

ULUSLARARASI FİNANSAL SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Güven Delice

Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Araştırma Görevlisi

•••

Özet

1990'lı yıllar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında daha önce benzeri yaşanmamış bir finansal bütünleşme sürecine tanıklık etti. Bu sürecin baş aktörleri ise finansal sermaye akımları oldu. Çeşitli ülkelerde gerçekleştirilen finansal liberalizasyon uygulamaları, diğer birtakım gelişmelerle birleşince (Euro-piyasaların ve uluslararası bankacılığın gelişmesi; finansal yeniliklerin hızlı bir şekilde artması vb.) özel finansal akımların uluslararası hareketinde olağanüstü bir artış gerçekleşti. Böylece günümüzde bu akımlar yöneldikleri ülkelerde finansal ve reel kesimleri önemli ölçüde etkiler duruma geldiler.

Oldukça karmaşık bir yapı arzeden bu akımların açıklanması yönünde uluslararası finans literatüründe çok geniş tartışmalar yapılmış, farklı teoriler üretilmiştir. Bu bağlamda bu çalışma, giderek dünya ekonomisinde belirleyici duruma gelen bu akımların belli başlı sebepleri üzerinde odaklaşmakta ve konuyu finansal sermayenin bulunduğu köken ülke ve bu sermayeyi kendi ekonomilerine çekmeye çalışan diğer ülkeler açısından değerlendirmektedir. Bu çerçevede risk ve getiri unsurlarının yanısıra makroekonomik ve sosyal faktörler üzerinde durulmaktadır.

The Factors Determining International Financial Capital Flows

Abstract

1990's witnessed a financial integration process between developed and developing countries which hasnt been ocured before. Dominant actors of this process were financial capital flows. An enormous increase in the international movement of private financial flows has been realised when financial liberalization applications in various countries come together some other developments such as improvement of Euromarkets and international banking; rapid growth of financial innovations etc. Today these flows came to the position that affect the financial and real sector in countries which are directed.

To explain these flows that are highly complicated character very large debates have been made and many different theories have been developed in international finance literature. In this context this study focuses on the major causes of these flows that increasingly become dominant in the world economy and evaluate this subject with respect to home country in where the financial capital is and the other countries which try to attract this capital to their economies. In addition to elements of risk and return in this framework are dwelled on macroeconomic and social factors.

Uluslararası Finansal Sermaye Akışlarını Belirleyen Faktörler

1. GİRİŞ

Ulusal ve uluslararası finansal piyasaların birbirine eklemlenmesi sürecini ifade eden, finansal globalizasyon olgusunun yaşanmaya başladığı 1980'li yıllardan günümüze kadar geçen sürede, net ve brüt uluslararası finansal sermaye akımlarının¹ hacminde ve yapısında önemli değişiklikler gerçekleşmiştir. Dünya döviz piyasalarındaki işlem hacminin ancak %5'inin ticaretten, %95'inin ise finansal fon hareketlerinden oluştuğu dikkate alındığında, bu değişimin dünya ekonomileri açısından taşıdığı önem açık bir şekilde görülmektedir. Özellikle faiz-kur arbitrajına dayanarak uluslararası finansal piyasalarda en yüksek reel getiriye elde etmeye çalışan finansal sermaye, yeni gelişen finansman unsurlarının da yardımıyla ülke sınırlarını hiçe sayarak bir piyasadan diğerine kolayca hareket edebilmekte ve yönedikleri ülkelerde bütün makroekonomik göstergeleri etkileyebilmektedirler². Bu durum söz konusu akımların temelindeki belirleyici faktörleri neler olduğu ve bu akımların uluslararası ekonominin performansını nasıl etkilediği sorularının daha yoğun ve ciddi bir şekilde ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Ekonomilerin finansal akımlardan kendi gereksinimleri doğrultusunda yararlanabilmeleri ve ortaya çıkabilecek olumsuzlukların önüne geçecek

- 1 Uluslararası özel finansal akımlar; bir ülkede yerleşik kişilerin bir başka ülkedeki yerleşik kişilere fon aktarması veya onlardan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır. Bu akımlar para ve sermaye piyasalarında gerçekleştirilirler. Para piyasalarındaki işlemler kısa vadeli olarak ve genelde ticari bankalarda sermaye piyasası işlemleri ise tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerler üzerinde yapılır. Sermayenin geliri sayılan faiz ve temettüleri uluslararası finansal sermaye akımlarının dışındadırlar. Finans literatüründe bu akımlara "yatırım akımları" da denilmektedir. (Bkz. PATEL vd., 1995: 51; VAN HORNE, 1990: 6).
- 2 Finansal sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri ile ilgili özet bilgiler için bkz. HAQUE / MONTIEL, September 1991: 38-39; Le FORT / BUDNEVICH N.: 39-40; AKYÜZ, 1993: 112-120; ESSEN, 1997: 153-155.

politikalar geliştirebilmeleri büyük ölçüde bu faktörlere bağlıdır. Ancak günümüzde ülkeler arasında önemli boyutlara ulaşan sermaye hareketlerinin sebeplerinin incelenmesi, bu tür çalışmalarda bütünüyle ortaya konulamayacak kadar geniştir. Dolayısıyla bu çalışmada teorik yaklaşımlar dikkate alınarak genel bir çerçeve sunulmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarını belirleyen faktörleri genel bir çerçeve içinde sunmak olanaklı değildir. Çünkü birtakım ortak sebepler olmakla birlikte, her sermaye akım türünün üzerinde baskın olan faktörler farklılık gösterir (Bkz. CARDOSO/GOLDFAJN, 1997: 37). Örneğin, dolaysız yabancı sermaye yatırımları olgusu, yabancı firmanın kontrolüne işaret eder ve bu nedenle beklenen getirileri ve çeşitlendirmeyi dikkate alan genel argümanlar bu konuda tatmin edici bir açıklama sağlayamazlar. Bununla birlikte aşağıda finansal akımlar çerçevesinde yapılacak açıklamaların diğer sermaye akımlarını da belli düzeylerde etkileyebileceği unutulmamalıdır.

Uluslararası sermaye akımlarının kaynağındaki belirleyici unsur, ülkelerin tasarruf ve yatırım oranlarıdır. Bu genel yaklaşıma göre, sermaye hareketleri cari işlemlerdeki harekete göre değişir. Cari işlemler fazla verirse dışarıya sermaye ihracı, tersi durumda sermaye ithali yapılır³. Ancak günümüzde uluslararası alanda dolaşan sermayenin yöneldiği menkul kıymet stoku, ülkelerin cari işlemler açıklarından kat kat fazla büyüklüğe ulaşmıştır. Bu stok içindeki hareketlilik, cari işlemler dengesindeki açıkları finanse etmekte veya fazlalar bu stoku artırmaktadır. Fakat uzun vadede bakıldığında sermaye akımları yine cari işlemler dengesinin trendine bağlı olarak hareket etmektedir.

Genel hatlarıyla uluslararası finansal akımlar, sabit bir dünya servet stoğunun uluslararası mülkiyet dağılımının değişmesinden veya dünya servetinin yerli ve yabancı aktifler arasında düzenlenme kompozisyonunun değişmesinden doğmaktadır (STOCKMAN/SVENSON, 1987: 171). Bu konuda yapılan analizlerin çoğu, birinci türdeki dengesizlikler üzerinde yoğunlaşmışlardır. Söz konusu analizlerde sermaye akımlarının durağan hal (steady state) denge noktasına yönelik bir uyum süreci boyunca ve zamanla gerçekleştiği kabul edilmektedir (STOCKMAN/SVENSON, 1987: 172). Cari hesap fazlası olan bir ülkenin serveti bu uyum süreci boyunca artmakta, diğer ülkeninki ise azalmaktadır.

3 Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların sanayileşmiş ülkelerdekinden daha yüksek getiri sunmaları, bu ülkelerde genellikle net pozitif sermaye girişi ile sonuçlanmakta, bu da iç tüketimle birlikte tüketim malları ithalatını artırarak cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır. Bir ülkenin sermaye hareketleri dengesinde fazlalık görülmekteyse cari işlemler dengesi açık vermektedir. Eğer yabancı sermaye rasyonel bir şekilde yatırımlara dönüştürülüyorsa, cari işlemler açığı tehlike oluşturmamaktadır.

Piyasa aksaklıkların yokluğunda sermaye akımlarının esas belirleyicileri, bir bütün olarak global ekonomide mevcut yatırım fırsatları seti olmaktadır. Goldstein'e göre bu yatırım fırsatları seti; değişik yatırım projeleri üzerindeki beklenen getiriler ve farklı ülkelerdeki servet artışı arasındaki kovaryanslar ile yine farklı ülkelerdeki özel ekonomik birimlerin şimdiki ve gelecekteki tüketim tercihleri ve risk alma istekliliklerinden oluşur (Bkz. GOLDSTEIN vd, 1991: 21).

Calvo vd, uluslararası sermaye akımlarını teşvik eden veya engelleyen faktörleri, bu akımı alan ekonomilere yönelik dışsal ve içsel faktörler olarak ikiye ayırmaktadırlar (CALVO vd, 1996: 125). En önemli dış faktör dünya faiz oranlarıdır. İçsel faktörler anlamında ise sağlam parasal ve mali politikalar ve piyasaya yönelik reformlar öne çıkmaktadır. Gooptu tarafından yapılan bir çalışmada ise, portföy yatırımlarını çekici faktörler olarak; yurtiçi politik reformlar ve kredi değerliliği; itici faktörler olarak ta, uluslararası finansal piyasalardaki dışsal koşullar ele alınmaktadır (GOOPTU, 1994: 18). Chen ve Khan ise, politik risk, makroekonomik faktörler, sermaye kontrolleri, vergi düzenlemeleri ve yatırımcıların stratejileri gibi konulara vurgu yapmaktadırlar (CHEN/KHAN, 1997: 4). Aşağıda konu bu genel çerçeve içerisinde, yatırımcı perspektifinden, arz ve talep kökenli faktörler ile bir bütün olarak dünya ekonomisini ilgilendiren uluslararası faktörler olmak üzere üç başlık altında toplanacaktır. Bu ayırım açıklama kolaylığı sağlamak açısından yapılmaktadır. Yoksa her bir başlık altında incelenen faktörler birbirinden bağımsız değildir.

2. ARZ KÖKENLİ FAKTÖRLER

Uluslararası finansal sermaye akımlarının temelindeki faktör, hane halklarının gelirlerinde, tasarruf edebilecekleri ve kurumsal yatırımcılar kanalıyla ulusal veya uluslararası para ve sermaye piyasalarında değerlendirebilecekleri bir fazlanın bulunmasıdır. Özellikle 1980'li ve 1990'lı yıllarda sanayileşmiş ülkelerde halkın geliri, refahı ve buna bağlı olarak tasarruf eğilimi yükselmiş ve bu durum halkın elinde oluşmuş bulunan atıl fonların bir talep patlaması ile finansal yatırım araçlarına yönelmesine neden olmuştur. Talep artışı gelir artışından kaynaklanan nedenlerin yanısıra, bankacılık hizmetlerindeki hızlı gelişmelerden, bu bağlamda nakit dışı yapılan ödeme şekillerinden (çek vs) kaynaklanmaktadır. Hane halkı tasarruflarının artan bir kısmı finansal kurumlara (sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları ve yatırım tröstleri) yönlendirildiği için kişisel tasarrufların daha yüksek bir kısmı bu doğrultuda sınır ötesi işlemlere konu olmaktadır⁴.

4 Kurumsal yatırımcıların gelişmesinin, finansal akımlar üzerindeki etkileri konusunda geniş bilgi için bkz. LLEWELLYN, 1988: 250; GOLDSTEIN vd, 1991: 20.

Bir ülkedeki yatırımcıların (özellikle kurumsal yatırımcılar) yurtdışında yatırım yapmalarını etkileyen en önemli unsur, söz konusu ülke hükümetleri tarafından konulan düzenleyici engeller ve kurumsal yatırımcıların yöneticileri tarafından konulan yatırım pratikleri üzerindeki sınırlamalardır. Bazı ülkeler muhtemel büyük döviz çıkışlarının, sermaye çıkışlarını kurumsallaştırmak suretiyle, ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz bir etkisi olabileceğini düşündükleri için, kendi kurumsal yatırımcıları tarafından yurtdışına yapılan finansal yatırımlar üzerine sınırlamalar getirmektedirler.

Ülke içinde uygulanan para ve maliye politikalarının uluslararası sermaye akımları üzerinde önemli etkileri vardır. Örneğin 1990'lı yıllarda Japonya'da işsizlik tehlikesine karşı bir politika tercihi olarak yürütülen parasal genişlemenin ülke dışına sermaye çıkışını artırdığı gözlenmiştir. Diğer taraftan, tasarruf sahiplerinin kendi ülkelerinde çıkartılan tahvil ve hisse senetlerinin gelirleri üzerine konulan vergiler de, tasarrufçunun net getiri oranını düşürerek, yabancı mali kaynaklara yatırımı özendirici etki doğurmaktadır. Köken ülkede "azalan kâr haddi kanunu"⁵ nedeniyle düşen kâr hadleri de, sermayeyi portföy yatırımı veya dolaysız yatırım şeklinde, dünyada kâr hadlerinin daha yüksek olduğu alanlara yönelmektedir. Bu noktada daha az düzenlemeye sahip olan sınır ötesi piyasalar benzer risk seviyelerinde daha yüksek kazanç oranları sunabilmektedirler⁶.

Konunun gelişmekte olan ülke boyutunda sermaye kaçıışı olgusu gündeme gelmektedir. Gelişmiş ülkelerden, daha yüksek getiri elde etmek amacıyla ülke dışına sermaye aktarılması, bir sermaye ihracı olarak algılanırken, aynı durumun ağır borçlu gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmesi "sermaye kaçıışı" olarak değerlendirilmektedir. Özellikle 1970'li ve 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı en büyük problemlerden biri olan sermaye kaçıışı, bir ülkedeki özel kesimin yasal veya yasal olmayan yollarla kendi servetlerini yurtdışındaki özel banka hesaplarına ihraç etmeleri şeklinde gerçekleşmekteydi. Bu ülkelerde sermayenin yurtdışına çıkması, devalüasyon beklentileri gibi kısa vadeli faktörler ile ilgili ülkedeki politik veya ekonomik istikrarsızlık gibi uzun vadeli faktörler tarafından belirlenmektedir (GIBSON, 1996: 303).

5 Yatırımların miktarı arttıkça kar haddi azalmakta, bu da büyümeyi ve sermaye birikimini sınırlamaktadır.

6 Ayling'e göre yatırımcıların fonlarını kendi ulusal sınırlarının dışına aktarmasının iki sebebi olabilir: (AYLING, 1986: 25)

- Yapılması düşünülen yatırım türü yurtiçi piyasada mevcut olmayabilir.
- Daha az düzenlemeye sahip olan sınır ötesi piyasalar benzer risk seviyelerinde daha yüksek kazanç oranları sunabilirler.

3. TALEP KÖKENLİ FAKTÖRLER

Fon sahiplerinin yerleşik bulunduğu ülke dışındaki ülkelerle ilgili faktörlerdir. Bu çerçevede sermaye akımlarını etkileyen faktörlerden bazıları sermaye talep eden ülke açısından nispi olarak endojen, yani ilgili ülkenin politikaları tarafından etkilenen bir yapıya sahiptirler. Bunlardan en önemlileri; finansal aktifler üzerindeki getiri oranları, söz konusu getiri oranlarını etkileyen ve çeşitli faktörlerin bir bileşkesi olarak ortaya çıkan risk seviyesi ve finansal sermayenin yöneldiği ülkelerdeki makroekonomik ve sosyal-siyasal faktörlerdir.

A. Beklenen Getiri Oranları

Teorik olarak finansal kaynakların uluslararası hareketlerinin incelenmesinde tasarruf, reel faiz oranları ve döviz kurları arasındaki ilişki üzerinde durulur. Bu çerçevede ekonomistler sermayenin ülkeler arası hareketinin, bir ülkenin bölgeleri (veya endüstrileri) arasındaki hareketinden esas olarak farklı olmadığını ve ülke içinde olduğu gibi bulunduğu yerden daha yüksek beklenen getiri oranına tepki olarak yeni yerine hareket ettiğini düşünürler (APPLEYARD/FIELD, 1992: 279). Ulusal veya uluslararası seviyede fon sahiplerinin amacı, yüklenilen belirli risk düzeyinde ellerinde bulunan finansal kaynaklardan en yüksek oranda gelir sağlamak, fon talep edenlerin amacı da bu fonları en düşük maliyetle elde edebilmektir.

Uluslararası finansal akımlar (net veya brüt) ve onların belirleyicileri arasında istikrarlı makroekonomik ilişkiler elde etmek zordur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra bu çerçevede söz konusu akımların nedenlerini ortaya koymaya yönelik çeşitli teorik çalışmalar gerçekleştirildiği görülmektedir⁷. Bu teorik çabalar konuyu bir bütünlük içinde sunmaktan uzak olmakla birlikte önemli ortak sonuçlara ulaşılmıştır. Konu ile ilgili açıklamalar başlangıçta "karşılaştırmalı üstünlükler" kavramı etrafında ele alınmaktaydı⁸. Buna göre, sermaye arzedenlerle onun kullanıcıları kendi coğrafi konumlarına bakmadan daima en kârlı fırsatları araştıracakları için kısıtlayıcı mevzuatın olmaması

7 Uluslararası sermaye hareketleri teorisinin başlangıcı olarak genellikle Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan "transfer sorunu" nun tartışılması ele alınmaktadır. Burada sorun bir ülkeden diğerine transfer edilen bir sermaye tutarının (genellikle kalkınma amaçlı yardım, hibe vb.), iki ülkenin dış dengesini ne yönde ve ne boyutta etkileyebileceği olarak algılanmış, uluslararası ortam ve koşullardaki karmaşıklığın sonucu olarak, doğrudan sermaye yatırımları ve özel finansal akımlar teoriye dahil edilmemiştir. Uluslararası özel sermaye akımlarına yönelik teori oluşturma çabaları İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, doğrudan yatırımlarda ve özellikle portföy yatırımları şeklinde uluslararası finansal piyasalarda dolaşan fonların bir bütün olarak dünya ekonomisini etkileyebilecek düzeyde artmasıyla birlikte ivme kazanmıştır.

8 Kavram esas olarak serbest ticaret durumunu desteklemek için kullanılmakla birlikte finansal piyasalara da uygulanabilmektedir.

durumunda fonların, tasarrufların bol ve ucuz, yatırım olanaklarının ise yetersiz olduğu ülkelerden tasarrufların kıt, pahalı ve kârlı yatırım fırsatlarına sahip ülkelere doğru transfer edilmesi olanaklı olacaktır (AYLING, 1986: 25).

Başlangıçtaki ampirik incelemeler uluslararası finansal sermaye akımları ile bu akımların determinantları arasındaki ilişkiyi uluslararası faiz oranı farklılıklarının rolüne özel bir önem vermek suretiyle ortaya koymaya çalışmışlardır (GOLDSTEIN vd, 1991: 21). Bu geleneksel bakış açısı sermaye akımlarının nispi faiz oranı seviyelerinin bir fonksiyonu olduğunu varsaymaktaydı. Örneğin Stein'e göre, uzun vadeli sermaye hareketlerini etkileyen en önemli unsurlar; evsahibi ülke ve yabancı ülke arasındaki uzun dönem reel faiz farklılıkları ile yurtiçi yatırım ve sosyal tasarruf (kamu tasarrufu + özel tasarruf) arasındaki farktır (STEIN, 1991: 14). Eğer yurtiçi yatırım sosyal tasarruftan farklı olursa, uzun dönem reel faiz farklılığı sıfır olsa bile sermaye uluslararası alanda hareket edecektir. Bu durumda sermaye maliyetinin düşük olduğu ülkelerdeki tasarruf sahipleri bugünkü tüketimlerini geleceğe erteleyecekler ve sermaye maliyetinin yüksek olduğu ülkelerdeki tasarruf sahipleri de gelecekteki tüketimlerini bugüne kaydırabileceklerdir. Bu değişim toplam üretim ve yatırımların artmasına sebep olacaktır.

Sermayenin uluslararası transfer maliyetinin sabit kaldığı varsayılırsa, bu tür transferlerin en önemli doğrudan sebebi, ülkeler arası faiz oranları farklılıklarındaki artışlardır. Örneğin 1990'dan sonra gelişmiş ülkelerde (özellikle ABD'de) ortaya çıkan ekonomik konjonktür nedeniyle faiz oranlarının düşmesi ve gelişmekte olan ülkelere aşırı bir yabancı sermaye girişi yaşanmıştır (Bkz. CARDOSO/GOLDFAJN, 1997: 13).

Faiz oranlarının ülkeler arasında niçin farklı olduğu sorusunun yanıtı her bir ülkedeki sermaye arz ve talebini belirleyen faktörleri analiz etmek suretiyle elde edilir. Kökenleri ne olursa olsun, gerçekleşen değişiklikler sermaye piyasasında arz ve talep üzerindeki etkileri vasıtasıyla her zaman faiz oranlarını etkileyeceklerdir (Bkz. IVERSEN, 1967: 127; VAN HORNE, 1990: 41,69). Bu çerçevede geliştirilen vadeli döviz piyasası modelleri, kısa vadeli finansal akımlar mekanizmasını döviz piyasasının integral bir parçası olarak tanımlamaya ve bu tür akımları belirleyen güçleri açıklamaya yönelik teşebbüsleri ihtiva etmektedir⁹. Söz konusu modeller, açıklamalarını "faiz paritesi teoremi" etrafında yapmaktadırlar. Yurtiçi ekonomideki faiz oranı değişmelerinin dış dünya koşullarına endekslendiği faiz paritesi durumundan sapmalar sermaye hareketlerine neden olmaktadır. Tek fiyat kanununun finansal piyasalara (özellikle döviz piyasalarına) uygulanmış şekli olan teorem, finansal akımlarla ilgili açıklamalarına aynı riskli iki aktifin aynı getiriye sağlayacağı

9 Modellerle ilgili geniş açıklamalar için bkz. HODJERA, 1973: 688-703.

önermesiyle başlamaktadır. Eğer riskleri aynı fakat getirileri farklı iki aktif varsa, arbitrajcular devreye girecek ve bu farklılıktan kâr elde etmeye yöneleceklerdir. Başka bir deyişle aynı riskli iki aktiften getirisi yüksek olan satın alınacak, düşük olan ise satılacaktır ve bu durum getiri oranları eşitleninceye kadar devam edecektir (Bkz. KİBRİTÇİOĞLU, 1996: 130-131).

B. Algılanan Risk Seviyesi

Genel olarak getiri oranları, özel olarak da faiz oranlarındaki yeterince büyük bir uluslararası farklılık, ülkeler arasında sermayenin hareket etmesine yol açan esas mekanizma olmakla birlikte, diğer birtakım faktörler de uluslararası sermaye akımlarının yönünü ve boyutunu etkileyebilmektedir (Bkz. IVERSEN, 1967: 144; PATEL vd., 1995: 53).

Grubel'e göre uluslararası net sermaye akımları faiz oranlarındaki değişikliklerin yanısıra şunların sonucu olarak ortaya çıkabilir (Aktaran: LLEWELLYN, 1980: 65):

- Yerli ve yabancı aktifler üzerindeki farklı riskler,
- Yerli ve yabancı servet sahiplerinin farklı zevkleri,
- Yerleşik olan ve olmayanların servet portfolyolarının farklı büyüme oranları.

Bu çerçevede finansal fonların yönedikleri ülkelerdeki getiri oranlarının yanısıra en önemli unsur olarak risk faktörü karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası yatırım kararları her zaman bir risk unsurunu beraberinde taşırlar. Yerel piyasalarda da risk faktörü olmakla birlikte bu, uluslararası alanda karşılaşılan riskin yanında çok önemsiz kalmaktadır. Doğrudan sermaye yatırımı durumunda uluslararası yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riskler; bir ülkede yaptıkları yatırımların kamulaştırılması, kâr transferlerini önleyici kambiyo rejimleri, yüksek oranlı vergi ve tarifeler veya yapılacak yatırımlarda o ülke vatandaşlarına ortaklık hakkı verme zorunluluğu şeklinde özetlenebilir. Finansal yatırımlar söz konusu olduğunda bu riskler daha karmaşık bir hal almaktadır.

Modern yatırım analizinde, risk kavramı; finansal yatırımın beklenen getirisindeki olumsuz sapmaları ifade etmek amacı ile kullanılır. Uluslararası yatırımların yatırımcılara sunacağı kazançlarda meydana gelebilecek farklılaşmalar toplam risk faktörünü ifade eder. Yatırımlardan beklenen gelirlerdeki değişkenlik ne derece yüksek olursa, yatırım o ölçüde riskli kabul edilir. Bu doğrultuda uluslararası yatırımlardaki risk unsuru, özellikle finansal aktifler üzerindeki getiri oranlarını etkileyerek, bir ülkeye yönelik sermaye akımlarını etkileyen en önemli faktörlerden biri olmaktadır. Örneğin ABD üzerinde yapılan birtakım çalışmalarda, New York Borsasında 1965 yılından

beri yaşanan düşüş, risk faktörüne bağlanmaktadır (PINDYCK, 1984: 335). Bu sonuçlara göre, sermaye üzerinde firmaların reel brüt marjinal getiri varyansları 1965'ten beri önemli ölçüde artmış, bu da yatırımcının hisse senetlerini tutmadan elde edeceği net reel getirilerin nispi riskliliğini artırmıştır. Bu iki unsur piyasalardaki düşüşün önemli bir kısmını açıklamaktadır.

Risklilik derecesine göre menkul kıymetler; hazine bonoları, devlet tahvilleri, özel şirket tahvilleri ve hisse senetleri şeklinde sıralanabilir. Bu bağlamda en risksiz menkul kıymetler hazine bonolarıdır. Konu ekonomilere sermaye girişleri bazında ele alındığında potansiyel risk bakımından en riskli sermaye girişi portföy yatırımlarıdır. Risk açısından portföy yatırımları yalnızca ticari kredilerle karşılaştırılabilir (Bkz. ESEN, 1997: 155).

Bir finansal yatırımın riski genellikle ikiye ayrılır: İki genel ekonomik faaliyetlerdeki hareketlerle birlikte ortaya çıkan ve dolayısıyla bir bütün olarak finansal piyasaları etkileyen '*sistemik risk*', diğeri ise özellikle ayrı ayrı yatırımlarla birlikte ortaya çıkan '*sistemik olmayan risk*'tir.

a) Sistemik Risk

Global risk olarak da adlandırılan sistemik risk, genel üretim seviyesi, enflasyon, faktör fiyatları, faiz oranları ve hammadde maliyetleri gibi makro değişkenlerde meydana gelen dalgalanmalar ile sosyo-politik istikrarsızlıktan kaynaklanan ve tüm ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen bir risktir. Menkul kıymetlerden oluşan portföyün sistemik riski, portföyde yeralan menkul kıymetlerin içerdikleri sistemik risklerin bir bileşimi olacaktır. Dünya piyasalarını geniş ölçüde etkileyen her türlü olay sistemik risk ortaya çıkarır. Piyasaların birbirine entegre olma dereceleri arttıkça bu durum daha da belirginleşmektedir.

Finansal anlamda hangi ülkeye yatırım yapılırsa yapılsın, katlanılması gereken bir risk değeri vardır. Bu risk global portföy oluşturmak suretiyle de yok edilemez. Çünkü en iyi oluşturulmuş bir uluslararası portföy dahi, en azından global olaylara karşı duyarlı olacaktır. Bir uluslararası yatırımcının karşılaşabileceği başlıca sistemik risk çeşitleri; satın alma gücü riski (veya enflasyon riski), kur riski, faiz oranı riski, piyasa riski ve politik risk olarak sıralanabilir (Bkz. KIDWELL vd., 1993: 83).

Enflasyon riski, enflasyonun mevcut olduğu ülkelerde yapılacak yatırımdan beklenen nakit akımlarının parasal değerleri ile reel değerleri arasında farklılıklar oluşması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu risk özellikle sabit getirili araçlara yatırım yapıldığında söz konusu olmaktadır¹⁰. Pindyck,

10 Bu konuda geniş bilgi için bkz. ROJAS-SUAREZ, 1991: 83.

1965-1981 dönemi için New York Borsası indeksindeki yaklaşık %68'lik azalmayı enflasyon oranlarındaki artışa bağlamaktadır (PINDYCK, 1984: 335). Feldstein (1980a,b)'da buna paralel olarak artan enflasyonun yatırımcıların hisse senetleri tutmalarından elde edecekleri, beklenen net reel getiriyi azalttığını, bu yüzden hisse senedi değerlerini baskı altına aldığını belirtmektedir (Aktaran: PINDYCK, 1984: 339).

Uluslararası para sisteminin yıkılmasıyla ortaya çıkan sistemsizlik sorunu ve yaşanan petrol şoklarının etkisiyle dünya ekonomisi faiz ve kur riskiyle tanışmıştır. Bu dönemde döviz kurlarının sürekli dalgalanma göstermesi sonucunda uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalar ve çeşitli mali kuruluşlar ciddi şekilde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Yabancı menkul tutma, beklenmedik kur değişimlerinden ötürü portföy riskini artırır. Yabancı araçlara yatırılan fonlar öngörülen sürenin sonunda yeniden ulusal paraya dönüştürülerek, ana ülkeye geri getirilecektir. Bu süre içinde, yatırım yapılan yabancı paranın değer kaybetmesi (veya ulusal paranın değer kazanması) durumunda, yatırımdan elde edilen net gelirlerde azalma ortaya çıkmakta, hatta bir zarara uğramak bile söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla yabancı para ile birimlendirilmiş varlıklar, yükümler, kârlar ve beklenen gelecek nakit akımları kur riskine tabidir¹¹.

Faiz oranlarındaki değişimler ile menkul kıymetlerin fiyatlarındaki değişimler arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Diğer koşullar sabit kalmak üzere faiz oranlarındaki yükselmeler menkul kıymetlerin fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Finansal varlıklar, faiz oranlarındaki değişimlerden aynı derecede değil, fakat aynı yönde etkilenmektedirler. Bu açıdan faiz oranı riski daha çok tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemektedir.

Kur ve faiz risklerini ortadan kaldıracak ürünlere olan talep sonucunda, dünyanın önde gelen finansman kuruluşları döviz kuru ve faiz oranı riskinden korunmak (hedging) için çeşitli teknikler geliştirmişlerdir¹². Bu doğrultuda en dolaysız mekanizma, vadeli teslim döviz piyasası işlemlerine başvurmaktır. Vadeli piyasalarda işlemler istenen miktar ve vadeye göre (1 yıla kadar) yapılabilmektedir. Buralarda geliştirilen finansal yenilikler ayrıca gelişmiş finansal piyasalarda spekülatif amaçlı olarak da kullanılabilirler.

Piyasa riski ise, genel iktisadi koşullardan dolayı menkul değerlerin piyasa fiyatında meydana gelen dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkan zararı

11 Kur risklerinin çeşitleri ile ilgili olarak bkz. YILDIZ, 1988: 21-32.

12 Kur riski giderilerek, faiz farkından yararlanmak için yapılan kısa süreli sermaye transferlerine uluslararası finans literatüründe "korunmuş (covered) faiz arbitrajı" denilmektedir. Kur riskinden korunmak için önlem alınmaması halinde bilerek veya bilmeyerek spekülasyon yapıyor demektir.

ifade etmektedir. Bu riske yolaçan etkenler işletmelerin kendileriyle ilgili olmayıp, piyasadan kaynaklanırlar.

Politik risk, siyasi istikrarsızlıkların veya siyasi karar organının aldığı iktisadi içerikli kararların piyasaları etkilemesi veya yatırımcıların beklentilerine ters düşen sonuçlar doğurması nedeniyle ortaya çıkan bir risk çeşididir. Yapılan bazı incelemelerde özellikle yeni gelişen piyasalarda portföy yatırımlarını etkileyen en önemli faktörün politik risk olduğu gösterilmektedir (Bkz. GOOPTU, 1994: 34).

b) Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, belirli bir işletme ve/veya işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre özgü faktörlerden kaynaklanan risktir. İçsel risk de denilen bu risk belirli bir endüstri veya firma koşullarından kaynaklanmakta ve ülke riski ve firma riski olarak iki temel gruba ayrılmaktadır. Yatırım kararında üstlenilmek zorunda kalınacak ülke riski, ülkenin ve içinde bulunulan bölgenin ekonomik, siyasi ve sosyal risklerinin bir bütünüdür. Global portföy oluşturmak suretiyle ortadan kaldırmadığı için sistematik risk kapsamında ele aldığımız politik risk, ülke riskinin en önemli göstergesidir. Politik riskin dolaylı ölçüsü; ülkenin ticari borcunun ikincil piyasalardaki fiyatı ve çeşitli finans kuruluşlarınca verilen kredi notudur.

Euromoney ülke riskini; ilgili ülkenin analitik göstergeleri, kredi göstergeleri ve piyasa göstergelerini dikkate alarak belirlemektedir (EUROMONEY, 1991: 175). Bunlara ilaveten kontrollü döviz kuru sisteminin varlığı, üretken olmayan devlet harcamalarının varlığı, ülkenin doğal, finansal ve işgücü kaynaklarının yetersizliği ve ülkenin dış rekabet gücü gibi unsurlar ülke riskini belirleyen faktörler arasında yer alırlar.

Hisse senedini çıkartan şirkete bağlı olarak ortaya çıkan firma riski ise, farklı şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlere yer verilerek önlenmesi olanaklı olan bir risk çeşididir. Ne ölçüde portföy çeşitlendirmesi yapılırsa bu risk o ölçüde azalmaktadır.

C. Risk-Getiri İlişkilerinin Birlikte Ele Alınması

Bazı ekonomistler uluslararası faiz farklılıklarının yanısıra finansal sermayenin uluslararası hareketini açıklayan en önemli unsur olarak portföy çeşitlendirmesi olgusunu görmektedirler (Bkz. IVERSEN, 1967: 144). Gelişmiş ülkelerdeki fon fazlası veren bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından bakıldığında, uluslararası yatırımların yüksek getiri sağlamak ve/veya riski dağıtmak gibi iki temel saikle yapıldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yatırımcılar uluslararası düzensizliklerden istifade etme ve uluslararası

çeşitlendirmeden kazanç sağlama güdülerıyla hareket etmektedirler (CLAESSENS vd, 1994: 58).

Uluslararası finansal akımların açıklanmasında risk-getiri ilişkilerini birlikte ele alan ilk teorik açıklamalar, mikroiktisat temeli üzerine oturtulmasına rağmen, daha sonra geliştirilerek bir makro teori haline dönüşen "*portföy dengesi teorisi*" çerçevesinde yapılmıştır. Teori, uluslararası sermaye akımlarının açıklanmasında oldukça tatmin edici bir çerçeve sunmakta ve vadeli döviz piyasası modellerine göre daha fazla kabul görmektedir. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini analiz etmede portföy dengesi teorisinin kullanılmasıyla iki bölge arasındaki eşanlı iki yönlü uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin açıklanması olanaklı hale gelmiştir (HODJERA, 1973: 703).

Teorinin temeli Harry Markowitz'in 1952'de yaptığı bir çalışmaya dayanmaktadır. Bu çalışmada Markowitz menkul değer çeşitlemesinin portföy riskini azaltıcı etkilerini ortaya koymuş ve portföy oluşturulması konusunda ilkeler benimsemiştir¹³. Bu ilkeler halen portföy teorisinin özünü oluşturmaktadır. Teori, rasyonel yatırımcıların belli bir risk düzeyinde, beklenen geliri en yüksek düzeye çıkararak veya belli bir beklenen gelir düzeyinde riski minimuma indiren bir portföy oluşturacakları esasına dayanır (MARKOWITZ, 1952: 77; Ayrıca bkz. HARRINGTON, 1987: 11). Yatırımcı bir yandan menkul değer beklenen gelir oranı ile risk düzeyini karşılaştırırken, bir yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmektedir. Buna göre bir yatırımcı, herhangi bir menkul kıymete yatırım yaparken onun spesifik özelliklerini değil, tüm portföye etkisini dikkate alacaktır (Bkz. LLEWELLYN, 1980: 64).

Modern finans teorisinin temeli olarak kabul edilen bu yaklaşımın uluslararası versiyonuna göre¹⁴, uluslararası sermaye hareketleri olgusu risk

13 Teorinin uluslararası alanda da kabul gören modelleştirilmiş şekli, John Lintner, William Sharpe ve Jack Treynor tarafından geliştirilen "*Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli*" (CAPM) dir. Buna alternatif olarak 1976 yılında Ross tarafından bir çoklu indeks modeli geliştirilmiştir. Söz konusu model finans literatüründe "*Arbitraj Fiyatlama Modeli*" (APM) olarak bilinir. Bu modellerle ilgili geniş bilgi için bkz. HARRINGTON, 1990: 51-99; 188-209.

14 Teori iç sermaye hareketleri için geliştirilmiş olmakla birlikte, zamanla uluslararası sermaye akımlarını açıklamakta da önemli bir yer tutmaya başlamış, böylece Keynesyen açık ekonomi modelinde sermaye hareketlerinin bir stok uyum olgusu olarak ele alınması olanaklı hale gelmiştir. Bu çerçevede CAPM ve APM'nin uluslararası versiyonları geliştirilmiştir. Söz konusu modellere göre eğer yurtiçinde faiz oranları yükselirse, yatırımcılar portföylerinde daha çok ulusal tahvil tutmak isteyeceklerdir. Tahvillerin arzi sabitse bunlar için aşırı bir talep ortaya çıkacaktır. Aşırı talebi ortadan kaldırmannın tek yolu yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden değerini düşürmektir. Bu da ana ülkenin parasının değerlenmesi ile sonuçlanır. Bu durumda denge, kambiyo kuru ve faiz oranı arasındaki ilişki veya ulusal paranın değeri ve faiz oranı arasındaki ilişki ile korunur (Bu konuda geniş bilgi için bkz. HODJERA, 1973: 711).

farklılıklarının bir kanıtıdır. Portföy çeşitlendirme stratejilerinin uygulanması yoluyla sistematik olmayan riskin azaltılması veya tamamen ortadan kaldırılması olanaklı hale gelmektedir. Ancak yerli ve yabancı aktiflerin risk derecelerinin aynı olması durumunda (yani birbirleriyle tam ikame edilebilir olmaları halinde) portföy çeşitlendirmesi risk düzeyini düşürememekte ve dolayısıyla da sermaye hareketlerini doğuran sebep ortadan kalkmaktadır.

Yatırımcının eğilimini belirleyen ekonomik motifler arasında bu bağlamda özellikle onun *bütün yumurtalarını tek bir sepete koyma korkusu* önde gelir. Küçük açık bir ekonomide yerleşikler kendi finansal servetlerinin çoğunu yabancı finansal değerler şeklinde tutabilirler. Çünkü bu onlara gelir akımlarını çeşitlendirme ve yurtiçi vergileme ve gelir şoklarına karşı korunma olanağı verir. Uluslararası sermaye hareketleri için bu çeşitlendirme motifi, ödemeler bilançosu verilerinde kayıtlı olan sermaye akımlarının büyük bir kısmının nedenini açıklayabilmektedir (Bkz. CLAESSENS vd, 1994: 58). Bu süreç aynı faiz oranı seviyesine sahip ülkeler arasında bile sermaye hareketlerinin olabileceğine işaret etmektedir.

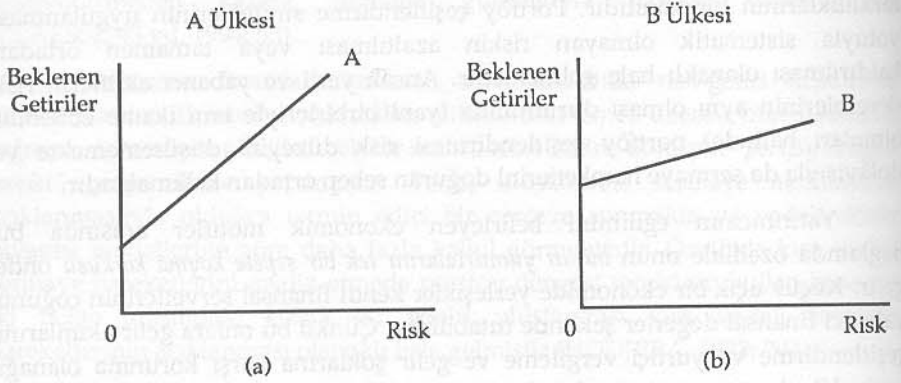
Portföy dengesi yaklaşımı etrafında geliştirilen stok modeller, daha önceki geleneksel modellerden risk faktörüne vurgu yapmalarının yanısıra iki temel konuda farklılık gösterirler (ALLEN, 1973: 135):

– Geleneksel yaklaşımda mal ve finansal aktif talepleri üzerindeki servet etkileri açık bir şekilde düşünülmemiştir. Genellikle mallar için akım talepleri ve para için bir stok talebi belirtilmiş ve her ikisinin de servetten bağımsız olduğu varsayılmıştır. Ev sahibi ülkenin tahvil talebi açık bir şekilde incelenmemiştir.

– Tek ülkeli modellerde ev sahibi ülkenin tahvilleri için yabancı talebin, faiz oranına bağlı bir akım talebi olduğu varsayılmıştır.

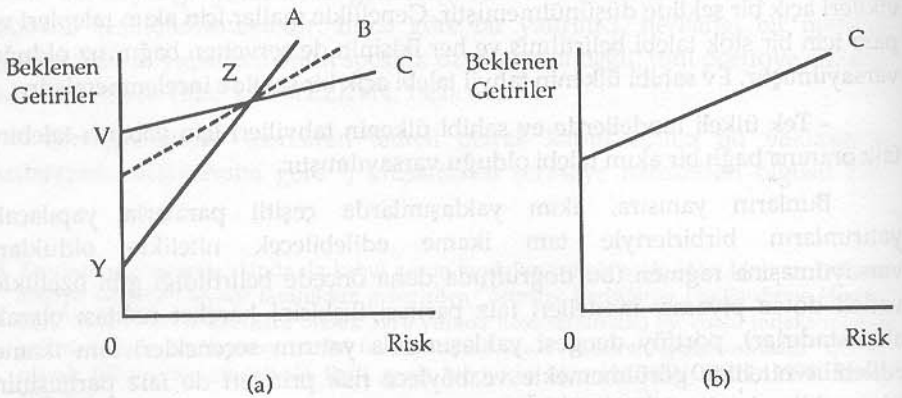
Bunların yanısıra, akım yaklaşımlarda çeşitli paralarla yapılacak yatırımların birbirleriyle tam ikame edilebilecek nitelikte oldukları varsayılmasına rağmen (bu doğrultuda daha öncede belirtildiği gibi özellikle vadeli döviz piyasası modelleri faiz paritesi ilişkisini hareket noktası olarak almaktadırlar), portföy dengesi yaklaşımında yatırım seçenekleri tam ikame edilebilir nitelikte görülmemekte ve böylece risk primleri de faiz paritesinin içine çekilmektedir (KİBRİTÇİOĞLU, 1996: 131). Risk ve getiri ilişkileriyle ilgili buraya kadar yapılan açıklamalar aşağıdaki şekiller üzerinden de takip edilebilir.

1 no'lu şekil, iki ülkeli bir dünyada sınır ötesi yatırım ve finansman talebini göstermektedir. (a) ve (b) şekilleri her bir ülkedeki risk alma ve beklenen getiriler arasındaki denge ilişkisini, her bir grafikteki düz doğru ise sermaye kullanıcıları için sermaye maliyetini, yatırımcılar için de beklenen getirileri göstermektedir. Bu doğruya finans literatüründe "*sermaye piyasası doğrusu*" denilmektedir.



Şekil 1: Risk Alma ve Beklenen Getiri Arasındaki Denge İlişkisi

Daha yüksek risk seviyeleri, beklenen getirilerin ve sermaye maliyetinin daha yüksek olması demektir. A ve B ülkelerindeki farklı piyasa koşulları nedeniyle her iki ülkedeki sermaye piyasası doğrularının eğimleri ve kesişme noktaları farklıdır. Finansal piyasalar arasında bütünleşme olmadığı zaman söz konusu ilişkiler şekil 2a'daki gibi olacaktır.



Şekil 2: Finansal Entegrasyon ve Segmentasyon Durumunda Risk-Getiri İlişkileri

V-Z-A yatırımcıların, her iki piyasaya da girmeleri durumunda ortaya çıkan daha üst yatırım alanlarını göstermektedir. V ve Z noktaları arasında yatırımcılar B ülkesinde yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Çünkü bu bölgede belirli risk alma seviyelerine karşılık gelen getiriler A ülkesinde olduğundan daha yüksektir. Z ve A noktaları arasında ise aynı sebeple A ülkesinde yatırım

yapmak tercih edilir. Böylece yabancı piyasalarda yatırım yapmak suretiyle yatırımcılar kendi yatırım fırsatlarını maksimize edebilirler.

Piyasalar arasında entegrasyon sağlandıktan sonra yani, finansal sermaye her iki ülkede tamamen serbest bir şekilde hareket etme olanağına sahip olduğu zaman, yeni bir denge noktası oluşacaktır. Şekil 2b bu yeni denge noktasını göstermektedir. Burada A ve B ülkeleri entegre olmuş ve daha yüksek bir getiri oranında tek bir piyasa haline gelmişlerdir.

D. Makroekonomik ve Sosyal-Siyasal Faktörler

Makroekonomik faktörler, sermayenin yöneldiği ülkelerde, uygulanan ekonomi politikaları, piyasa aksaklıkları ve söz konusu ülkelerin makroekonomik ve sermaye piyasası göstergelerinden oluşmaktadır. Bu faktörlerin bir kısmı doğrudan, diğer bir kısmı da finansal aktiflerin riskliliğini değiştirmek suretiyle dolaylı olarak finansal sermaye akımlarını etkilemektedirler.

Bir ülkeye yönelik sermaye akımlarını her şeyden önce o ülkenin yürürlükteki dış ekonomi politikası belirlediği için, uluslararası sermaye hareketleri, ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları ile çok yakından ilgilidir. Uluslararası mal ticaretiyle karşılaştırıldığında sermaye akımlarının daha sınırlı bir serbestiye sahip oldukları görülür. En gelişmiş ülkelerde bile, sermaye akımları üzerine (özellikle sermaye çıkışları) yoğun kısıtlamalar konulabilmektedir¹⁵. Hükümetler genel olarak, ülkedeki finansal yapının istikrar ve sürekliliğini sağlayıcı finansal hizmetler ve işlemler üzerine, özellikle mülkiyet ve faaliyet izni konularında sınırlamalar getirebilmektedirler. Bunu yaparken de genellikle kontrollü dış ticaret ve kambiyo rejimi, kontrollü para ve kredi sistemi ve fiyat kontrolleri gibi araçları kullanmaktadırlar.

Yukarıda da belirtildiği gibi, yabancı yatırım ve borçlanma miktarını azaltan faktörlerin başında, fonların hareketi üzerindeki koruyucu kısıtlamalar ve finansal kazançlar üzerindeki vergiler gelmektedir. Genellikle hükümetlerin kontrolü altında olan bu faktörler finansal piyasalar arasındaki bölünmüşlüğü artırmakta ve risk-getiri ilişkilerinde farklılıklara sebep olmaktadır. Bu çerçevede uluslararası sermaye akımlarını etkileyen en önemli politika uygulamaları olarak, önce gelişmiş ülkelerde, daha sonra da gelişmekte olan ülkelerde yürürlüğe konulan finansal liberalizasyon uygulamaları gösterilmektedir. Yurtiçi finansal piyasaların liberalize edildiği, makroekonomik istikrarın oluşturulduğu ve reel ve nominal faiz oranlarının yüksek olduğu

15 ABD, İngiltere, İsviçre gibi finansal piyasaları en fazla gelişmiş ülkelerde bile, hükümetler zaman zaman uluslararası sermaye akımlarını kontrol altına almışlardır.

ekonomilerde özellikle kısa vadeli sermayenin içeriye doğru hareket etmesi için güçlü saikler vardır (HELLEINER, 1997: 21).

1970'li yılların sonlarında başlayan ve 1990'lı yıllarda ivme kazanan iç ve dış finansal liberalizasyon uygulamaları¹⁶, finansal sermayenin uluslararası hareketinin önündeki en önemli engel olan "finansal kontroller" in azaltılması veya ortadan kaldırılmasını sağlayarak, uluslararası sermaye mobilitesinde olağanüstü bir artış ortaya çıkarmıştır¹⁷. Piyasa mekanizmasının en etkin üretim ve bölüşümü sağlayacağı ve bu dengenin varolan kısıtlamalar kaldırıldığında uluslararası alanda da geçerli olacağı şeklindeki kuramsal yaklaşım¹⁸, finansal liberalizasyon seçiminin temelini oluşturmaktadır. Konunun gelişmekte olan ülkeler boyutunda bu teorik argümanın yanısıra bir de zorunluluk olgusu vardır. Her şeyden önce yoğun finansal kontrollerin olumsuz etkileri, gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin çeşitli reformlarla yeniden yapılandırılmasının gerektiği konusunda önemli bir baskı yaratmıştır. Diğer taraftan uluslararası finans kuruluşları, petrol krizleri sonrasında ortaya çıkan yüksek borçluluk düzeyleri nedeniyle, borç ödemek için borçlanırlar duruma gelen bu ülkelere, kredi sağlamak için liberalizasyonu ön koşul olarak ileri sürmektedirler. Gelişmiş ülkeler de kendi uluslararası şirketleri için kârlı yatırım alanları açma isteği doğrultusunda, bu ülkelere finansal sistemlerini liberalize etmeleri için baskı yapmaktadırlar.

Gerek bu baskılar, gerekse gelişmekte olan ülkelerin artan dış finansman gereksinimleri sonucunda özellikle 1990 sonrası dönemde, birçok ülkede¹⁹ yabancı yatırımcının doğrudan hisse senedi satın almasına izin verilirken, portföy yatırımları üzerindeki vergi yükümlülükleri ya bütünüyle kaldırılmış, ya da en aza indirilmiş ve sermaye kazançlarının ülke dışına çıkışı üzerindeki sınırlamalar gevşetilmiştir. Yabancı tahvil ve hisse senedi satın alımları göreceli biçimde serbestleştirilince, tasarruf sahipleri yatırım portföylerinde yabancı menkullere daha fazla yer vermeye başlamışlardır. Diğer taraftan uluslararası portföy yatırımlarını çekebilmek için, hem yabancı yatırımcının piyasa hakkında

16 İç finansal liberalizasyon çerçevesinde yurtiçi finansal sistemlerdeki finansal baskıların (özellikle faiz oranlarına yönelik sınırlamaların) azaltılması veya kaldırılması (*deregülasyon*); dış finansal liberalizasyon ile de sermaye hesabının liberalize edilmesi ve bu çerçevede ülke içine ve dışına finansal sermaye hareketlerine yönelik engellerin azaltılması veya kaldırılması öngörülmektedir. Süreç gelişmiş ülkelerde başlamış, daha sonra uluslararası konjonktürün etkisi ve uluslararası finans çevrelerinin zorlamasıyla gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır.

17 Sermaye hareketlerinin daha fazla serbestleştirilmesi ile birlikte kısa vadeli faiz oranları giderek açık (*uncovered*) faiz paritesi koşulu tarafından belirlenmeye başlamaktadır.

18 Literatürde bu yaklaşım "McKinnon-Shaw yaklaşımı" olarak bilinir. 1970'lerin sonlarından itibaren uygulanması talep edilen IMF istikrar programlarında bu yaklaşım üzerine temellendirilmiş öneriler yer almaktadır.

19 Özellikle Latin Amerika ve Asya'daki gelişmekte olan ülkeler.

tam ve doğru olarak aydınlatılması, hem de işlem yapmalarına ilişkin güçlüklerin en aza indirgenmesi yolunda birtakım hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Bu uygulamaları ile uluslararası finansal akımlara tamamen açık hale gelen birçok gelişmekte olan ülke, finansal akımların odaklaştığı yerler olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde sermaye kontrollerinin gevşetilmesi ve finansal piyasaların ileri düzeyde liberalizasyonu, rekabeti teşvik etmiş ve yurtiçi ve offshore piyasalar arasında giderek artan bir entegrasyona sebep olmuştur. Bu durum önemli etkinlik kazançları ortaya çıkarmıştır (GOLDSTEIN vd., 1991: 1). Diğer taraftan finansal serbesti gelişmekte olan ülkelerde yayıldıktan sonra, bu ülkelerin yerli parasıyla ihraç edilen borç senetlerinin ve kağıtlarının üzerinden olağanüstü kârlar elde etme olanağı doğdu (BORATAV, 1995: 15). Böylece yüksek getiri beklentisi içinde olan yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerin yüksek riskini kabullenerek bu ülkelere yöneltiler.

Dış finansal liberalizasyon sonrası sermaye kaçışını engelleyebilmek ve yeni fonları çekebilmek için, yüksek ülke riski olan gelişmekte olan ülkelere, yurtiçi finansal varlıkların getirisi yurtdışı finansal varlıkların getirisinin üzerinde tutulmakta, yurtiçi faiz oranı yüksek bir trend izlemektedir. Bu çerçevede oluşan faiz-kur sarmalı²⁰, bu ülkeleri kısa vadeli finansal akımlar için bir çekim merkezi durumuna getirmektedir.

Finansal liberalizasyon uygulamaları, gelişmekte olan piyasaları daha derin ve likit piyasalar haline dönüştürmektedir. Bu çerçevede söz konusu ülkelere yönelen portföy yatırımlarının bileşimi de değişmiştir. Özellikle çok sayıda ülkede özelleştirme çalışmalarının hız kazanması ve bu ülkelerin sermaye piyasalarında getiri oranlarının yüksekliği, portföy yatırımları içerisinde hisse senedi yatırımlarını ön plana çıkarmıştır (JOHNSTON vd, 1997: 7).

Finansal değerlerin büyük bir çoğunluğu ulusal paralarla belirlendiği için, yurtiçi para politikaları, yurtiçi faiz oranlarında, döviz kurlarında ve enflasyonda değişikliklere sebep olabilmektedir. Bu da farklı paralarla ifade edilen finansal değerlere yönelik beklenen nispi getirileri değiştirmektedir. Bunun yanı sıra gelişmekte olan ülkelere döviz kuru hareketleri yaratan para ve döviz kuru politikaları²¹ diğer sermaye hareketlerine yolaçmasalar bile

20 Döviz kurundaki artışın enflasyon artışının gerisinde, faiz oranlarının ise enflasyonun üzerinde tutulması. Bu durumda dövizin vadeli primi enflasyon oranları ve faiz oranları farkından daha küçük olmakta, bu da kısa vadeli fonların ülkeye girişini özendirici etki yapmaktadır.

21 Finansal sermaye akımları parasal düzenlemelerle yakın bir şekilde bağlantılıdır. Bir ülkenin uluslararası bilançosunun kompozisyonu, merkez bankasının döviz piyasasına müdahale edip etmemesine veya kendi döviz kurunun tamamen piyasaya güçleri tarafından belirlenmesine izin verip vermemesine bağlı olarak farklılaşmaktadır.

genellikle para ikamesine (ulusal paradan yabancı ülke paralarına kaymalar) sebep olabilmektedirler.

Özel piyasa işlemlerinin tabiatında varolan, işlem maliyetleri ve piyasaya katılanlar arasında asimetrik bilgi gibi aksaklıklar veya çarpıklıklar da (bir bütün olarak piyasa aksaklıkları) portföy çeşitlendirmesini sınırlandırabilmekte ve hatta aktif fiyatlarını bile bozabilmektedir (GOLDSTEIN vd, 1991:1). Uygulamada finansal aktifler üzerinde gerçekleştirilen işlemler önemli maliyetler gerektirirler. Bu tür maliyetler benzer aktiflerin getiri oranlarındaki uluslararası farklılıkları kısmen açıklamaktadırlar²². 1980'li yıllarda sanayileşmiş ülkelerdeki uluslararası portföy çeşitlendirmesinin büyük bir kısmının büyük kurumsal yatırımcılar tarafından yapılmasının başlıca sebebi işlem maliyetleri olmuştur (GOLDSTEIN vd, 1991: 24). Bireysel yatırımcıların aksine, kurumsal yatırımcılar işlemleri birleştirerek, komisyon masraflarını anlaşmalarla gidererek ve özel piyasaları kullanarak birim başına işlem maliyetlerini önemli ölçüde azaltabilmektedirler.

Bir ülkenin temel ekonomik büyüklüklerindeki gelişmeler, o ülkeye yönelik sermaye akımlarının açıklanmasında önemli rol oynarlar. Bu ekonomik büyüklükler; ödemeler dengesi, enflasyon, döviz kurları, faiz oranları ve ekonomik büyümedir. Bu göstergelerdeki istikrarlı gelişmeler finansal sermaye için olumlu sinyaller verirler.

Uluslararası sermaye akımlarını belirleyen makroekonomik faktörlerden bir diğeri de özellikle portföy yatırımları açısından önem taşıyan, ülkelerin sermaye piyasası göstergeleridir. Uluslararası yatırımcıların dikkate alacağı sermaye piyasası göstergeleri; borsa endeksleri, işlem hacimleri, fiyat/kazanç oranları (şirketin cari piyasa değeri/şirketin bir önceki yıl net kârı), piyasa değerleri, toplam getiriler, temettü verimleri ve şirket sayılarıdır²³. Yatırımcılar genellikle bunların mutlak değer ortalamalarını alarak yatırım kararı vermektedirler. Global bir bakış açısından gelişmişlik, bilginin doğru aktarılması ve piyasaya girilebilirlik, uluslararası sermaye piyasalarının başarısı için anahtar unsurlardır²⁴. ABD için yapılan bir çalışmada 1984 sonrası dönem için dış akımları izah eden en önemli değişkenin finansal aktif performansı ölçütleri olduğu tesbit edilmiştir (PATEL, vd. 1995: 53).

Özetle; borsalar yabancılar için daha kolay girilebilir, daha uygun ve daha çekici hale getirilerek uluslararası para ve sermaye akımları çekilebilir. Hükümetler de vergi sistemi, bankalar ya da piyasa faaliyetleri üzerine

22 Uluslararası faiz farklılıklarının açıklanmasında işlem maliyetlerinin rolü ile ilgili bir çalışma için bkz. FRENKEL/LEVICH, 1977.

23 Geniş bilgi için bkz. İMKB, 1994: 108

24 Pratikte bu nitelikleri sağlamak için bazı önlemler alınmaktadır. Bu konuda geniş bilgi için; bkz. AYLING, 1986: 29-31.

kısıtlamalar koymak ya da var olanları kaldırmak suretiyle ekonomiye nüfuz ederek, para ve sermaye akımının hacmini ve oranını etkileyebilirler. Bununla birlikte Euro-piyasalar hükümet kontrollerinin ulaşamayacağı noktalarda kalmakta ve iç kısıtlamalara konu olmadıkları için birçok fırsatlar sunabilmektedirler.

Sermaye akımları üzerinde dolaylı yönden ağırlıklarını hissettiren sosyal faktörler ise, bir ülkenin sosyal ve siyasal istikrarı, nüfus yoğunluğu, demografik denge, eğitim düzeyi, etnik ve dini yapısı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların bileşkesinin sonucunda ortaya çıkan tabloya göre belirlenmektedir. Bunlardan en önemlileri sosyal ve siyasal istikrardır. Sosyal yapıdaki uyumsuzluk ve dengesizlikler her an sosyal patlamalara neden olabileceğinden, ekonomik ve politik istikrarı olumsuz etkileyerek, yabancı sermaye yatırım kararlarını ilgili ülke aleyhine dönüştürür. İstikrarsız bir politik ve sosyal çevrede hukuki ve mali çerçevelerdeki beklenmedik ve büyük değişikliklerin, belirli bir yatırımın ekonomik sonucunu şiddetli bir şekilde değiştirebileceği olasılığı, yabancı sermaye girişlerini olumsuz etkilemektedir.

Siyasi istikrar aynı zamanda devlet politikalarının sürekliliğini de kapsar. Sık sık iktidar değişimlerinin sonucunda ülke politikalarındaki istikrarsız değişimler, ilgili ülkeye olan uluslararası güveni azaltır. Bu bağlamda ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliği önemli bir unsurdur.

4. ULUSLARARASI FAKTÖRLER

Finansal fonların buldukları köken ülkeler ve bu fonları talep eden ülkelerin dışında bir bütün olarak dünya ekonomisindeki gelişmelerden kaynaklanan bu faktörlerden en önemlileri; uluslararası finansal sistemdeki gelişmeler ve uluslararası konjonktürdür. Uluslararası finansal sistemin düzenleyici çerçevesini uluslararası para sistemi oluşturmaktadır. Sistem, ülkelerin birbirleriyle olan sermaye ve ticaret hareketlerinin esaslarını belirlemektedir. Altın standardı, Bretton Woods Sistemi ve Uluslararası Para Fonu 20. yüzyıl uluslararası para sisteminin köşe taşlarını oluşturmaktadır.

1870'li yıllardan Birinci Dünya Savaşı'na kadar geçen sürede uluslararası finansal akımların oldukça önemli hacimlerde olması, uluslararası altın standardının işleme ile açıklanır (EICHENGREEN, 1991: 4). Altın standardında döviz kuru istikrarı, aksi takdirde yurtdışına yatırımı caydıracak olan kur risklerini minimize etmiş ve finansal fonların hareketliliğini artırmıştır.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında bir ürünü olan Bretton Woods uluslararası para sistemi de yürürlükte kaldığı dönem boyunca (1944-1973) uluslararası finansal sermaye akımlarını etkileyen en önemli faktör olmuştur.

Döviz kurlarının sabit tutularak uluslararası para ve ticaret sisteminde istikrarın korunması Sistem'in temelini oluşturduğundan, sermaye hareketleri kontrollere konu olmuş, özel sermaye dolaşımı yasaklanmış, yalnızca devletlerin kontrolündeki resmi sermaye hareketlerine izin verilmişti (Bkz. KINDLEBERGER, 1985: 15).

Sistem'in uygulandığı yıllarda, enflasyonla tüm fiyatlar ve değişim oranları değişirken, döviz fiyatlarının değiştirilmemesi (sabit kambiyo kurları), yani ülkeler arasında uyumlu bir döviz kuru politikası izlenmemesi, spekülasyon sermaye hareketlerini teşvik etmiştir. Bu çerçevede ilgili dönemde resmi transferler ve cari hesap işlemlerinin sonucu olan uluslararası ödemelerin yanı sıra en fazla uluslararası dolaşıma konu olan sermaye türü spekülasyon sermaye olmuş²⁵, bu fonların finansman kaynağını ise Euro-dolar piyasası ve çokuluslu şirketler oluşturmuştur.

Sistem'in uluslararası finansal yapının gereksinimlerini karşılayamaması ve 1973 yılı başlarında çökmesi ile birlikte finans literatüründe "*sistemsiz dönem*" veya "*çoklu sistem dönemi*" olarak adlandırılan ve günümüzde de devam eden yeni bir dönem başlamıştır. Bugün dünyada bütün ülkeler tarafından paylaşılan anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı bir uluslararası para sistemi yoktur. Bunun yerine sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine kadar değişebilen ve ülkelerin kendileri tarafından seçilebilen farklı uygulamalar bulunmaktadır. IMF uluslararası finansal ilişkileri düzenleme görevini sürdürmektedir. Ancak Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra üye ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırmak için IMF'nin kuruluş yasasında değişiklik yapılmıştır.

Bretton Woods sonrası dalgalı kur döneminde birçok ülkede daha esnek bir döviz kuru düzenlemesine geçme yönünde teorik ve pratik düzenlemeler yapılmış, sermaye piyasalarının artan ölçüde uluslararasılaştığı görülmüştür. Bu dönemde birçok gözlemci uluslararası sermaye hareketlerini engellemeye yönelik yüksek kur değişkenliği beklemekteydi. Daha ileri döviz kuru esnekliğinin, belirsizlik ortaya çıkarmak suretiyle spekülasyon kısa vadeli sınır ötesi akımları azaltabileceği öngörülmüş, (CALVO vd, 1996: 136), serbest dalgalanan döviz kurlarının, değişik ülkelerdeki fiyat seviyelerini eşitlemek suretiyle, otomatik olarak satın alma gücü paritesine yaklaştıracığı ve nominal döviz kurları dalgalanırken, reel kurların dalgalanmayacağı düşünülmüştü (KINDLEBERGER, 1985: 12). Ancak ortaya çıkan tablo bu öngörülerini doğrulamamıştır.

1980 sonrasında, uluslararası finans alanında önemli gelişmeler gözlenmiş, uluslararası finansal sistemde işlem yapma riski artmasına rağmen,

25 Bu spekülasyon akımları, Sistem'in yıkılışında önemli bir rol oynamışlardır.

fonların uluslararası hareketinde olağanüstü bir artış ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelerden en önemlileri; finansal liberalizasyon uygulamalarına paralel olarak, finansal kurumların faaliyet alanlarını ayıran sınırların azalması, sermayenin serbest dolaşımı, teknolojik ilerlemeler ve finansal alanda ortaya çıkan yeniliklerdir. Ayrıca özellikle düşük tasarruf ve yatırım darboğazına sıkışıp kalmış ülkelerin, yaşadıkları sorunu kısa vadeli finansal akımlarla aşmaya çalışmaları da, finansal sermaye mobilitesini artırıcı etki yapmıştır. Bu arada kurumsal düzeyde dikkatler daha çok uluslararası finansal akımları teşvik etmek ve koordine etmek üzerine yoğunlaştırılmıştır (AYLING, 1986: 53).

Daha önce de belirtildiği gibi, Batıda Bretton Woods para sisteminin çökmesinden ve dalgalı kurlar sistemine geçilmesinden sonra, döviz kurları arasındaki değişiklikler büyük kâr ve zararlara yolaçan bir süreç biçimini almıştır. Belirsizlik koşullarını ortadan kaldırmaya yönelik olarak finansal alanda yeni araçların yürürlüğe konulması, piyasalar arasında akan sermayenin hem miktar hem de hızını olağanüstü derecede artırmıştır²⁶. Kaufman bu yüksek sermaye mobilitesini swap, opsiyon ve gelecek sözleşmeleri gibi finansal teknik ve araçların kullanılmasındaki artışla açıklamaktadır (KAUFMAN, 1986: 88). Bu tür operasyonlar yoluyla çeşitli ülke paralarının gelecekteki değerleri hakkındaki belirsizliğin getirdiği risk, uluslararası finansal ilişkilerden kaldırılmış, böylece uluslararası finansal akımların önündeki önemli bir engel aşılmış ve bu durum hedging ve faiz arbitrajı çerçevesindeki finansal akımların artmasıyla sonuçlanmıştır.

Bu dönemde uluslararası finansal akımlara ivme kazandıran en önemli unsurlardan biri de, teknolojik gelişmelerdir. Bilgisayar ve enformasyon alanında yeni teknolojilerin uygulamaya konuluşu, bilgi akımlarını hızlandırmak suretiyle, arbitraj gibi kazançlı faaliyetleri kolaylaştırmış, finansal piyasalardaki işlem hacmini ve hızını görülmemiş ölçüde artırmıştır. Günümüzde dünyanın başlıca finans merkezleri arasında günün her saatinde işlem yapma olanağı oluşmuştur. Haberleşme teknolojisindeki olağanüstü gelişmeler yatırımcıların dünyanın herhangi bir yerindeki verimli yatırım fırsatlarından anında haberdar olmasını ve bu bilgiye dayanarak anında işlem yapabilmesini olanaklı hale getirmiştir. Diğer taraftan 1980'li yıllar, nispeten daha likit ve hemen hemen tamamen düzenleme dışı olan, büyüklüğü sadece ABD ve Japonya'daki önde gelen yurtiçi tahvil piyasalarıyla karşılaştırılabilen, uluslararası tahvil piyasalarında olağanüstü bir büyümeye tanıklık etmiştir (ALWORTH/TURNER, 1991: 135). İlgili dönemde özellikle Avrupa'lı ve Japon sermayedarlar fonlarını banka mevduatları olarak değerlendirmek yerine tahvil,

26 1980'lerde hızlanan finansal serbestleşme süreci finansal kurumların, kısmen tasarrufçuyu cezbetme, kısmen de bazı yasal kısıtlamalardan ve denetimden kurtulma amaçlarıyla yeni finansal araçlar icat etmelerini de hızlandırdı. Bu doğrultuda 1980'lerin sonunda finansal türevlerde hızlı bir artış ortaya çıktı (GIBSON, 1996: 222).

hisse senedi gibi kıymetli evrakları tercih etmişler, bu da uluslararası finansal akımların yönünü etkilemiş ve uluslararası tahvil piyasaları tahminlerin ötesinde canlanmıştır.

Euro-piyasaların dışında, yurtiçi sermaye piyasalarının uluslararasılaşmasına doğru da bir hareket oluşmuş, bu arada yeni piyasa türleri faaliyete geçmiştir²⁷. Japonya'nın yanısıra, Hong Kong, Singapur gibi gelişmekte olan ülkelerin birer finans merkezi olarak ortaya çıkması, uluslararası portföy oluşturulmasına getirilen kolaylıklar, borsaların kote edilmiş menkul kıymetler ve borsa üyeliği açısından hızla uluslararasılaşması, derecelendirme (rating) ve denetleme (auditing) hizmetlerinin uluslararası standartlarda yaygınlaşması, uluslararası bankacılık ve Euro-piyasaların işlem hacmindeki artış vb. gelişmeler de ilgili dönemde finansal sermaye akımlarındaki artışı açıklayan diğer uluslararası faktörlerdir.

Uluslararası finansal fonların akışında, 1945 sonrası dünyada oluşan ekonomik konjonktürün de önemli etkisi olmuştur. Daha önce de belirtildiği gibi, piyasa ekonomilerinde, konjonktürel olarak sermayenin kâr haddi düşmüş ve büyüme tıkanmış, bu da yöneticileri yeni arayışlara itmiştir. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin gereksinim duydukları dış finansman akımı global ekonominin konjonktürü ile yakından ilgilidir. Bu çerçevede dünya ekonomisinin büyüdüğü, dünya ticaret artış hızının yükseldiği dönemlerde, bir taraftan artan ihracat gelirleriyle ithalat ve yatırımların finanse edilme olanağı artmakta, diğer taraftan gelişmiş ülkelere ve uluslararası finans kuruluşlarından fon akımı sağlanması kolaylaşmaktadır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

İkinci Dünya Savaşı sonrasının ürünü olan ve özellikle Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasıyla birlikte önem kazanan uluslararası özel finansal akımlar olgusu, günümüzde dünya ekonomisine yön verecek boyutlara ulaşmış bulunmaktadır. Gelişmiş dünyada başlayıp, kısa sürede gelişmekte olan ülkelere de yayılan ve bu çerçevede geniş bir uygulama alanı bulan finansal liberalizasyon süreci, uluslararası finans literatüründe "*sermaye hipermobilitesi*" olarak adlandırılan bir dönemi başlatmıştır. Bu dönemde bir yandan, özellikle gelişmekte olan ülkelerin cari hesap açıklarından kaynaklanan dış finansman gereksinimlerinin kısa vadeli finansal akımlarla kolay bir şekilde karşılanma olanağı ortaya çıkmış; diğer yandan söz konusu sermaye akımları bu ekonomilerin finansal ve reel göstergelerini doğrudan doğruya etkiler duruma

27 Örneğin, uluslararası yatırımcılara kendi dış ticaret aktiviteleri ve yatırımları için geniş bir spekülasyon ve hedging alternatifleri sağlamak üzere, 1972'de Şikago'da açılan "*Uluslararası Para Piyasası*" bunlardan biridir (AYLING, 1986: 53).

gelmişlerdir. Bu etkilerin boyutunun ileri noktalara varması ve çoğunlukla olumsuz olması finansal akımların yeniden değerlendirilmesini zorunlu hale getirmiştir.

Finansal akımların olumsuz etkilerinden kaçınmak ve bu akımlardan ekonominin gereksinimleri doğrultusunda yararlanmak için her şeyden önce bu akımları hangi faktörlerin motive ettiğinin çok iyi bilinmesi gerekmektedir. Konu, reel-parasal, pozitif-normatif ve kısa-uzun dönem olmak üzere çeşitli boyutlara sahiptir. Genel bir bakış açısıyla bu akımları şu dört faktörün etkilediği söylenebilir:

- Finansal fonların bulunduğu köken ülkede ve bu fonları talep eden ülkelerdeki makroekonomik ve sosyal-siyasal faktörler
- Ülkeler arasındaki getiri-risk farklılıkları
- Çoğunlukla ilgili ülkelerin denetimleri dışında olan uluslararası faktörler

Sermaye arzedicileri açısından en önemli unsur, ellerindeki fonları için mümkün olabilecek en düşük riskle en yüksek getiriyi elde edebilecekleri yatırım ortamlarına ulaşabilmektir. Uluslararası bireysel ve kurumsal yatırımcıların temel amacı yönetimlerindeki portföylere en kısa süre içerisinde en yüksek getiriyi sağlamaktır. Bu nedenle uluslararası finansal piyasalarda yüksek getiri alternatiflerinin oluşması ile yabancı sermaye yön değiştirmektedir. Sermaye talep eden taraf açısından ise (kamu kesimi ve özel kesim) gereksinim duydukları fonları en düşük maliyetle elde etmek önemlidir. Konunun bu iki boyutu arasında global ve mikro bazda olmak üzere çeşitli faktörler yer almaktadır. Bu anlamda finansal sermayenin arzedildiği ülkelerde getiri oranlarının düşmesi, yatırım riskliliğinin artması gibi faktörler ön plana çıkmakta; sermayenin talep edildiği ülkelerde ise sosyal, siyasal ve ekonomik istikrar önem kazanmaktadır.

Kaynakça

- AKYÜZ, Yılmaz. (1993), "On Financial Openness in Developing Countries," *International Monetary and Financial Issues for The 1990s*, Research Papers for The Group of Twenty-Four, (New York: UNCTAD), (Vol.II): 110-124.
- ALLEN, Polly Reynolds. (1973), "A Portfolio Approach to International Capital Flows," *Journal of International Economics*, 3: 135-160.
- ALWORTH, Julian S./TURNER, Philip. (1991) "The Global Pattern of Capital Flows in The 1980s," SIEBERT, Herst (Eds.), *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990* (Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel): 121-158.
- APPLEYARD, R/FIELD, Alfred J. (1992), *International Economics* (R.R. Donnelley & Sons Company, Boston).
- AYLING, D.E. (1986), *The Internationalization of Stockmarkets* (Gower Publishing Company Ltd, Cambridge University Press).

- BORATAV, Korkut. (Şubat 1995), "Sıcak Para: Geçici Rafahtan Krize," *Ekonomik Forum*, 14-16.
- CALVO, Guillermo A./LEIDERMAN, Leonardo/REINHART, Carmen M. (Spring 1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in The 1990s," *Journal of Economic Perspectives*, 10/2: 123-139.
- CARDOSO, Eliana/GOLDFAJN, Ila (September 1997) "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls," *IMF Working Paper*, 97:115.
- CLAESSENS, Stijn/DOOLEY, Michael P./WARNER, Andrew (1994), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?," HOWEL, Mike J. (Eds.), *Investing in Emerging Markets*, Euromoney Publications PLC (Nestor House, Playhouse Yard. London): 55-79.
- EICHENGREEN, Barry. (1991), "Trends and Cycles in Foreign Lending," SIEBERT, Herst (Eds.), *Capital Flows in The World Economy: Symposium 1990* (Institut Für Weltwirtschaft An Der Universität Kiel): 3-28.
- ESEN, Oğuz. (Kış 1997), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri," *Ekonomik Durum* (Türk-İş Araştırma Merkezi, Ankara): 152-157.
- EUROMONEY. (September 1991), *Country Risk*.
- FRENKEL, Jacob A./LEVICH, Richard M. (December 1977), "Transaction Costs and Interest Arbitrage: Tranquil versus Turbulent Periods," *Journal of Political Economy*, Vol.85.
- GIBSON, Heather D. (1996), *International Finance: Exchange Rates and Financial Flows in The International Financial System* (London, New York, Longman).
- GOLDSTEIN, Morris/MATHIESON, Donald J./LONE, Timothy (March 1991), "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows," *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows* (International Monetary Fund Occasional Paper 77, IMF Washington DC): 1-45.
- GOOPTU, Sudarshan. (1994), "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets," HOWEL, Mike J. (Eds.), *Investing in Emerging Markets*, Euromoney Publications PLC, (Nestor House, Playhouse Yard. London): 17-43.
- HAQUE, Nadeem/MONTIEL, Peter J. (September 1991), "How Mobile is Capital in Developing Countries?," *Finance and Development* (Vol.28, Number 3): 38-40.
- HARRINGTON, Diana R. (1990), *Modern Portfolio Theory, The Capital Asset Pricing Model, and Arbitrage Pricing Theory: A User's Guide* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.) (Second Edition).
- HODJERA, Zoran. (November 1973), "International Short-Term Capital Movements: A Survey of Theory and Empirical Analysis," *IMF Staff Papers*: 683-739.
- IVERSEN, Carl. (1967), *Aspects of Theory, International Capital Movements* (New York: Augustus M. Kelley Publishers).
- İMKB Araştırma Müdürlüğü. (Kasım 1994), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye* (İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları No:3).
- JOHNSTON, R. Barry/DARBAR, Salim M./ECHEVERRIA, Claudia. (November 1997), "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from The Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand" *IMF Working Paper*, 97:157.
- KAUFMAN, Henry (1986), *Interest Rates, The Markets and The New Financial World* (London: I.B. Tauris & Co Ltd.).
- KHAN, Mohsin S./CHEN, Zihouhi (1997), "Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective," *IMF Working Paper*, 97:13.
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut. (1996), "Döviz Kurlarının Oluşumuyla İlgili Kuramlara Giriş," KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (Ed.) *Uluslararası Makroiktisat: Okumalar* (Ankara): 120-146.

- KIDWELL, David S./PETERSON, Richard L./BLACKWELL, David W. (1993), *Financial Institutions, Markets and Money* (Orlando: The Dryden Press) (Fifth Edition).
- KINDLEBERGER, Charles. (1985), "The Functioning of Financial Centers: Britain in The Nineteen Century, The United States since 1945," *A Symposium in Honor Arthur I. Bloomfield* (Princeton, New Jersey: Princeton University): 7-18.
- Le FORT V., Guillermo/BJDNEVICH L. Carlos. (1997), "Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences," *International Monetary and Financial Issues For The 1990s: Research Papers for The Group Twenty-Four* (New York and Geneva: Unctad, United Nations) (Vol. VIII).
- LLEWELLYN, David T. (1980), *International Financial Integration: The Limits of Sovereignty* (London: The Macmillan Press. Ltd).
- LLEWELLYN, David T. (1988), "Financial Intermediation and Systems: Global Integration," FAIR, D.E./de BOISSIEU, C. (Eds.), *International Monetary and Financial Integration: The European Dimension* (Kluwer Academic Publisher, Dordrecht): 239-260.
- MARKOWITZ, Harry M. (1952), "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, March, 1952: 71-91.
- PATEL, Jayendu/ZECKHAUSER, Richard J./HENDRICKS, Darryll (1995), "Investment Flows and Performance: Evidence From Mutual Funds, Cross-Border Investments, and New Issues," SATO, Ryuzo / LEVICH, Richard M. / RAMACHANDRAN, Rama V. (Eds.), *Levich, Rama V. Ramachandran, Japan, Europe and International Capital Markets: Analytical and Empirical Perspectives* (Cambridge University Press): 51-72.
- PINDYCK, Robert S. (June 1984), "Risk, Inflation and The Stock Market," *The American Economic Review*, (Vol. 74, No.3): 335-351.
- ROJAS-SUAREZ, Liliana (March 1991), "Risk and Capital Flight in Developing Countries," GOLDSTEIN, Morris/MATHIESON, Donald J./LONE, Timothy (Eds.), *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows; IMF Occasional Paper 77* (Washington DC.): 83-92.
- STEIN, Jerome L. (1991), *International Financial Markets: Integration, Efficiency, and Expectations* (Cambridge, Massachusetts: Basil Blackwell).
- STOCKMAN, Alan C./SVENSON, Lars E. O. (1987), "Capital Flows, Investment, and Exchange Rates," *Journal of Monetary Economics*, 19: 171-201.
- VAN HORNE, James. (1990), *Financial Market Rates and Flows* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall) (Third Edition).
- YILDIZ, Rifat. (1988), *Bankacılıkta ve Dış Ticaretle Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması*, (İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları).