte olan ülkelerde çok yaygın ve ağır işleyen kurallar var ise bürokrasi yatırımlar önünde büyük bir engel oluşturuyorsa, böyle bir durumda rüşvet sistemin etkinliğini artırarak büyümeye pozitif bir etki yapabilir. Ancak genelde kabul gören görüş, rüşvet mekanizmasının hem yatırımları caydırıcı hem de yatırımları daha verimli alanlardan daha az verimli alanlara yöneltmesi ve rant kollama faaliyetlerini arttırması nedeniyle büyümeyi olumsuz yönde etkileyeceğidir. Ehrlich ve Lui (1999) ise yaptıkları çalışmada, beşeri sermaye ve politik sermaye olmak üzere iki farklı türde sermaye kavramı kullanarak, ekonomik büyüme ve yolsuzluklar arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmaya göre kişiler bürokrat veya politikacı olduklarında yolsuzluklar vasıtasıyla yüksek getiri elde edeceklerine inanıyorlarsa bu tür görevleri elde edebilmek için yatırım (politik sermaye yatırımı) yapacaklardır. Bu tür yatırımlar sonuç itibariyle kişilere gelir getirici olsa da toplumun geneli için verimsiz olabilmektedir ya da kaynakların israfı anlamına gelebilmektedir.

Araştırmacılardan bir bölümü ise, bir ülkenin kurumsal kalitesinin o ülkenin politik rejiminin ya da demokrasisinin düzeyi ile ölçme yoluna gitmiştir.

Politik rejimler ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan bir grubu demokrasiyi savunurken diğer bir grup çalışma ise otokrasiyi savunmaktadır. Demokrasiyi savunan çalışmalara göre, demokrasilerin günlük yaşam açısından daha az risk içermeleri, daha istikrarlı büyüme, tüketim ve yatırım olanakları sağlamaları, ekonomik ve sosyal krizlere karşı daha dayanıklı ve sağlıklı kurumlara sahip olmaları, bu tür rejimlerde bu krizlerin daha kolay ve az zararla atlatılıyor olmaları, bu tür rejimlerin genellikle bir hukuk devletinde olması gibi nedenlerden dolayı demokrasi ekonomik gelişmeyi desteklemektedir. Bunun tersini savunan bir çalışmadaysa Przeworski ve Limongi (1993), demokratik süreç içerisinde sendikaların, yoksul halkın sermaye ve mülkiyet haklarının aksine kararlar alabileceğini savunmaktadır. Klasik görüşe göre kapitalist ekonomilerde demokrasi özel mülkiyet haklarını korumakta yetersiz kalabilecektir.

Otokratik rejimleri savunan çalışmalara göre ise, demokratik rejimlerde cari tüketim için baskı oluşacaktır, sonuçta artan cari tüketimin yatırımlar üzerinde düşürücü etkisi olacağından büyüme olumsuz etkilenecektir. Otokratik rejimlerde ise böyle bir durumda cari tüketimin sınırlandırılması ve aynı zamanda tasarrufların arttırılması için gerekli kısıtlamalar yapılabilecektir. Bu iki etken ise otokratik rejimlerde büyümeyi hızlandıracaktır. Ayrıca diktatörlerin politika belirlerken daha bağımsız olmaları ekonomik gelişmeyi arttıracaktır. Böylelikle otokratik rejimler daha verimli yatırım yapacak aynı zamanda lobicilik faaliyetleri olmadığı içinde genel olarak daha etkin olacaktır. Ancak tüm bu çıkarımlar diktatörlerin kendi çıkarlarını ön planda tutmadıkları varsayımına dayanmaktadır. Bazı çalışmalar ise otokratik rejimlerin demokratik rejimlere oranla siyasi açıdan daha istikrarlı bir yapıda olmalarının, büyüme için daha yararlı olacağı görüşündedirler. Otokratik rejimlerin savunucularının en büyük dayanakları ise Uzakdoğu Asya mucizesi olmuştur.

Bardhan (1997) ise, otokratik rejimler ekonomik şartların bozulması durumunda, bu tür rejimlerin halk arasında meşruluğunu çabuk kaybetmesi nedeniyle, demokratik rejimlere oranla daha az istikrarlı olacaktır. Dolayısıyla otokratik rejimler sağlam ekonomilerin yönetim şeklidir, demokrasiler ise böyle durumlarda meşruluklarını hemen kaybetmediklerinden dolayı daha istikrarlıdırlar. Durham ise 1999 yılında yapmış olduğu bir çalışmada demokratik

ve otokratik rejimleri alt gruplarına ayırarak bu ilişkiyi incelemiştir. Durham yapmış olduğu bu çalışmada politik rejim ve büyüme arasında bir ilişki bulamamıştır, ancak politik rejim ve gelir düzeyi arasında bir ilişkinin varlığından bahsetmiştir. Buna göre rejim büyümeye göre dışsaldır. Huber, Rueschmeyer, Stephens (1993) ise, demokrasinin istikrarlı olabilmesi için, geçerli hukuk kurallarını uygulayacak kadar güçlü ve bağımsız bir devletin olması gerekmektedir. Ancak devletin sahip olduğu bu güç, güçlü sivil toplum örgütleriyle dengelenmelidir. Bu görüşe göre özel sektör çeşitli kanallar vasıtasıyla kurumlar tarafından desteklenmektedir. Söz konusu kurumlar adalet mekanizmasının işlemesine yardımcı olarak, anlaşmaların uygulanmasını garanti altına alarak, özel sektörü dış etkilerden koruyarak ve bazı girdileri özel sektörden daha ucuza ve daha etkin bir şekilde sağlayarak bu desteği sağlamaktadır.

Yönetim biçimi ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda, demokrasiyi savunanlar, bu rejimlerin yatırımları daha etkin bir şekilde gerçekleştireceğini, otokrasiyi savunanlar ise tasarrufların daha etkin kullanılacağını savunmaktadırlar. Büyüme deneyimlerine bakıldığında, hem demokratik ülkelerin hem de otokratik ülkelerin belirli zamanlarda yüksek oranlarda büyüme gerçekleştirdiklerini görmekteyiz. Bu konuyla ilgili olarak yapılmış olan ampirik çalışmalar da konuyla ilgili kesin sonuçlar vermemektedir.

2.3. Kurumsal Kalite ve Uluslararası Sermaye Hareketleri

Neoklasik teoriye göre; eğer sermaye hareketleri serbest ise yani sermaye hareketlerini kısıtlayan herhangi bir engel söz konusu değil ise, yeni yatırımlar sadece daha fakir olan ülkelerde gerçekleşecektir ve bu durum yatırımların seviyesi tüm ülkelerde eşitleninceye kadar devam edecektir. Ancak son yıllarda sermaye hareketlerinde yaşanan büyük artışa rağmen, zengin ülkelerden fakir ülkelere sermaye geçişi Neoklasik modelle tahmin edilenin çok daha altında gerçekleşti. Bu durum ekonomik literatürde genellikle "Lucas Paradoksu" olarak bilinir. Lucas (1990) yılında yapmış olduğu bir çalışmada zengin ülkelerden fakir ülkelere sermaye hareketlerinin neden yetersiz olduğunu araştırmıştır. Lucas bu çalışmasında 1988 yılı için Amerika Birleşik Devletleri ve Hindistan'ı karşılaştırmış ve Hindistan'da sermayenin marjinal ürünün Amerika'daki

sermayenin marjinal ürününden yaklaşık olarak 58 kat daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Eğer Neoklasik teori doğru bir çıkarım yapmış olsaydı, böyle karlı bir kazanç karşısında, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki tüm sermayenin Hindistan'a yönelmesi gerekirdi. Ancak iktisat tarihinde böyle bir sermaye hareketi günümüze kadar gerçekleşmiş değildir. Lucas'a göre bu sorun ekonomik kalkınmanın temelinde yatan asıl sorundur (Alforo vd., 2003: 1).

Lucas'ın kendisini de içeren bir grup araştırmacı temel Neoklasik modele birtakım eklemeler yaparak paradoksun ortadan kalktığını göstermişlerdir. Lucas paradoksunu açıklayan araştırmacıları iki gruba ayırmak mümkündür. Bu iki gruptan birincisi bu paradoksu genel olarak; teknolojik farklar, hükümet politikaları, ihmal edilmiş üretim faktörleri ve kurumsal yapı gibi ekonominin üretim yapısını etkileyen temel faktörleri ele alarak incelemişlerdir. İkinci grup araştırmalar ise daha çok, büyük risk faktörü, asimetrik bilgi ve uluslararası sermaye piyasası eksikliklerini vurgulamışlardır. Sermayenin potansiyel bir üretim faktörü ve gelişmekte olan ülkelerde yüksek bir getiri oranına sahip olmasına rağmen, sermaye piyasası eksikliklerinden kaynaklanan birtakım nedenlerden dolayı, uluslararası sermaye bu ülkeleri tercih etmemektedir. Lucas' ın açıklamasına göre uluslararası sermaye piyasası eksiklikleri ve politik risk, sermaye hareketlerinde 1945 öncesinde yaşanan eksikliğin nedenini açıklamakta yeterli değildir. Çünkü bu yıllarda üçüncü dünya ülkelerinin çoğu sömürgecilik vasıtasıyla zorla kabul ettirilen Avrupa kökenli yasal düzenlemelere bağlıydılar. Bu nedenle İngiltere gibi gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar, anlaşmaların Hindistan'da da tıpkı İngiltere'deki gibi benzer yöntemlerle zorlayıcı olduğuna inanabilirler ve bu tür sömürge ülkelerine yatırım yapabilirlerdi (Alforo vd., 2003: 1,2).

Alforo vd. (2003) yılında yaptıkları çalışmalarında 1970 ve 2000 yılları arasında yaşanan sermaye hareketlerindeki eksikliği yani Lucas paradoksunu, açıklayan en önemli değişkenin kurumsal kalite olduğunu bulmuşlardır. Yapılan çalışmalar kurumsal kalite ve sermaye hareketleri arasında ters U şekilli bir ilişkinin varlığını kanıtlamıştır. Ve söz konusu bu çalışmada Türkiye'nin kurumsal kalite seviyesinin İngiltere'nin kurumsal kalitesi seviyesine ulaşması durumunda, Türkiye'nin yabancı yatırımlar seviyesinde, %60'lık bir artış

yaşanacağını en küçük kareler yöntemi ile tespit etmişlerdir. Aynı şekilde Peru'nun kurumsal kalite seviyesinin de Avustralya'nın kurumsal kalite seviyesine ulaşması durumunda da, bunun Peru için yabancı sermaye yatırımlarında dört katlık bir artış anlamına geldiğini belirtmişlerdir (Alforo vd., 2003: 2).

Yabancı sermaye çekmede kurumsal kalitenin rolünü tespit edebilmek için, Intel'in 1996 yılında Kosta Rica'da yatırım yapma kararı almasındaki süreç de mükemmel bir örnek olarak verilmektedir. Süreç sonunda Intel Meksika ve Kosta Rica ülkelerinden bir tanesinde yatırım yapmaya karar vermiştir. Meksika daha büyük bir ülke olmasına rağmen, Meksika ve Kosta Rica, kişi başına kullanılabilir gelir (o yıllarda 3000 dolara yakın) bazında ve okuma-yazma oranında benzer değerlere sahiptirler. Bununla birlikte Intel'in yatırım kararı verme sürecindeki önemli bir sorun olan, iyi yetiştirilmiş mühendis ve teknik eleman bulabilme sorunu ve bu sorunun ekonominin büyüklüğüyle ilişkili olarak Intel'in yapacağı yatırımın boyutlarını belirleyecek olması yatırım kararında Meksika'yı avantajlı duruma getirmektedir. Ancak Kosta Rica'nın sağlam ekonomik yapısı ve düşük yolsuzluk seviyesi Intel'in Kosta Rica'yı tercih ederek bu ülkede yatırım yapmasına neden olmuştur (Alforo, v.d., 2005:2). Diğer taraftan da Spar'a (1998) göre Meksika'nın sadece Intel için, var olan bir takım kuralların istisnai olarak Intel'e uygulanmayacağını teklif etmesi, buna karşılık Kosta Rica'nın Intel için yapacağı herhangi bir hukuki düzenlemenin, diğer tüm yatırımcılar için geçerli bir hale getirileceğini açıklaması, Intel'in Kosta Rica'yı tercih etmesinde önemli bir rol oynamıştır (Spar, 1998).

Bu konuyla ilgili olarak gösterilen bir diğer örnek ise; Türkiye'deki doğrudan yabancı yatırımların miktarında yaşanan büyük artıştır. Bu artış, Avrupa Birliği'ne kabul edildikten sonra, Portekiz ve Yunanistan'da yaşanan artışa benzetilmektedir. Türkiye'nin de benzer şekilde Avrupa Birliği'ne giriş müzakerelerine başlamasıyla birlikte Ekim 2005 tarihinden itibaren, yabancı yatırımcıların gözünde önemli bir yer edindiği gerçektir (Alforo, 2005:3). Champion ve Reppert-Bismarck (2005) yazmış oldukları bir makalede; bu Avrupa Birliği'ne giriş müzakerelerinin Türkiye'yi bankacılık sektöründe, siyasi ve ekonomik politikalarında, resmi düzenlemelerinde ve güvenli olmayan hukuk

kurallarında tam bir Avrupalı devlet gibi olmaya zorlayıp zorlamayacağını ve bu düzenlemelerin yabancı yatırımları artırıp artırmayacağını ele almışlardır. Türkiye'nin 2003–04 yıllarında oldukça önemli bir takım kurumsal reformlara ve anayasal düzenlemelere gitmesi, örneğin; yabancı yatırımcılar için onbeş maddelik resmi bürokratik sürecin üç maddeye indirilmesi, tüm bu reformların bir sonucu olarak Metro AG, PSA Peugeot Citroen, Vodafone PLC ve France Telekom gibi çok uluslu şirketlerin Türkiye'deki yabancı yatırımlarını arttırmasına neden olmuştur. Öyle ki Türkiye'deki yabancı sermaye yatırımları 1990'lı yıllarda ortalama olarak 1 milyon doların altındayken 2004 yılında 2,6 milyon dolara kadar çıkmıştır ve 2005 yılı içinde bu rakamın 5 milyon doları aşacağı tahmin edilmektedir (Champion ve Reppert-Bismarck, 2005).

Rodrik (1997) yapmış olduğu çalışmasında Asya'da yaşanan ekonomik büyüme ve kurumsal kalite arasında güçlü bir ilişkinin varlığını ispatlamıştır. Rodrik yapmış olduğu bu çalışmada kurumsal kaliteyi; bürokratik kalite (etkin bürokrasi ve politik baskının olmaması), hukukun üstünlüğü (güçlü politik kurumlar ve mahkemeler), kamulaştırma riskinin düşük olması, sözleşmelerin hükümet tarafından reddedilme riskinin düşük olması gibi dört farklı grupta ele almıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre Asya ülkelerinde yaşanan bu ekonomik büyümenin temel nedeni politik istikrar, kurumsal faktörlerin kalitesi ve dışa açıklıktır (Rodrik, 1997: 426).

Güçlü kurumsal yapının temelini oluşturan en önemli faktör hukukun üstünlüğüdür. Bir ülkede hukukun üstünlüğünde erişilen seviye arttıkça o ülkeye yönelik doğrudan yabancı yatırımlarda giderek artacaktır (Teksöz, 2004: 11).

Hukuk sisteminin iyi olması; hukuki sistemin bağımsızlığı, hukukun üstünlüğü ilkesinin geçerli olması ve hukuk kuralları önünde herkesin eşit olması anlamına gelir ve yabancı yatırımların yeni piyasalara girme kararına önemli ölçüde etkide bulunur (Pournarakis ve Varsakeilis, 2004: 81).

Hukuki ve politik kararların beklenmedik ve şaşırtıcı bir şekilde değişip değişmemesi ve özel firmaların ilerideki değişiklikler hakkında bilgilendirilip bilgilendirilmemesi gibi sorunlar yatırım kararı alma sürecinde oldukça etkilidir.

Hukuk sisteminin iyi olması belirsizlikleri ortadan kaldırarak, yabancı sermaye hareketleri için ekonomileri daha çekici hale getirir (Brunetti vd., 1997: 4)

Hukuki sistemin içerisinde yer alan mülkiyet haklarının korunması ve düzenlemelerin kalitesi de yabancı yatırımlar üzerinde oldukça etkilidir. Hukuki, siyasi ve ekonomik düzenlemelerdeki belirsizlikler, istikrarı bozucu etkilere neden oldukları için yabancı sermaye üzerinde de olumsuz etkilere sahiptirler. Ekonomi ile ilgili yasa ve kararların beklenmedik bir şekilde ve sık sık değiştirilmesi, yabancı sermayeyi caydırıcı bir niteliğe sahiptir. Hükümetler yasaları değiştirmeseler bile yatırımcıları kuşkuya düşürecek düzenlemelerden ve söylemlerden uzak durmalıdırlar. Ekonomik ve politik istikrar açısından Türkiye'den daha kötü durumda olan Latin Amerika ülkelerinin Türkiye'ye oranla daha fazla yabancı sermaye çekmesinin temel nedeni düzenlemeler ile ilgili beklentilerin istikrarlı olmasıdır (Alkin, 2001: 15). Zayıf hukuk sistemi, mülkiyet haklarına müdahaleyi içerir ve bu durum yabancı yatırımları engeller (Campos ve Kinoshita, 2003: 15).

Yolsuzluk ve uluslararası sermaye yatırımları arasındaki ilişki, literatürde üzerinde en fazla durulan konulardan birisidir. İlk olarak, yolsuzluk yönelimlerin ya da bireylerin kendi kararlarına göre oluşan iş gücü dağılımını bozar. Yolsuzluğun yüksek seviyede olduğu bir çevrede yetişen bireyler enerjilerini rant kollama ve yolsuz davranışlara harcayıp, üretime katkıda bulunmazlar. Birçok durum da bu aktivitelerin sonuçları negatif katma değere neden olur. Bu yüzden, Murphy, Shleifer ve Vishny' nin belirttiği gibi yetenekli insanların rant arayışına girdiği ülkelerde ekonominin büyüme hızı düşmektedir (Aydoğuş, Kutlu, Yıldırım, 2005: 2).

Mauro' ya (1995) göre bir ülkenin yolsuzluk endeksindeki 1 standart-sapmalık değişme ülkenin yatırım miktarın da GSY'H' nin yüzde 3'ü kadar bir artışa neden olmaktadır. Bu artışın nedeninin yolsuzluğun yarattığı belirsizliğin azalması olduğu düşünülmektedir (Aydoğuş, Kutlu, Yıldırım, 2005: 2).

Akçay' a göre yolsuzluklar işlem maliyetini arttırır, yolsuzlukla birlikte hukuk kuralları çiğnenir, güvenli yatırım ortamı oluşmaz, yolsuzluğun maliyetiyle

birlikte kamu hizmetlerinin maliyeti artar ve dolaylı olarak yolsuzluğun bedelinin tüketici öder (Akçay, 2001: 26).

Daha iyi bir bürokratik yapı, işlemleri daha hızlı gerçekleştirerek yabancı yatırımcıların ekonomiye girişlerini kolaylaştırır. Yatırım öncesi ve yatırım sonrası işlemleri hızlandırır. Diğer taraftan da hükümetlerin kısa vadeli ekonomik avantajları hedeflemek yerine ileri görüşlü politikalar üzerinde durması ve ekonomik politikaların sürdürülebilirliği konusundaki kararlılığı, güvenli bir iş ortamının oluşumunu sağlar (Kaufmann, Kraay, Mastruzzi, 2003: 87).

Yapılan çalışmalarda bürokratik kalitenin yabancı sermaye girişleri üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır (Alsan vd, 2004: 18 ve Campos ve Kinoshita, 2003: 20).

Kurumlar bir toplumun yaşayış kurallarıdır ve hem resmi kurallardan hem de resmi olmayan kurallardan oluşur ve ekonominin temel teşvik edici yapısını oluşturlar. Kurumlar yeni teknolojilerin toplum tarafından engellenmesini önleyerek, hükümetlere karşı da yatırımcıların mülkiyet haklarını koruyarak yatırım kararları üzerinde onların etkilerini kaldırır bu vasıtayla da ekonomik performansı etkilerler. Aslında düşük kurumsal kaliteden dolayı oluşan zayıf mülkiyet hakları üretim kapasitesinde düşüşlere ve ekonomik kazançlarda belirsizliğe neden olabilirler. Daha iyi planlanmış makro ekonomik politikalar, daha iyi yerel yönetimler ve hükümetler ile birleşen finansal bütünleşmenin büyümeye yardımcı olduğu görülmektedir. Yapılan araştırmalar daha iyi yönetilen ve daha iyi yetiştirilmiş beşeri sermayeye sahip olan ülkelerin esasen büyümeye daha çok katkı sağlayan doğrudan yabancı yatırımları çekmede daha başarılı olduğunu göstermiştir. Özelliklede yapılan son araştırmalar kurumsal yapılarda meydana gelen bozulmaların doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde oldukça güçlü bir olumsuz etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Aynı şekilde hükümet politikalarındaki şeffaflık uluslararası fonlardan gelen yatırım hareketleri üzerinde oldukça güçlü olumlu bir etkiye sahiptir. Gelişmekte olan bir ülkenin uluslararası sermaye hareketlerinden zarar görebilme ihtimalide tamamen o ülkenin makro ekonomik politikalarındaki ve yerel yönetimleri ile hükümetlerinin başarısına bağlıdır. Yapılan araştırmalar aşırı değerlenmiş bir döviz kurunun ve aşırı uzatılan

yerel borçlanmanın krizlerin habercisi olduğunu göstermiştir. Hükümet politikalarındaki belirsizliğin, gelişmekte olan bir ülkenin finansal piyasalarını bozabilecek türdeki sermaye hareketlerine benzediği, yapılan araştırmalarda ifade edilmektedir. Kanıtlar göstermektedir ki kurumsal yapıda meydana gelen daha yüksek bir bozulma, spekülatif amaçlı saldırıların risklerine ve onun bulaşıcı etkilerine karşı, gelişmekte olan bir ülkeyi daha savunmasız yaparak o ülkenin sermaye hareketlerinin bileşimini bozabileceğini gösteriyor. Böylelikle gelişmekte olan bir ülkenin finansal küreselleşmeden kazanç sağlayabilme yeteneği ve uluslararası sermaye hareketlerinin aşırı hareketliliğine karşı savunmasızlığı o ülkenin gerek makro ekonomik yapısının gerekse de kurumsal yapısının kalitesiyle anlamlı olarak etkilenebilmektedir (Alforo vd., 2005: 3).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ, KURUMSAL KALİTE VE EKONOMİK BÜYÜME İLE İGİLİ BİR UYGULAMA

Bu bölümde, Türkiye' de kurumsal kalite, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki araştırılmaya çalışılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümedeki yeri ve kurumsal faktörlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerinin öneminden hareketle yapılan bu çalışmanın amacı; Türkiye için bu değişkenler arasında bir etkileşimin olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaçlar önce veri, dönem ve yönteme değinilmiş daha sonra model hakkında bilgi verilmiştir. Uygulama ve sonuçlar ise bu bölümün son aşamasını oluşturmaktadır.

3.1. Veri, Dönem ve Yöntem

Uygulamada 1980–2006 yıllarına ait yıllık zaman serisi verileri kullanılarak Türkiye üzerine bir analiz yapılmıştır.

Uygulamanın verileri kurumsal kaliteyi temsilen, diğer çalışmalardan farklı olarak, Polity IV demokrasi endeksleri, GSMH ve doğrudan yabancı yatırımlar değişkenlerine ait zaman serisi verilerinden oluşmaktadır.

Çalışmadaki değişkenlerden biri olan, log (kurum) değişkeni Polity IV' den elde edilen demokrasi endeksi değerlerini temsil etmektedir. Söz konusu değerler 0 ile 20 arasında değerler almaktadır.

Büyüme ise kişi başına gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesi ile temsil edilmektedir. Söz konusu değişkenlere ait veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan alınmıştır. Söz konusu değişken 1987 fiyatları baz alınarak oluşturulmuştur.

Uygulamada kullanılan bir diğer değişken ise dolar cinsinden doğrudan yabancı yatırımlardır. Bu değişkene ait veriler ise Hazine ve TCMB' den alınmıştır. Araştırmada kullanılan değişkenler ve veriler Tablo 5'de özetlenmiştir.

Tablo 4: Veri Seti

Veri	**Açıklama**	**Kaynak**
Logkurum	Polity 2 puanlarının yeniden ölçeklendirilmesi ile oluşturulmuştur	Polity IV project
logdyy	Türkiye ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar	TCMB ve Hazine ödemeler dengesi istatistikleri
Büyüme	1987 fiyatlarıyla Kişi Başına GSYİH büyüme oranı	TCMB

Zaman serisi analizi; Box ve Jenkis' in 1970 yılında yayınlanan *Zaman Serisi Analizleri: Tahmin ve Kontrol* adlı kitabı ile ivme kazanmıştır. Söz konusu kitapta zaman serisi verilerinin olasılıklı özelliklerinin incelenmesi ve önceki dönemlere ait veriler yardımı ile ileriye yönelik tahminlerde bulunulabileceği ileri sürülmüştür. Zaman serisi analizlerinde dikkat edilmesi gereken en önemli husus durağanlık kavramıdır (Ertek, 1996: 380). Durağanlık, zaman serisi verilerinin sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı ve dalgalanmanın varyansının özellikle zaman boyunca sabit kaldığı bir süreci ifade etmektedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005: 199).

Verilerin durağan olmaması zaman serisi verileri ile yapılacak analizlerde karşımıza çıkan en önemli sorunlardan biridir. Serilerin durağan olmaması yapılacak tahminlerde sahte regresyon sorununun ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Bu sorunu ortadan kaldırmak için; durağan olmayan serilerin, farkları alınarak durağan hale gelmesi sağlanır. Zaman serisi analizlerinde birim kök olup olmadığı Dickey-Fuller (DF), Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Peron (PP) testleri kullanılmaktadır. Özellikle Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey-Fuller testlerinden elde edilen sonuçların belirlenen gecikme uzunluğuna fazla duyarlı olması zaman zaman eleştirilmektedir. Bu nedenle yapılan son çalışmalarda gecikme uzunluğuna duyarlı olamayan Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) durağanlık testi kullanılmaktadır. KPSS birim kök testi, PP, DF ve ADF testlerindeki sabitli, sabitli-trendli ve sabitsiz-trendsiz olmak üzere üç yönden değil, sabitli ve sabitli-trendli olmak üzere iki yönden hesaplanmaktadır.

KPSS durağanlık testinin boş hipotezi de PP, DF ve ADF birim kök testlerinin boş hipotezinin tersidir (Başar ve Temurlenk, 2007: 8). KPSS testinde kurulan hipotezlerde, boş hipotez zaman serisinin durağan olduğunu buna karşılık alternatif hipotez ise zaman serisinin durağan olmadığını ifade etmektedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005: 306).

3.2. Model

3.2.1. Genel Olarak VAR Modeli

Sims, yapısal modellerde belirlenme sorunlarının aşılabilmesi için değişkenlerin içsel dışsal ayırımı ve parametreler üzerine belirlemeyi sağlayıcı kısıtların konmasında keyfi kalındığı eleştirisini yaparak bütün değişkenlerin, içsel olarak kabul edildiği bir VAR modeli önermiştir. Bir VAR modeli esas olarak her bir değişkenin kendi gecikmeli değerleri ve diğer bütün değişkenlerin gecikmeli değerleriyle açıklandığı basit çok boyutlu (multivarite) bir modeldir. Basit bir VAR modeli *x* ve *z* gibi iki değişken için şöyle gösterilebilir:

$$x_t = \alpha_{10} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{11.i} x_{t-i} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{12.i} z_{t-i} + \varepsilon_{1t} \qquad (1.1)$$

$$z_t = \alpha_{20} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{21.i} x_{t-i} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{22.i} z_{t-i} + \varepsilon_{2t} \qquad (1.2)$$

burada, α_{i0} sabit terim ve $\alpha_{ij.k}$ i' inci denklemdeki j' inci değişkenin *k* gecikmesine ait parametre, ε_{it} rassal hata terimi ve *p* gecikme sayısıdır. Modelde eşitliklerin sağ tarafında yer alan değişkenlerin birbiriyle aynı olduğuna dikkat edilmelidir. Sabit terim, modele değişkenlerin sıfırdan farklı ortalamalara sahip olması durumunda dahil edilir.

Eşitlik (1.1) ve (1.2)' yer alan VAR modeli matrislerle,

$$\begin{bmatrix} x_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{10} \\ \alpha_{20} \end{bmatrix} + \sum_{i=1}^{p} \begin{bmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} x_{t-i} \\ z_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

veya

$$y_t = \mathrm{c} + \sum_{i=1}^{p} A_i y_{t-i} + \varepsilon_t$$

olarak yazılır. Yukarıdaki örnek model sadece iki değişken içermesi nedeniyle iki boyutlu bir VAR modelidir.

Bununla beraber, bir VAR modeli daha genel olarak *K* sayıda değişken için aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$y_t = c + A_1 Y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \ldots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t \qquad (1.3)$$

burada , y_t (*K*x1) değişken vektörü, c (*K*x1) sabit terimler vektörü, ε_t (*K*x1) rassal hata terimleri vektörü ve A_i, (*KxK*) parametre matrisleridir.

VAR modeli gecikme sayısı, *p*, dikkate alınarak *p*' inci dereceden VAR modeli olarak adlandırılır ve VAR(*p*) olarak gösterilir. Modelde değişkenler arasında içsel dışsal ayırımı yapılmaksızın bütün değişkenler içsel olarak kabul edilir. Bunun sonucu, araştırmacıların değişkenlerden hangilerinin içsel hangilerinin dışsal olduğu konusunda karar vermelerine gerek kalmamaktadır (Davidson, Mackinnon, 1993: 685). Bu durum, modele önemli bir kolaylık getirir.

Parametre matrisi A_i şu gösterime sahiptir:

$$A_i = \begin{bmatrix} \alpha_{11,i} & \alpha_{12,i} \ldots \alpha_{1K,i} \\ \alpha_{21,i} & \alpha_{22,i} \ldots \alpha_{2K,i} \\ \vdots & \\ \alpha_{K1,i} & \alpha_{K2,i} \ldots \alpha_{KK,i} \end{bmatrix} \qquad (1.4)$$

burada , $\alpha_{ij,k}$ *i*' inci denklemdeki *j*' inci değişkenin *k* gecikmesine ait parametreleri ifade etmektedir.

Bir VAR modelinde rassal hata terimleri vektörü ile ilgili olarak şu varsayımlar yapılır:

$$\mathrm{E}(\varepsilon_t) = 0 \qquad (1.5)$$

$$\mathrm{E}(\varepsilon_t, \varepsilon_s') = \begin{cases} \sum_{\varepsilon} t = s \\ 0 \mathrm{diger} \end{cases} \qquad (1.6)$$

burada $\sum_{\varepsilon}$ hata kovaryans matrisi (veya sadece kovaryans matrisi) olup şu gösterime sahiptir:

$$\sum_{\varepsilon} = \begin{bmatrix} var(\varepsilon_1) & cov(\varepsilon_1,\varepsilon_2) & \cdots & cov(\varepsilon_1,\varepsilon_k) \\ cov(\varepsilon_2,\varepsilon_1) & var(\varepsilon_2) & \cdots & cov(\varepsilon_2,\varepsilon_k) \\ \vdots & & & \\ cov(\varepsilon_k,\varepsilon_1) & cov(\varepsilon_k,\varepsilon_2) & \cdots & var(\varepsilon_k) \end{bmatrix} \quad (1.7)$$

Bu varsayımlar sonucu rassal hata terimlerinin her birinin beklenen değeri sıfır, varyansları sabit ve kovaryansları ise sıfırdır. Bu özelliklere sahip hata terimi beyaz gürültülü (white noise) hata terimi ve bu hata terimlerinden oluşan vektörlere ise beyaz gürültülü hata vektörü adı verilir. Hata terimlerinin varyansları hata kovaryans matrisinin köşegen üzerindeki elemanlarıyla ölçülür.

Rassal hata terimleri diğer zaman serisi modellerinde olduğu gibi ait olduğu değişkenin şoklarını temsil etmede kullanılırlar. Rassal hata terimlerinin beyaz gürültülü olması nedeniyle şoklar da beyaz gürültülüdür.

Bir VAR modelinde birbirini izleyen hata terimleri ilişkisiz olmakla beraber, karşılıklı hata terimleri birbirleriyle ilişkili olabilir. Karşılıklı hatalar arasındaki ilişki hata kovaryans matrisinin köşegen dışı elemanlarıyla ölçülür.

Eşitlik (1.3)' deki VAR(p) modeli gecikme işlemcisi kullanılarak yeniden,

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \cdots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$$

veya

$$y_t = c + (A_1 L + A_2 L^2 + \cdots + A_p L^p) y_t + \varepsilon_t \quad (1.8)$$

olarak yazılabilir. Model, gecikme işlemcisi kullanılarak daha kısa bir şekilde şöyle ifade edilebilir:

$$y_t = c + A(L) y_t + \varepsilon_t \quad (1.9)$$

burada $A(L) = (A_1 L + A_2 L^2 + A_3 L^3 + \cdots + A_p L^p)$ olup, L gecikme işlemcisindeki matris polinomdur.

3.3. Tahmin sonuçları

Uygulamada ilk olarak verilerin durağanlıklarını test edebilmek için KPSS testi uygulanmış, daha sonra uluslararası sermaye hareketleri kurumsal kalite ve büyüme arasındaki ilişki Eviews 5.1 ekonometri programı vasıtasıyla VAR yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir.

Tablo 5: KPSS Durağanlık Testi Sonuçları (Sabit ve Trendli)

Logkurum	0,1435	0.01: 0,2160 0.05: 0,1460 0.10: 0,1190
Logdyy	0,0902	
Büyüme	0,0579	

Not: Kritik Değerler Kwiatowski, Phillips, Schmidt, Shin, (1992) Tablo 1'den alınmıştır.

KPSS testi sonuçlarına göre tüm değişkenler düzey değerlerinde durağandırlar. Bu nedenle VAR tahmini değişkenlerin düzey değerleri ile yapılabilir. VAR tahmininde gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Kriteri (SC) ile belirlenmiştir.

1980–2006 yılları arasındaki dönemde, Türkiye için uluslararası sermaye hareketleri, kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi araştırabilmek için oluşturulan modelin, VAR yöntemi ile elde edilen sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 6: VAR tahmini sonuçları

	Log(KURUM)	Log(DYY)	BÜYÜME
Log(KURUM)	0.695435 (0.12766) [5.44736]	0.219460 (0.41690) [0.52640]	0.019193 (0.03001) [0.63965]
Log(DYY)	-0.012181 (0.03736) [-0.32607]	0.920604 (0.12199) [7.54632]	-0.003268 (0.00878) [-0.37215]
BÜYÜME	0.157169 (0.86604) [0.18148]	1.203726 (2.82815) [0.42562]	-0.191449 (0.20355) [-0.94056]
C	0.948317 (0.29249) [3.24223]	0.077908 (0.95516) [0.08157]	-0.002734 (0.06874) [-0.03976]
R^2 F-Değeri Log likelihod Akaike Schwarz	0.656228 13.99861 5.338937 -0.102995 0.090558	0.810576 31.38062 -25.43075 2.263904 2.457457	0.052504 0.406366 42.98772 -2.999055 -2.805502

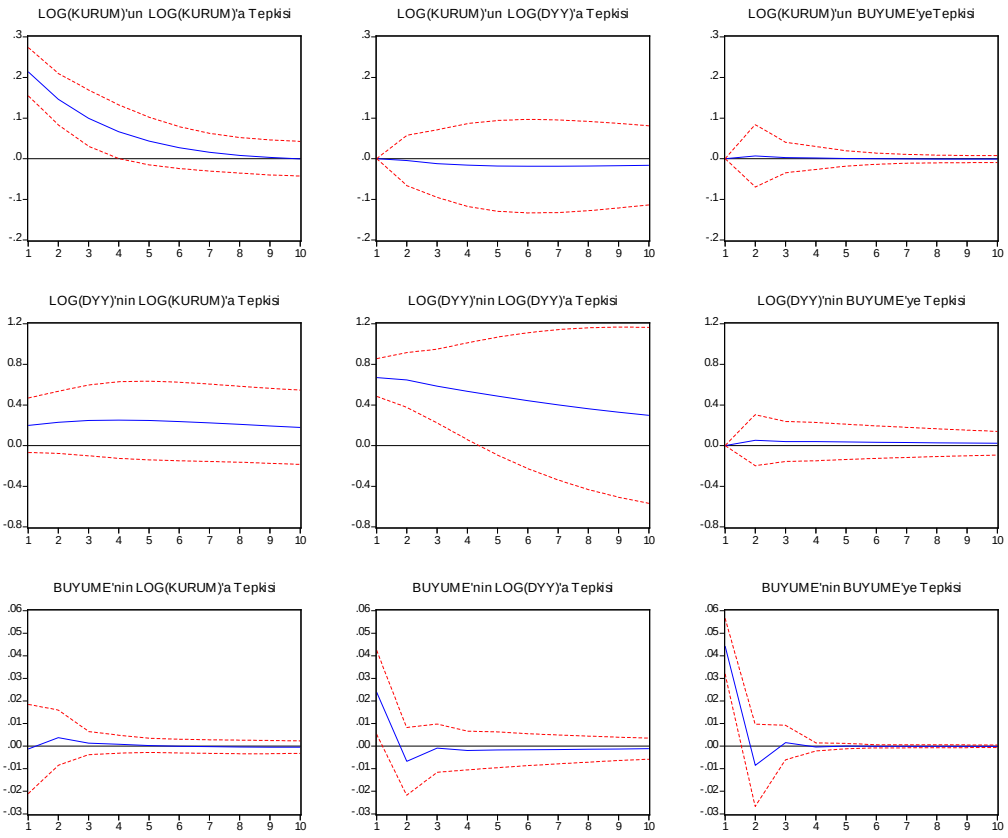
Not: Parantez içindeki ifadeler standart hataları, köşeli parantez içindeki ifadeler ise *t*-istatistiklerini göstermektedir.

VAR tahmininden elde edilen varyans ayrımlaştırma sonuçları Tablo 8' de, etki tepki grafikleri ise Grafik–1' de verilmiştir.

Tablo 7: Varyans ayrımlaştırma sonuçları

Dönem	log(KURUM) değişkenine ait varyans ayrımlaştırma sonuçları			
	Standart hata	Log(KURUM)	Log(DYY)	Büyüme
1	0.214219	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.259560	99.89911	0.028914	0.071980
3	0.278270	99.71569	0.211121	0.073188
4	0.286520	99.43095	0.496306	0.072745
5	0.290308	99.07375	0.854857	0.071392
6	0.292159	98.68452	1.244990	0.070491
7	0.293180	98.29496	1.634843	0.070201
8	0.293850	97.92722	2.002368	0.070416
9	0.294369	97.59391	2.335128	0.070965
10	0.294813	97.30040	2.627900	0.071696
Dönem	log(DYY) değişkenine ait varyans ayrımlaştırma sonuçları			
	Standart hata	log(KURUM)	log(DYY)	Büyüme
1	0.699559	8.163019	91.83698	0.000000
2	0.980849	9.623331	90.08100	0.295668
3	1.169586	11.25653	88.41611	0.327359
4	1.311248	12.63703	87.01066	0.352306
5	1.420914	13.78840	85.84555	0.366050
6	1.507405	14.73228	84.89240	0.375323
7	1.576287	15.50100	84.11725	0.381751
8	1.631481	16.12461	83.48899	0.386402
9	1.675881	16.62951	82.98064	0.389851
10	1.711692	17.03793	82.56961	0.392461
Dönem	Büyüme değişkenine ait varyans ayrımlaştırma sonuçları			
	Standart hata	log(KURUM)	log(DYY)	Büyüme
1	0.050349	0.069096	22.48852	77.44238
2	0.051637	0.582392	23.09451	76.32309
3	0.051687	0.649319	23.08048	76.27020
4	0.051733	0.674718	23.18477	76.14051
5	0.051761	0.677164	23.26414	76.05869
6	0.051786	0.676547	23.33830	75.98516
7	0.051808	0.678276	23.40130	75.92042
8	0.051828	0.683117	23.45430	75.86254
9	0.051846	0.690296	23.49835	75.81135
10	0.051861	0.698743	23.53460	75.76666

Grafik 1: Etki-Tepki fonksiyonları



Varyans ayrımlaştırma sonuçlarına göre kurumsal kalite kendi değerlerinden sonra en fazla doğrudan yabancı yatırımlardan etkilenmektedir. Söz konusu bu etki altıncı dönemden sonra belirginleşmekle birlikte giderek artmaktadır. Kurumsal kalite üzerinde büyümenin etkisi ise; zayıf bir düzeyde olmakla birlikte ikinci dönemden sonra yatay bir seyir izlemektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ise; kendi değerlerinden sonra en çok kurumsal kalite tarafından etkilenmektedir. Kurumsal kalitenin yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi ilk dönemden itibaren ortaya çıkmakta ve giderek hızlı bir şekilde artmaktadır. Benzer şekilde büyümenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi ise, zayıf olmakla birlikte yavaş bir seyir izleyerek artmaktadır.

Büyüme ile ilgili olarak elde edilen varyans ayrımlaştırma sonuçları ise, oldukça ilginç bir yapı ortaya koymaktadır. Bu sonuçlara göre büyüme kendini besleyen bir yapı sergilemektedir. Kurumsal kalitenin ise büyüme üzerinde doğrudan güçlü bir etkisi bulunmamakla birlikte artış eğilimi göstermektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların ise büyüme üzerinde oldukça güçlü bir etkisinin bulunduğu söylenebilir, söz konusu bu etkide düşük oranlarla artış eğilimi göstermektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Küreselleşme sürecinde gelişmekte olan birçok ülke, 1980'li yılların liberalizm hareketleri sınırları içerisinde, ekonomik büyüme önündeki en büyük sorun olarak gördükleri tasarruf ve sermaye yetersizliğini aşabilmek için uluslararası sermaye hareketlerini teşvik edici bir takım düzenlemeler yapmışlardır. Bu amaçla ilk olarak kambiyo üzerindeki kontrol ve sınırlandırmalar kaldırılarak, ulusal paranın konvertibilitesi arttırılmaya çalışılmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılması, özelleştirme girişimleri, ulaşım ve iletişim alanında yaşanan gelişmeler, anlaşmaların güvence altına alınması, kamulaştırma risklerinin azaltılması, bürokratik zorlukların giderilmesi gibi bir takım kurumsal iyileşmelerin sağlanması, gelişmiş olan ülkelerin büyüme hızlarının ve arbitraj olanaklarının azalması uluslararası fonların gelişmekte olan ülkelere kaymasına neden olmuştur. Böylelikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye resmi kanallardan özel kanallara doğru kaymıştır. Bunun sonucunda bu ülkelerde portföy yatırımları, mevduat ve kredi boyutlarında artış yaşanmıştır. Az gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları politikalar neticesinde uluslararası sermaye arbitraja dayalı kar peşinde koşan bir yapıya bürünmüştür. Uluslararası sermayenin böyle bir karakteristiğe dönüşmesi 1990' lı yıllara gelindiğinde birçok gelişme yolundaki ülkede krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Yaşanan bu krizler küreselleşmenin de etkileriyle diğer ülkelere de sıçramıştır.

Yaşanan bu finansal krizlerin ardında doğrudan yabancı yatırımların önemi artmış ve yapılan çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde daha büyük bir öneme sahip olduğu, portföy yatırımlarının ise bu gibi ülkelerde ani krizlerin yaşanmasına neden olabileceği vurgulanmıştır. Bu nedenle günümüzde birçok ülke büyümelerine daha büyük bir katkı sağlayabileceğini düşündükleri doğrudan yabancı yatırımları çekmeye çalışmaktadır. Kurumsal faktörlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi ise günümüzde oldukça yaygın bir şekilde kabul edilmiştir. Çalışmalarda elde edilen bulgular; doğrudan yabancı yatırımların, kurumsal kalitenin yüksek olduğu ülkelere doğru yöneldiğini ortaya koymaktadır. Portföy yatırımlarının ülkeye girişi ne kadar kolaysa, bir risk gördüğünde ülkeyi terk

etmesi de o kadar kolay ve hızlı olmaktadır. Buna karşın doğrudan yabancı yatırımların böyle bir şansı bulunmamaktadır. Bu nedenle yabancı bir ülkeye yatırım yapacak olan yatırımcı sermayesi için bir takım güvenceler talep etmek durumundadır. Söz hakkı ve hesapverebilirlik bir ülkenin demokrasi seviyesinin yansıtmaktadır. Hukukun üstünlüğü ile birlikte söz hakkı ve hesapverebilirlik bir yabancı yatırımcının mülkiyet haklarının korunabileceğini, imzaladığı uluslararası sözleşmelerin uygulanabileceğini ve sorunlarla karşılaşması durumunda hakkını arayabileceği güvencesini verir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımlar mülkiyet haklarının güvence altına alındığı, siyasi kararların sıklıkla değişmediği insanların hukuka güvendiği ve bürokratik engellerin az olduğu ülkeleri tercih ederler. Bununla birlikte yolsuzluk seviyeleri de doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkilidir. Çünkü yolsuzlukla etkin bir mücadelenin yürütüldüğü ülkelerde yatırım maliyetleri düşük seviyelerde olmaktadır. Bu nedenle yüksek kurumsal kalite işlem maliyetlerini azaltacağından, ileriye dönük belirsizlikleri ortadan kaldıracağından ülkeye doğrudan yatırımın gelmesini teşvik etmektedir.

Buradan hareketle yapılan bu çalışmada Türkiye için uluslararası sermaye hareketleri kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşim zaman serisi verileri kullanılarak araştırılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde uluslararası sermaye hareketleri, ikinci bölümünde ise kurumsal kalite ile ilgili teorik bilgiler verilmiş, konuyla ilgili literatürdeki çalışmalara değinilmiş ve son olarak da Türkiye üzerine bir Var analizi yapılmıştır. Uygulamada 1980–2006 dönemini ele alınmıştır. İlk olarak verilerin durağan olup olmadığı KPSS testi uygulanarak kontrol edilmiş ve verilerin söz konusu dönemde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlerden kurumsal kaliteyi temsilen Polity IV endeksleri kullanılmıştır. Diğer bir değişken olan büyüme ise, TCMB' sı verilerinden elde edilen GSYİH rakamları olmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerini temsilense DYY miktarları modele eklenmiştir.

Çalışmada ilk olarak 1980–2006 dönemi ele alınmış, söz konusu dönem için Türkiye' de uluslararası sermaye hareketleri, kurumsal kalite ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmada kurumsal

kalitenin büyüme üzerinde doğrudan güçlü bir etkisine rastlanılmamakla birlikte, büyüme üzerinde oldukça yüksek bir etkiye sahip olan DYY' ler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle ülke ekonomilerine olumlu katkıları bulunan DYY' lerin ülkeye çekilebilmesi için söz konusu ülkenin kurumsal kalite seviyesinin de artış göstermesi veya ülkenin etkin politik ve ekonomik kurumlara sahip olması gerekir. Kurumsal kalite seviyesinin özelliklede DYY' ler üzerinde etkili olduğu sonucunun; Alforo (2003), Spar (1998), Champio ve Bismarck (2005), Rodrik (1997), Pournarakis ve Varsakeilis (2004), Brunetti (1997), Campos ve Kinoshita (2003), Kaufman (2003), Klein (2005) tarafından yapılmış olan çalışmalardan elde edilen sonuçlarla uyumlu olduğu söylenebilir. Ancak yapılan bu çalışmalar farklı dönemler için ve birçok farklı ülkelere ait veriler kullanılarak, yapılmış olan çalışmalar olduğundan bu çalışmayla önemli bir farklılık içermektedirler.

Araştırmadan elde edilen sonuçlar doğrultusunda gelişmekte olan ülkemizde, sürekli ve istikrarlı bir ekonomik büyüme sağlayabilmek için, özellikle de ihracata yönelik daha fazla doğrudan yabancı yatırımı ülkemize çekebilmemiz gerekmektedir. Bu nedenle ülkemizde özellikle yolsuzlukla mücadele ve bürokrasi ile ilgili olarak bir takım düzenlemelerin yapılması kaçınılmazdır. 2003–04 yıllarında Türkiye' nin yabancı yatırımlar ile alakalı onbeş maddelik bürokratik sürecin üç maddeye indirilmesiyle 1990' lı yıllarda ortalama bir milyon doların altında olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2004 yılında 2,6 milyon dolara kadar çıkmıştır. Bu da göstermektedir ki basit bir bürokratik düzenleme bile doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde oldukça etkilidir. Doğrudan yabancı yatırımlarını ülkemize çekmekte etkili olabilecek bir takım politikalar; teşvik tedbirleri, etkin idari prosedürler, en aza indirilmiş bürokratik süreç, uygun işgücü ve ücret politikaları, düzenli bir özelleştirme politikası, ekonomik ve siyasi istikrar, adil ve uygun bir vergi politikası ve ekonomik birliklere üyelik olarak belirtilebilir. Ancak teşvik tedbirlerinin birçok ülke tarafından uygulanabiliyor olması bu yöntemin etkinliğinin azaltmaktadır. Söz konusu ülkenin dünya ticaret sistemine ve bu sistem çerçevesinde oluşturulan anlaşmalara bağlılık seviyesi ile ekonomik ve siyasi istikrarı özelliklede çok uluslu şirketlerin yatırım kararı vermesinde önemli rol oynamaktadır. Düşük vergi oranları ve yabancı

yatırımcılarla ikili vergi anlaşmaları da yabancı yatırımlar üzerinde etkili olabilmektedir. Özelleştirme ile de mülkiyetin kamudan özele geçmesi, sektörde rekabeti arttırarak yeni yatırımların gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Avrupa Birliği normlarına uygun daha istikrarlı bir vergi rejimine yönelik vergi reformlarının uygulanması, yatırımların önündeki siyasi ve bürokratik engellerin kaldırılması, özelleştirme çalışmalarının daha düzenli bir biçimde devam ettirilmesi, yargı reformu yapılarak yargısal sürecin hızının ve etkinliğinin arttırılması, enerji sektörüne yönelik yeni yatırımların önünün açılması, Ar-Ge yatırımlarına ve Türkiye' nin tanıtımına önem verilerek özelliklede teknoloji yoğun yabancı yatırımların ülkeye çekilmesi ekonomik büyüme açısından önem arz etmektedir. Türkiye' nin özelliklede büyük potansiyel taşıyan otomotiv, ilaç, gıda, elektronik ve bilgi teknolojilerine önem vermesi gerekmektedir. Türkiye'nin bugüne kadar doğrudan yabancı yatırım çekmede rakiplerinden geri kalmasının en önemli nedenleri vasıfsız işgücü, eğitim sisteminin uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketlerin istediği özellikte eleman yetiştirmeye yönelik olmaması, Ar-Ge yatırımlarının istenilen düzeyde gerçekleşmemsi ve üretim giderleri üzerindeki yüksek vergiler olarak kabul edilmektedir.

Hedeflerle uyumlu olarak öncelikli sektörlerin belirlenmesi ve bu sektörlere yönelik yatırımların çekilebilmesi için gerekli altyapı yatırımlarının yapılması ve üretim faktörlerinin geliştirilmesi gerekmektedir. Sürdürülebilir siyasi ve ekonomik istikrar Türkiye' nin en önemli sorunları arasında görülmektedir. Bürokratik sürecin karmaşıklığı ve etkin olmaması işleri yavaşlatmaktadır. Mevcut vergi sistemi oldukça karmaşık ve adaletsizdir. Sosyal güvenlik sistemindeki etkinsizlik devam etmektedir. Tüm bunlara bağlı olarak yolsuzluk ve rüşvet seviyesi bir hayli yüksektir. Sonuç olarak Türkiye, ihracata yönelik net döviz katkısı sağlayarak ödemeler dengesine olumlu katkı sağlayacak, istihdamı arttıracak doğrudan yabancı yatırımları çekebilmek için yukarıda değinilmiş olan ekonomik ve siyasi kurumların etkinliğini arttıracak düzenlemelere gitmeli, kısacası kurumsal kalite seviyesini üst sıralara taşımalıdır.

KAYNAKÇA

Acemoglu, D., S. Johnson, J.A. and Robinson, (2001). **The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation**. American Economic Review.

……, (2002), **"Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the ModernWorld Income Distribution,"** The Quarterly Journal of Economics 117, 1231–294.

Acemoglu, D., S. Johnson, J. Robinson and Y. Thaicharoen (2003), **"Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth,"** Journal of Monetary Economics 50, 49–123.

Assane, D. and Grammy, A. (2003). **Institutional Framework and Economic Development: International Evidence**, Applied Economics.

Agenor, P. R. McDermott C. J. ve Üçer E. M. (1997). **Fiscal Imbalances**, **Capital Flows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey**.

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

Akdiş, M. (1998). **"Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler"**, İstanbul, YASED Yayınları No:33.

……, (2000). **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye.** İstanbul: Beta Basım Yayım.

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

Akyüz, Y. (1993**). Financial Liberalization: The Key Issues.** Unctad Discussion Papers, No: 56.

Akyüz, Y. ve Cornford, A. (1999). **"Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System",** UNCTAD Discussion Paper.

Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan and Vadym Volosovych, (2003), **"Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?"**

……., (2005), **"Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions,"** NBER Working Paper no:11696.

Alkin, E., (2001). **"Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi"**, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü p. 13–15.

Alp, A. (1999). **"Uluslararası Finansal Sistemin Yeni Mimarisi"** İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Nisan 1999, s. 12–21

Aslan, Serkan (2001). **"Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye"**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul.

Aydoğuş İ., Kutlu E., Yıldırım S. (2005). **"Yolsuzluk ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar"**, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi (C.VII, S.2, 2005)

Balkan, N. (1994). **''Kapitalizm ve Borç Krizi'',** İstanbul Bağlam Yayınları.

Bardhan, Pranab (1984), **"The Political Economy of Development in India"**, Basil Blackwell, Oxford.

Başar S., Temurlenk M., S.(2007). 'Çevreye Uyarlanmış Kuznets Eğrisi: Türkiye Üzerine Bir uygulama', Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Vol:21, No: 1, 1–12.

Bekaert, G., ve Harvey, C., (1998). **"Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns"**, NBER Working Paper No. 6669.

Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1998 – 58.

Bhagwati, Jagdish, (1998), **"The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars,"** Foreign Affairs, Vol. 77, s.7–12.

Bils, M. and Klenow, P. (1998), **"Does Schooling Cause Growth or the other Way Around?"** National Bureau of Economic Research Working Paper: 6393.

Blomstrom, M., Lipsey, R. and Zejan, M. (1996). **"Is Fixed Investment the Key to Economic Growth"?** Quarterly Journal of Economics, 111, 269 – 276.

Boratav, Korkut (1994), **"Türkiye'yi Adeta Bir Borsaya Dönüştürdüler"**, İktisat, İsletme ve Finans, Mayıs-Hazian.

……., (2001). **"2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri"**. http://www.inadina.com/inadeski/sayi13/boratav.htm.

Brunetti, A., Kisunko, G. ve Weder B., (1997). **"Institutions in Transition: Reliability of Rules and Economic Performans in Former Socialist Countries"**, World Bank Policy Research Working Paper No:1809.

Bulutoğlu, Kenan (1970), **"Türkiye'de Yabancı Sermaye"**, Gerçek Yayınevi, İstanbul.

Calvo, G. A. , Leiderman, L. ve Reinhart, C. M. (1993). **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors**, International Monetary Fund Staff Papers, 40, 1, 108 – 151.

……., (1996). **"Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s"**, Journal of Economic Perspectives. 10, 2, 123 – 139.

Campos, N. F., Y. Kinoshita (2003), "**Why Does FDI Go Where It Goes! New Evidence From Transition Economies"**, IMF Working Paper No: 031228.

Champion, Marc and Juliane von Reppert-Bismarck (2005), **"Talking Turkey Pays Dividends; Mere Start of EU Negotiations is Enough to Encourage Investors,"** Wall Street Journal, October 5, 18.

Chong, A. and Calderon, C. (2000a), **"Causality and Feedback between Institutional Measures and Economic Growth"**, Economics and Politics, 12, 69 – 81.

……., (2000b), **"Institutional Quality and Income Distribution"**, Economic Development and Cultural Change, 48, 761 – 786.

……., (2000c), **"Institutional Quality and Poverty Measures in a Cross-Section of Countries",** Economics of Governance, 1, 123 – 135.

Cihan, Ömer (2005), "**Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye' ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri",** Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Ankara, Şubat (2005).

Corbo, V. ve Hernandez, L. (1996). **"Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience".** The World Bank Research Observer, 11, 1, 61 – 85.

Dadush, U. Dhareshwar A. ve Johannes R. (1994). **"Are Private Capital Flows to Developing Countries Sustainable**?**"** The World Bank Policy Research Working Paper No:1397.

Dağlı, H. ve Terzi. H., (1994). **"Sermaye Hareketlerinde Liberalizasyona Geçiş: L. Amerika ve Türkiye Deneyimi"**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi.

Davidson R. ve J. M. Mac Kinnon (1993). **Estimation and Inference in Econometrics,** Oxford University Pres.

Dooley, P. M. ve Kletzer, M. K. (1994). **Capital Flight, External Debt and Domestic Policies**. National Bureau of Economic Research Working Paper No: 4793. http://papers.nber.org/papers/w4793.v5.pdf

Dooley, Michael; Fernandez Arias, Eduardo; ve Kletzer, R. Kenneth; (1996). **"Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries"**, The World Bank Economic Review, Vol.10, No: 1.

Dünya Bankası (1997**). Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration**. Washington, DC: The World Bank and Oxford University Press.

Easterly, W. And R. Levine, (1997). **Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions**, Quarterly Journal of Economics.

Edwards, S. (2000). **Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention**. National Bureau of Economic Research.

Ercan, Metin(2001). **Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı ve Krizler Arasındaki İlişki,** G. Ü. İ.İ.B.F Dergisi, 2/2001, 81–92

Erol, Ahmet (2000). **"Yabancı Sermaye "**, Mükellefin Dergisi, Sayı:93, s.72–83.

Ertek, T. (1996). **Ekonometriye Giriş**, 2. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.

Fernandez-Arias, E. (1996). **The New wave of Private Capital Inflows: Push or Pull**. Journal of Development Economics, 48, 2, 389 – 418.

Fernandez Arias Eduardo ve Montiel Peter(1996). **"The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview"**, The World Bank Economic Review, Vol.10, No.1, January.

Fisher, S., (1998), **"Capital Account liberalization and the role of the IMF" in should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?** Essays in international Finance no:207, Princeton University, Princeton.

Fisher, S., Cooper, R., Dornbush, R., Garber, P.M., Massad, C., Polak, J.J.,(1998), **"Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?"** Essays in international finance no:207, Princeton University, Priceton.

Freedom House (2007). "Freedom in the World, http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=351&ara_page=333&year=2007.

Glick, R. (1998). **Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin.** Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 1998 – 22, http://www.frbsf.org/econrsrch/wklyltr/wklyltr98/el98–22.html

Görgün, Tuğrul (2004). **Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları.** Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara.

Gürgün, G. (2003). **1990'lı Yıllarda Sermaye Hareketleri ve Krizler**, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.

Güven, S. (2001). **Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği**. İktisat, İşletme ve Finans, Yıl:16, Sayı: 185, 79 – 98.

Hoggarth, G. ve Sterne, G. (1997). **Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses**. London: Centre for Central Banking Studies No:14, Bank of England.

Hall, R. and Jones, C. (1999). **Why Do Some Countries Produce So Much More Output per Worker than Others?** Quarterly Journal of Economics, 114, 83–116.

IMF (1996). **World Economic Outlook. World Economic and Financial Surveys.** October 1996. Washington DC.

IMF occasional papers no:77, **"Determinants and systematic consequences of international capital flows"**, Washington DC March 1991, 24–26.

İktisadi Kalkınma Vakfı (2002). **"Avrupa Birliği'nin Sermayenin Serbest Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı ve Türkiye'nin Uyumu".**

İMKB Araştırma Müdürlüğü, **"Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye"**. İMKB Dergisi, Kasım 1994, İstanbul.

İnandım, Şeyda(2005). **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye örneği.** Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.

İnsel, A. ve Sungur, N. (2003). **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989:III - 1999:IV.**

Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma metni 2003/8
www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf

James D. Gwartney, Randall G. Holcombe, and Robert A. Lawson, (2006). **"Institutions and the Impact of Investment on Growth"**, KYKLOS, Vol. 59–2006–No. 2, 255–273.

Kar M. ve Kara Akif M. (2002). **Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler.** www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/temmuz2003/sermaye%20hareketleri.html

Karakayalı H., Yanıkkaya H., (2006). **"Kurumsal Faktörlerin Ekonomik Büyümeye Etkileri"**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi.

Karluk, R. (2001). **"Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı"** Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, TCMB Yayınları, Ankara, 2001, s.97–115.

Kaufmann, D; Kraay, A; Mastruzzi, M; (2003). **"Governance Matters III: Governance Indicators for 1996–2002",** World Bank Polity Research Working Paper, No: 3106.

Kaya, Y. (1998). **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği.** Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487.

Keefer, P. and Knack, S. (1997). **Why Don't Poor Countries Catch Up? A Cross National Test of Institutional Explanation**, Economic Inquiry, 35, 590–602.

Klein, Michael (2005), **"Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence,"** NBERWorking Paper 11112. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Klein, M. and Giovanni Olivei, (1999), **"Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth"**, N.B.E.R. Working Paper no. 7384, October.

Knack, S. and Keefer, P. (1995). **Institutions and Economic Performance: Cross-country Tests Using Alternative Institutional Measures**, Economics and Politics, 7, 207–227.

Law, Siong Hook (2006). **"Institutional Development and Economic Performance: Dynamic Panel Data Evidence",** University Putra Malaysia, Staff Paper 1/2006.

Marshall, M. G., K. Jaggers (2002). **"Polity IV Project: Political Regimes Characteristics and Transition, 1800–2002: Dataset Users' Manual"**. University of Maryland.

Mauro, P. (1995). **Corruption and Growth, Quarterly Journal of Economics**, 110, 681–712.

Milesi-Ferrett, G. M. ve Razin, A. (1998). **Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities.** National Bureau of Economic Research Working Paper No: 6620. http://www.nber.org/papers/w6620

Montiel, P. ve Reinhart, M. C. (2001). **The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s.** UNU/WIDER Project on Short - term Capital Movements and Balance of Payments Crises. http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/text0308.pdf

Morande, F. G. (1988). **Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What comes First? (Chile, 1977–82).** Journal of International Money and Finance, 7, 447 – 466.

Moreno, R. (2000). **What Explains Capital Flows?** Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2000 – 22 http://www.frbsf.org/econrsrch/wklyltr/2000/el2000–22.html

North, D. C. and Thomas, R.P. (1973). **The Rise of the Western World**, University Press, Cambridge.

Oktar, S. (1995), **"Uluslararası Sermaye Akışı ve Sıcak Para"**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 32, Kasım 1995.

Olson, M. (1996). **Distinguished Lecture on Economics in Government: Big Bills Left on the Sidewalk: Why Some Nations are Rich, and others Poor**, Journal of Economic Perspective, 10, 3 – 24.

Özatay, F. (1995). **1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı.** İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi, 10, 109, 17 – 33.

Öztürk, N. (2004) , **"Özelleştirme Eğitim Notları"** http://www.ydk.gov.tr/egitim_notlari/ozellestirme.htm

Parasız, İ. (2001). **Enflasyon - Kriz - Ayarlamalar: Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma Makroekonomisi Sorunlar.** Bursa: Ezgi Kitabevi.

Pournarakis M., Varsakeilis N. C., (2004). **"Instıtutions İnternationalization and FDI: The Case of Economies in Transition"**, Transnational Corparatation 13–2.

Quinn, Dennis, (1997). **"The Correlates of Change in International Financial Regulation"** American Political Science Review, Vol. 91, No. 3, s.531–51.

Rodrik, Dani. (1997), **"TFPG Controversies, Institutions and Economic Performance in East Asia"**, National Bureau of Economic Research Working Paper: 5914.

……, (1998), **"Who Needs Capital-Account Convertibility?"** Essays in International Finance, No. 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, N.J.

Rodrik, D., Subramanian, A. and Trebbi, F. (2002), **"Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development"**. National Bureau of Economic Research Working Paper No: 9305.

Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999). **Short-term Capital Flows.** National Bureau Of Economic Research Working Paper No:7364. http://papers.nber.org/papers/w7364.pdf

Rogoff, Kenneth S. (2002), **"Rethinking Capital Controls: When should we keep an open mind?,"** Finance and Development, s.55 – 56.

Rosenberg, N. and Birdzel, L.E. (1986). **How the West Grew Rich: The Economic Transformation of the Industrial World**, New York: Basic Books.

Salihoğlu, İsmet (1998). **"Türkiye'de Yabancı Sermaye"**, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Selimata, Selim (2003). '**Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'.** Active Dergisi, 32, 1 – 16.

Sevüktekin M., Nargeleçekenler, M. (2005). **Zaman Serisi Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, İzmir.

Seyidoğlu, Halil (1996), **Uluslararası İktisat**, Gizem Yayınları, İstanbul.

……., (1998). **Uluslararası Finans**, Gizem yayınları, İstanbul.

Stiglitz, J.E. (2000). **"Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability"**, World Development Report.

Teksöz, S. U. (2004). **"Corruption and Foreign Direct Investment an Empirical Analysis"**, John Kenneth Galbraith International Symposium, September 2004, Paris.

Teles, V. K. (2002). **Institutional Requirements for Economic Growth, Department of Economics Working Paper**, University of Brasília.

Temurlenk, Sinan M. (1998). **"Vektör Otoregresyon Modeli: Türkiye' de 1980 Sonrası Dönemde Uygulanan İstikrar Politikalarının Etkinliği Üzerine Bir Uygulama"**, Atatürk Üniversitesi İİBF Yayınları No: 209.

Uras, Güngör (1979). **"Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları"**, İktisadi Yayınlar, 1. Baskı, İstanbul.

Uygur, E. (2001). **2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler.** Mülkiyeliler Birliği Dergisi, Sayı:227, 54 – 55.

Raymond, Vernon (1966), **"International Investment and International Trade in Product Life Cycle"**, Quarterly Journal of Economics, May 1966.

Yeldan, E. (2001). **Türkiye Ekonomisinde 2000 – 2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine.** Doğu - Batı Dergisi, 4, 17, 87 –1 95.

……, (2002). **Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler.**
http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldane/Praksis–2002.pdf

……, (2005). **"Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye.**
http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan14_2Mar05.pdf

Yeldan, E. Balkan, E. Biçer, F. G. (2002). **Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the post–1990 Turkish Economy.** http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/BBY_metu2002–2.pdf

Yentürk, N. (1999). Short - term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s. The Developing Economies, 37, 1, 89 – 113.

ÖZGEÇMİŞ

1982 Erzurum'da doğdu. ilk ve orta öğrenimini İstanbul' da tamamladı. 1999 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünde lisans eğitimine başladı. 2003 yılında bu bölümden mezun olarak adı geçen üniversitenin sosyal bilimler enstitüsünde İktisat politikası yüksek lisansına başladı. 2007 yılında, TC Ziraat Bankası AŞ' de servis görevlisi olarak çalışma hayatına atıldı, halen bu görevi devam etmektedir.