

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**132653**

**AVRUPA BİRLİĞİ'NE ÜYE OLMAYAN AKDENİZ  
ÜLKELERİNİN SERMAYE HAREKETLERİ**

132653

Mühendis Özgür BİLGİLİ

SBE İktisat Ana Bilim Dalında Hazırlanan

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Sema KALAYCIOĞLU

İSTANBUL, 2003

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
KURULUŞ MERKEZİ**

# İÇİNDEKİLER

|                        |      |
|------------------------|------|
| KISALTMA LİSTESİ ..... | III  |
| ŞEKİL LİSTESİ.....     | IV   |
| TABLO LİSTESİ.....     | V    |
| ÖNSÖZ .....            | VI   |
| ÖZET .....             | VII  |
| ABSTRACT.....          | VIII |

|             |   |
|-------------|---|
| GİRİŞ ..... | 1 |
|-------------|---|

|   |    |
|---|----|
| 1. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE SERMAYE HAREKETLERİ.....*   | 4  |
| 1.1 Avrupa Birliği'nde Sermaye Hareketleri.....   | 4  |
| 1.1.1 Avrupa Birliği'nde Birincil ve İkincil Sermaye Direktifleri .                                   | 6  |
| 1.1.2 Beyaz Kitap ve 1988 Direktifi... ..   | 7  |
| 1.1.3 Maastricht Antlaşması ve Sermaye Hareketleri.....   | 9  |
| 1.2 Avrupa Birliği'nde Sermaye Hareketlerine Uygulanan<br>Kontrollerin Kaldırılmasının Nedenleri..... | 10 |
| 1.3 Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasaları ..  | 13 |

|   |    |
|---|----|
| 2. AVRUPA BİRLİĞİ'NE ÜYE OLMAYAN AKDENİZ ÜLKELERİ<br>AÇISINDAN SERMAYE HAREKETLERİ.....         | 17 |
| 2.1 Güney Akdeniz Bölgesi(GAB).....   | 17 |
| 2.2 Güney Akdeniz Bölgesi'nin AB İle Olan İlişkileri .....                                      | 20 |
| 2.2.1 AB Güney Akdeniz Bölgesi İlişkileri ve MEDA I Programı .....                              | 23 |
| 2.2.2 AB Güney Akdeniz Bölgesi İlişkileri ve MEDA II Programı.....                              | 25 |
| 2.2.3 MEDA ve Akdenizli Ortaklar.....   | 25 |
| 2.3 GAB Ülkelerinde Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi ....                                  | 27 |
| 2.3.1 GAB Ülkelerinde Maliye Politikası ve<br>Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi .....              | 32 |
| 2.3.2 GAB Ülkelerinde Para Politikası, Döviz Kurları ve<br>Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi ..... | 35 |

|   |    |
|---|----|
| 2.3.3 GAB Ülkelerindeki Finansal Sektörlerin              |    |
| Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi .....                      | 37 |
| 2.3.4 GAB Ülkelerinde Piyasa Odaklılık ve                 |    |
| Yabancı Sermaye Yatırımlarına Etkisi ..                   | 41 |
| 2.4 GAB Ülkelerinde Doğrudan Sermaye Hareketleri ....     | 42 |
| 2.5 GAB Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları...               | 48 |
| <br>  |    |
| SONUÇ.....  | 54 |
| KAYNAKLAR .....   | 58 |
| EKLER.....  | 61 |
| EK 1: Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Bu Hareketlerin |    |
| Ülke Ekonomilerindeki Yeri ve Etkisi.....                 | 61 |
| EK 2: Yıllar İtibari ile GAB Ülkeleri Ödemeler            |    |
| Bilançoları –Milyon USD .....                             | 69 |
| ÖZGEÇMİŞ .....  | 73 |

## KISALTMA LİSTESİ

|               |   |
|---------------|---|
| <b>AB</b>     | : Avrupa Birliği  |
| <b>AET</b>    | : Avrupa Ekonomik Topluluğu                             |
| <b>BASLE</b>  | : Bank For International Settlement                     |
| <b>EFTA</b>   | : European Free Trade Association                       |
| <b>FDI</b>    | : Foreign Direct Investment                             |
| <b>GAB</b>    | : Güney Akdeniz Bölgesi                                 |
| <b>GATT</b>   | : General Agreement on Tarriffs and Trade               |
| <b>GDP</b>    | : Gross Domestic Product                                |
| <b>GNP</b>    | : Gross National Product                                |
| <b>IMF</b>    | : International Monetary Fund                           |
| <b>MEDA</b>   | : Mediterranean Economic Development Area               |
| <b>MENA</b>   | : Middle East & North Africa                            |
| <b>MNEC</b>   | : Mediterranean non European Community Countries        |
| <b>NAFTA</b>  | : North American Free Trade Agreement                   |
| <b>OECD</b>   | : Organization for Economic Cooperation and Development |
| <b>UNCTAD</b> | : United Nations Conference on Trade and Development    |
| <b>YASED</b>  | : Yabancı Sermaye Derneği                               |



## ŞEKİL LİSTESİ

### Sayfa No

- Şekil 2.1** : Net Özel Sermaye Akımları, 1996 –1997 Ortalama  
(GDP'nin yüzdesi olarak) ..... 31
- Şekil 2.2** : Merkezi Hükümet Harcamaları, 1996 –1997 Ortalama  
(GDP'nin yüzdesi olarak) ..... 32
- Şekil 2.3** : Yeni Sanayileşmekte Olan Ülkelere Yönelik Doğrudan Sermaye  
Hareketlerinin Bölgesel Dağılımı 2001-2002..... 43



## TABLO LİSTESİ

### Sayfa No

|  |    |
|--|----|
| <b>Tablo 2.1</b> : Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri Bazı Temel Büyüklükleri.....   | 18 |
| <b>Tablo 2.2</b> : AB ve GAB Ülkeleri İthalat-İhracat verileri.....  | 20 |
| <b>Tablo 2.3</b> : MEDA I (1995-2000) İki Taraflı ve Bölgesel İşbirliği, GAB Ülkelerine Göre Taahhüt ve Ödemeler Dağılımı.....                               | 24 |
| <b>Tablo 2.4</b> : Cari Hesap ve Sermaye İşlemleri Üzerindeki Kontroller.....  | 28 |
| <b>Tablo 2.5</b> : Doğrudan Sermaye Hareketleri 1985-2002( Milyar USD).....  | 42 |
| <b>Tablo 2.6</b> : GAB Ülkelerine Yönelen Doğrudan Sermaye Hareketleri 1997-2002 Yılları ( Milyon USD) .....   | 44 |
| <b>Tablo 2.7</b> : UNCTAD Raporuna Göre Sınır Ötesi Yatırımcılar Tarafından GAB Ülkelerinde Gerçekleştirilen Şirket Birleşme ve Ortaklıkları-Milyon USD..... | 46 |
| <b>Tablo 2.8</b> : UNCTAD Raporuna Göre FDI Çekme Performansı.....   | 46 |
| <b>Tablo 2.9</b> : GAB Ülkelerinin Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı.....  | 50 |
| <b>Tablo 2.10</b> : GAB Ülkelerinin Menkul Kıymet Borsalarının Temel Özellikleri ve Ticareti Yapılan Ürünler.....  | 51 |
| <b>EK 1</b> : Sermaye Hareketleri Kapsamında Yer Alan İşlemler.....  | 62 |
| <b>EK 2</b> : Yıllar İtibari ile GAB Ülkeleri Ödemeler Bilançoları-Milyon USD.....   | 69 |

## ÖNSÖZ

İkinci Dünya Savaşı sonrası yeniden canlanan Batı ekonomilerinin yarattığı sermaye birikimi özellikle geçtiğimiz 30 yılda çok hızlı biçimde dünya ölçeğinde yer değiştiren bir kütle haline dönüşmüştür. Bu para kütlelerinin özellikle hedefi ise “küreselleşme” ideolojisine ayak uydurmaya çalışan “yeni sanayileşmekte olan ülkeler” olmuştur. Ekonomilerine akan bu sermayeden kalkınmanın temel kaynağı olarak faydalanan söz konusu ülkeler aynı zamanda bu para kütlelerinin ani tepkileri nedeniyle sık sık finansal krizler de yaşamışlardır.

Bütün ülkelerde sermaye hareketlerinin yönetilmesi, ülke içine sermaye girişinin sağlanması arzu edilen bir durum olmuştur. Sermaye ise hiçbir engelle karşılaşmadan hareket edebileceği, serbestisinin en fazla olduğu ülkeleri tercih etmektedir. Bu sebeple makroekonomik politikalar üretilirken sermaye hareketlerinin bu politikalara vereceği tepkilerin de göz önüne alınması gerekmektedir.

Bu çalışmada, “Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri”nde sermaye hareketleri konu alınmakta ve sermaye hareketleri bu ülkelerin mevcut yapıları göz önüne alınarak incelenmektedir. Araştırmam sırasında bazı ülkelerde iktisadi bir veri bankasının henüz oluşmamış olması sebebiyle bir takım ülke bilgilerine ulaşmakta oldukça güçlük çektiğimi ve hatta ulaşamadığımı belirtmek isterim. Çalışmalarımı yürütürken bana yol gösteren, yardımcı olan tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Sema Kalaycıoğlu’na, desteğini hiçbir zaman esirgemeyen aileme ve arkadaşlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

Eylül, 2003

## ÖZET

Bu çalışmada İkinci Dünya Savaşı sonrasında Batı ekonomilerinde oluşan tasarruf fazlasının küresel gezisi ve bunun yeni sanayileşmekte olan piyasalara etkisi analiz edilmektedir. Araştırma temel olarak yeni sanayileşmekte olan ülkeler arasında yer alan Avrupa birliğine üye olmayan Akdeniz ülkelerinde (MNEC) sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalara ve piyasa yapılarına odaklanmıştır. Bölge ülkelerinde gerçekleşen doğrudan sermaye yatırımları, menkul kıymet borsaları ve Avrupa-Akdeniz mali işbirliği süreci incelenmiştir. MNEC'ler sahip oldukları yüksek büyüme potansiyellerini sermaye hareketlerine daha fazla serbesti tanıyarak ve piyasa ekonomisi kurallarını uygulayarak açığa çıkartabilirler.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrudan sermaye yatırımları, yeni sanayileşmekte olan ülkeler, Avrupa birliğine üye olmayan Akdeniz ülkeleri, sermaye hareketleri, Avrupa-Akdeniz mali işbirliği süreci



## **ABSTRACT**

In this study, the global journey of saving surplus in Western economies after World War II and its effects on emerging markets is investigated. The research focused that capital account liberalization and market structure into Mediterranean non European Community Countries(MNEC) in emerging markets. In this region countries, foreign direct investment, stock exchanges and the Europe- Mediterranean financial partnership process examined. High growth potential of the MNEC increased that liberalize more capital movement and more market oriented system.

**Keywords:** Foreign direct investment, emerging markets countries, Mediterranean non European Community Countries, capital movements, Europe- Mediterranean financial partnership process.



## GİRİŞ

1970'li yıllarda dünyada yaşanan ekonomik buhran sonrası Bretton Woods sisteminin sona ermesi, küreselleşme olgusunun dünya ekonomilerine hakim olmaya başlaması ve ulusal ekonomilerin entegrasyonu sonucunda sermaye hareketleri yeni ekonomik düzenin en belirleyici unsurlarından biri haline gelmiştir.

Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların başından itibaren çözülmeye başlaması ve sermaye akımlarının nitelik değiştirip, özellikle resmi ve doğrudan kanallardan özel ve dolaylı finansman kanallarına kaymasının ardından söz konusu akımların ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerine ve yarattıkları sorunlara yönelik tartışma ve araştırma gündemi de değişmiştir. Kambiyo denetimlerinin gevşetilmesi ile küresel çapta dolaşım serbestisi kazanan sermaye, ödemeler bilançosunda cari işlemler kalemi ile arasındaki bağı koparmış; mal hareketinden bağımsız bir biçimde dolaşan, ulusal ekonomilerin finansman ihtiyacını karşılamak yerine daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif ve giderek büyüyen bir para hacmi haline dönüşmüştür. Nitelik ve nicelik değiştiren bu para kütlesi özellikle 1990'lı yıllarda giderek artan bir ölçüde gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Bu ülkeler kendilerine yönelen sermaye hareketleri sayesinde geniş kaynak kullanma imkanına sahip olmuş, büyüme performanslarını yükseltmişlerdir. Ancak sermaye hareketlerinin edindiği yeni karakter ve işlev aynı zamanda bu ülkelerde finansal krizlerin de yaşanmasına sebep olmuştur. 1980'lerdeki dış borç krizinin ardından, 1990'lar gelişmekte olan ülkeler için finansal krizler dönemi olarak tarihe geçmiştir. Artık ülkeler finans piyasalarını oluşturma ve güçlendirme aşamasında sermaye hareketlerinin etkisini, sermaye hareketlerini kontrol edebilmek için de uyguladıkları faiz oranı, döviz kuru ya da vergi uygulamalarını dikkate almak, uygun makroekonomik politikalar izlemek zorundadırlar.

Avrupa Birliğine üye olmayan Akdeniz ülkeleri (MNEC), diğer bir ifade ile “Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri” de gelişmekte olan ülkeler arasındadır. Bu ülkeleri dünyadaki diğer benzerlerinden ayıran özellik taşıdıkları ortak zengin kültürel miras ve çok eskilere dayanan köklü ilişkilerdir. Savaşlar ve çeşitli ülkelerin sömürgesinde geçen yıllar neticesinde bölge ülkeleri kendi içlerine kapalı kalmışlar, dış dünyaya karşı ilişkilerini belli bir düzeyde tutmuşlardır. Pek çok ortak noktaya sahip olmalarına rağmen bu ülkeler birbirleri olan ilişkilerinde dahi mesafelidirler. Benzer şekilde Akdeniz’in kuzey yakasında yer alan Avrupa ülkeleri ile de köklü bağları olmalarına rağmen Avrupa ülkelerindeki gelişmelerden, sanayileşmeden uzak kalmışlardır. Gelişmişlik açısından içinde buldukları olumsuz durumun farkında olan “Güney Akdeniz Bölgesi” ülkeleri hızla sanayileşmek, bunun içinde fon, kaynak temin etmek arzusu içindedirler. Ancak küreselleşen dünyada fon temin edilmesinde de ülkeler arası yoğun bir rekabet vardır. İstenilen fonları ülke içersine çekmek için ülkelerin sermaye hareketlerine serbestlik tanımak gibi öncelikli olarak sağlamaları gereken bir takım koşullar vardır. Sermayeyi içine çeken ülke için bir maliyet unsuru olan, sermayenin getirisi de fon sağlayanlar için önemlidir. Ülkeler en kısa zamanda bu maliyeti minimize etmek durumundadırlar. Bu durumda sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi, ülke içine çekilmesinin yanında ülke içine çekilen sermayenin uygun yatırım alanlarında kullanılarak optimal faydanın sağlanması gerekmektedir.

Küreselleşme olgusu ile birlikte serbest dolaşımda olan sermaye hareketlerinin yaratabileceği olumlu veya olumsuz gelişmeler gelişmekte olan ülkeler açısından çeşitli tereddütler doğurmaktadır. Özellikle de dünyadaki teknoloji ve sanayi alanındaki gelişmelerle geç tanışmış bulunan “Güney Akdeniz Bölgesi” ülkeleri gibi ülkelerde bu tereddütler daha da fazladır. Bu çalışmada Avrupa Birliğine üye olmayan Akdeniz ülkelerinin sermaye hareketleri, sahip oldukları kısıtlar, bu konuda taşıdıkları gelişme potansiyeli ve sermaye hareketlerinin çeşitleri açısından incelenmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde Avrupa Birliği'nin sermaye hareketlerini serbest bırakma ve birlik normlarını oluşturma yönündeki çabaları incelenerek, bu konuda uygulanan kontrollerin kaldırılma nedenleri ve AB'de oluşturulması planlanan ortak sermaye piyasaları kavramından bahsedilmektedir.

İkinci bölümde AB ile ortak oluşturulan Avrupa-Akdeniz mali ortaklık süreci ve Avrupa Birliğine üye olmayan Akdeniz ülkelerinin sermaye hareketleri değerlendirilerek, bu hareketlerin serbestleştirilmesi için yapılması gereken çalışmalar anlatılmaktadır. Bu kapsamda ülkelerdeki dolaysız sermaye yatırımları ve menkul kıymet borsalarının yapıları incelenmektedir.

Ayrıca "Ek 1" olarak da sermaye hareketlerinin tanımı, türleri ve bu türlere bağlı olarak hangi amaçlarla gerçekleştirildiği üzerinde durulmakta olup, bu kapsamda özel mali sermaye akımları, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve kalkınma amaçlı resmi sermaye yatırımları ile ilgili bilgi verilmektedir.

## 1. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE SERMAYE HAREKETLERİ

### 1.1. Avrupa Birliği'nde Sermaye Hareketleri

Avrupa Birliği(AB)'ni kuran ülkelerin her biri sanayileşmesini tamamlamış ve ekonomik açıdan oldukça gelişmiştir. Gelişmiş piyasalar ve dünyanın en büyük finansal merkezlerinden bir kısmı burada yer almaktadır. Bu ülkelerin yaşadığı ekonomik değişimler dünya ekonomisi üzerinde de derin izler bırakmaktadır. Her bir ülke bireysel olarak zaman içerisinde sermaye hareketlerine ilişkin çeşitli politikalar izlemiş ve bunların sonrasında bu hareketlere tamamen serbesti sağlanmasını temel politika olarak benimsemiştir. Bu ülkeler AB'ni kurmalarına kadar geçen süreçte eski tecrübelerinden yararlanarak sermaye hareketlerini yeniden yapılandırmışlardır. Bu bölümde temel olarak bu yapılandırma sürecinden bahsedilecektir. Sermaye hareketlerine serbestlik tanımak, ülke içine daha fazla sermaye çekmek isteyen ülkeler açısından bu süreçten çıkarılması gereken pek çok ders bulunmaktadır.

Günümüzde gelişmiş ülkeler arasında olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler arasında da yaygın olarak destek gören uluslararası ekonomik birleşmeler; ülke grupları arasındaki serbest ticaret sahalarının(EFTA, NAFTA, Arap Mağrep Birliği vs), gümrük birliklerinin(Baltık Gümrük Birliği, Merkezi Afrika Gümrük ve Ekonomik Birliği vs.), ortak pazarların(Arap ortak pazarı, Orta Amerika ortak pazarı vs.) AB gibi ekonomik ve parasal birliklerin oluşumunu içermektedir. Ekonomik birlikler oluşturulurken mal ve faktör hareketlerine konulan tüm sınırlamaların kalkmış olması tam bir bütünleşme için yeterli bulunmamakta olup, para ve sermaye piyasaları ile ilgili düzenlemeler yapılmadan reel anlamda bütünleşme gerçekleşmemektedir. Kaynak ve gelir transferlerine neden olan parasal gelişmelerin önüne geçmek büyük sorunları da beraberinde getirmekte, para ve sermaye piyasalarının maruz kalacağı olaylar, reel sektördeki hakim olan dengelerinde yeni baştan kurulmasını gerektirmektedir.

AB'yi kuran anlaşmanın amaçlarını gerçekleştirmek için yapılması öngörülen hususların en önemlilerinden bir tanesi, üye devletler arasında malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımını sınırlayan engellerin kaldırılmasının sağlanmasıdır. Bu şekilde sınırları olmayan bir iç pazar ön görülmektedir.

1952’de Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğunun oluşturulmasından sonra, altı kurucu üye mevcut işbirliğinin hızla bir ortak pazar ve gümrük birliğine doğru genişletilmesi yönündeki isteklerini beyan etmiştir. Roma Antlaşması müzakerelerinin temelini oluşturan Spaak Raporu’nda Ortak Pazar’ın düzgün işleyebilmesi için ana üretim faktörlerinin(sermaye ve işgücü ) serbest dolaşımının şart olduğu belirtilmiştir. Ancak üye ülkelerin sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucunda farklı para politikalarının doğuracağı spekülasyon akımlarıyla ilgili endişeleri, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini geri plana itmiştir. Böylece sadece doğrudan yatırım ve menkul kıymet işlemleri gibi bazı ana sermaye işlemlerine öncelik verilmiştir.

1 Ocak 1958’de yürürlüğe giren Roma Antlaşması dört temel serbestlik ilkesine dayanmaktadır: Malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımı. Bu prensiplerle birlikte Antlaşma, topluluğun temellerini dört ana bölüm altında toplamıştır.

- (i) Malların serbest dolaşımı
- (ii) Tarım
- (iii) Kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımı
- (iv) Ulaştırma

Antlaşma, bu serbestlik ve hedeflerin gerçekleşmesinde herhangi bir öncelik belirtmemiş olmasına rağmen, topluluk uzun süre ilk iki temel hedefe yoğunlaşmıştır. Diğer iki temel hedef, özellikle de sermayenin serbest dolaşımı çok daha sonra gerçekleşmiştir. Öyle ki Antlaşma’nın 63-67. maddeleri sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik yöntemi düzenlemiştir. Ancak 1994 yılına kadar sermaye hareketleri ile ilgili topluluk mevzuatı çıkarılan direktiflere(ikincil mevzuat) dayandırılmıştır.

### 1.1.1. Avrupa Birliği'nde Birincil ve İkincil Sermaye Direktifleri

Birinci Sermaye Direktifi'nin kabulü (11.5.1960 60/43/EEC Tarih-Sayılı Direktif) AET Antlaşması Madde 67(1)'in hedeflerinin uygulanması yönündeki ilk ciddi girişim olmuştur. İki yıl sonra değişikliğe uğramış olarak yürürlüğe giren diğer direktif, eskisinin üzerinde bazı değişiklikler yapmıştır. Bu iki direktif yaklaşık otuz yıl süreyle topluluk içindeki sermaye hareketlerinin yasal temelini oluşturmuştur.

Altmışlı yılların başı, üye ülkelerin çoğunun sabit kur rejimi çerçevesinde para politikalarının bağımsızlığını korumak amacıyla katı kambiyo kontrolleri uyguladığı bir dönem olmuştur. Dolayısıyla, ortak bir Pazar oluşturma hedefi çerçevesinde sermaye hareketlerinin tedricen serbest bırakılması yönündeki siyasî irade, üye ülkelerin ekonomileri üzerindeki olası olumsuz etkileri göz önüne almak zorunda kalmıştır. Bu sebeple ilk iki direktif oldukça mütevazı hedeflere sahiptir.

İlk direktif, üye ülkelerin kayıtsız ve şartsız olarak ticaretle ilgili kısa ve orta vadeli kredileri, doğrudan yabancı sermaye yatırımları(FDI) ve kayıtlı hisselerle ilgili işlemleri serbest bırakmalarını öngörmüştür. AET Antlaşması Madde 67(1)'e göre bu işlemlerin Ortak Pazar'ın fiziki oluşumu üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır. Böylece, mal ve hizmet ticaretinin ticari kredilerdeki kısıtlamalar nedeniyle engellenmesinin önüne geçilmesi; doğrudan yatırım serbestisinin, şirketlerin AET'nin diğer piyasalarında bağılı kuruluşlar açmalarını sağlaması ve böylece rekabeti desteklemesi öngörülmüştür. Kayıtlı hisselerle ilgili sınır ötesi işlemlerin serbestleşmesinin ise yatırımcıların diğer AET hisselerine yatırım yapmalarını sağlaması hedeflenmiştir. Bu hükümler sadece topluluk içi akımlara uygulanmak üzere tasarlanmıştır. İlk direktife sadece ek bir görev üstlenen ikinci direktif(63/21/EEC Tarih-Sayılı Direktif) ile hizmetler için de kısa ve orta vadeli krediler de serbest hale getirilmiştir. Aslında iki direktif de çoğu üye ülkede zaten mevcut olan serbestlik uygulamalarını büyük ölçüde genelleştirmiştir. Bu direktifler ileride uygulamalar için bir temel teşkil etmiştir. Öte yandan üye ülkeler dışındaki üçüncü ülkelere yönelik sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar; uyruk, ikamet yeri ya da yatırım yerine göre yabancı menkul kıymet işlemlerinin büyük bir bölümüne ve kısa vadeli sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar da bu direktiflerin kapsamını daraltmıştır.

1962 yılından sonra AET'deki enflasyonist baskılar ve ekonomilerde görülen bozukluklar bazı üyelerde ödemeler dengesi bozulmalarına yol açarken, diğerleri yerel para politikalarını tehdit eden büyük boyutta kısa vadeli sermaye akımları ile karşı karşıya kalmıştır. Bu şartlarda sermaye hareketlerini daha da serbestleştirmeye yönelik planlar, üye ülkelerin para politikası araçlarını destekleyecek ve spekülasyon sermaye akımlarını önleyecek kambiyo kontrollerini sürdürme yönündeki güçlü istekleriyle çatışmıştır. Genel olarak, AET içindeki ekonomi politikalarındaki koordinasyonsuzluk sermaye liberalizasyonu sürecinin tıkanmasının temel nedeni olarak görülmüştür. Üzerine gelen 1970'lerde enerji krizi, 1973'de Bretton Woods düzenlemelerinin ve kur rejiminin çökmesi de topluluk mali piyasalarını sarsmış, sermaye hareketleri serbestisi konusunda daha ileriye adım atılmasının önüne geçmiştir.

### **1.1.2. Beyaz Kitap ve 1988 Direktifi**

Üye ülkeleri etkileyen ekonomik ve parasal çalkantılardan, Ortak Pazar'ın nihai hedefleri açısından en büyük tehdidin, ticaret ve sermaye kısıtlamalarından çok, üye ülkelerin iç dengesizlikleri olduğu sonucu çıkartılmıştır. Dolayısıyla ekonomi politikalarının koordinasyonunun güçlendirilmesi gerekmektedir. Bu durum aynı zamanda ekonomik ve parasal birliğin son aşaması için gerekli olan kurların istikrarı ve ortak para sistemi içinde çok önemlidir. Kurların istikrarlı bir yapıya kavuşması sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun sağlanmasında da önemli bir rol oynayacaktır.

1985 yılında Avrupa Komisyonu'nun iç pazarın tamamlanması konusunda hazırladığı "Beyaz Kitap" adlı program aşağıda yer alan hususlara dikkat çekmiştir.

- Üye ülkeler arasındaki farklılıkların giderilmesi
- Sürekli büyüyen bir iç Pazar oluşumunun esas alınması
- Ortak Pazar'da malların ve kişilerin serbest dolaşımıyla birlikte sermaye ve hizmetlerdeki serbesti ile tasarrufların en etkin ekonomik alanlara kanalize edilmesi(Tur,2000:142).



Böylece bankacılık, sigortacılık ve menkul kıymet piyasalarından oluşan mali hizmetler alanında yepyeni bir boyut açılmıştır. Beyaz kitap, mallar açısından geniş ölçüde bir ortak pazar yaratılmış olduğuna, hizmetler ve özellikle mali hizmetler alanındaki gelişmenin Avrupa ekonomisi açısından hayati önemine işaret etmiştir.

Kitap ile, liberalizasyona ilişkin düzenlemelerin üye ülkelerde uygulanmasında mevzuat farklılıklarının giderilmesi ve üyeler arasında gerekli yakınlaşma ve uyumun sağlanması için iki ülke arası yapılan işlemlerde bir ülkenin tanıdığı hakları diğlerinin de tanınmasını öngören karşılıklı tanıma esası getirilmiştir .

Beyaz Kitap, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine ilişkin çıkarılan ilk iki direktife işlerlik kazandırmıştır. Liberalizasyona geçiş iki aşamada tamamlanacaktır. Birinci aşama Ortak Pazar'ın iyi işlemesi ve finansal uyum için zorunlu olan sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların ortadan kaldırılmasıdır. İkinci aşamada ise, kısa vadeli sermaye hareketlerini de içeren tam liberalizasyona ulaşılmıştır.

1988 yılında çıkarılan direktif (88/361/EEC Tarih-Sayılı Direktif) sermaye hareketleri ile ilgili önceki tüm direktiflerin yerini alan ve topluluk içi bütün sermaye hareketlerini tamamen serbestleştiren bir direktiftir. Bu uygulama sadece kısıtlamaların kaldırılmasını değil, tüm ayrımcılıkların, özellikle de sermaye hareketlerine, uyruk, ikamet yeri ya da yatırım yeri esasına göre ayrımcı muamele uygulanmasının yasaklanmasını getirmiştir. Tam serbestlik, üye ülkelerdeki fiyat istikrarı ve bütçe disiplini kapsamında gerçekçi ve ulusal piyasaların gittikçe artan entegrasyonu ve uluslararası mali piyasaların büyümesi karşısında gerekli görülmüştür. Finans sektöründeki yenilikler sermaye hareketi işlemlerinin kontrolünü gittikçe güçleştirirken, piyasalar ve kurumlardaki deregülasyon, sınır ötesi işlemlere daha fazla serbestlik gerektirmiştir. Direktif ile tamamen serbestleşmiş olan sermaye hareketleri, ilgili yükümlülüklerin ekonomik özelliği çerçevesinde yerli ve yabancı paraya göre sınıflandırılmıştır. Ancak direktifte sermaye hareketlerinin bu sınıflandırma ile de kısıtlanamayacağı açık bir dille ifade edilmiştir.

### 1.1.3. Maastricht Antlaşması ve Sermaye Hareketleri

1988 direktifinin yürürlüğe girmesiyle, sermaye hareketleri de sonunda iç pazarın esasını oluşturan diğer temel hürriyetlerle aynı serbestlik düzeyine erişmiştir. Diğer hürriyetlerin aksine sermaye hareketlerinin tam serbestliği doğrudan antlaşma hükümlerince sağlanamamış ikincil bir mevzuatla gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Sermaye hareketlerini düzenleyen hükümler ancak Maastricht Antlaşması'nın 1 Ocak 1994'de yürürlüğe girmesiyle gerçek anlamda yasa hükümleri haline gelmiştir.

Avrupa Birliği içindeki üye devletler arasında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin yanında, ekonomik verimlilik açısından üçüncü ülkelere karşı açık ekonomi ve yüksek derecede sermaye hareketleri serbestisi uygulanması gerekmekte olduğundan ve birlik içi ve dış dünya arasındaki sermaye hareketlerinin ayırımının zorlukları nedenleriyle üçüncü ülkelere karşı da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gerektiği sonucuna varılmış, konsey direktifleri ile üçüncü ülkelere karşı da sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması öngörülmüştür. Maastricht Antlaşması ile de daha ileri gidilerek üye devletler ile üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerindeki bütün kısıtlamalar yasaklanmıştır. Ancak 31.12.1993 tarihinden geçerli olmak üzere gayrimenkul yatırımları, bina, mali hizmetlerin sunumu yada sermaye piyasalarına değerli kağıt kabulü de dahil olmak üzere, doğrudan yatırım niteliğinde olan üçüncü ülkelere yönelik veya üçüncü ülke menşeli sermaye hareketleri ile ilgili bir takım üye devletlere istisna tanınarak kısıtlamaları sürdürmelerine izin verilmiştir.

Olağanüstü haller dahilinde, üçüncü ülke kaynaklı ya da üçüncü ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin Ekonomik ve Parasal birliğin işleyişi için ciddi güçlükler yaratması durumunda, Konsey'e, Komisyon'un önerisi üzerine Avrupa Merkez Bankasına danıştıktan sonra, çoğunluk esasına ile üçüncü ülkelere karşı altı ayı aşmayacak bir süre için ve bu önlemlerin kesinlikle gerekli olması kaydı ile koruma önlemleri alma yetkisi verilmiştir. Ayrıca bir üye devlet ciddi politik nedenlerden ve acil gerekçelerden ötürü üçüncü bir ülkeye karşı sermaye hareketleri ve ödemeler ile ilgili olarak tek taraflı önlemler alabilmektedir. Konsey'e, Komisyon'un önerisi üstüne, nitelikli çoğunluk esası ile ilgili üye devletin söz konusu önlemleri değiştirmesine ya da iptal etmesine karar da verebilmektedir.

## **1.2. Avrupa Birliği'nde Sermaye Hareketlerine Uygulanan Kontrollerin Kaldırılmasının Nedenleri**

Mali hizmetler sektörünün, Birlik ekonomisi içinde önemi giderek artmaktadır. Birlik bünyesinde bu sektörde çalışan kişiler, istihdamın %3.5'ine karşılık gelmektedir. Ayrıca, Birlik GNP'sinin %7'sini bu sektör yaratmaktadır(Tur,2000:123). Mali hizmetler sektörünün yarattığı değer, Birlik ekonomisinin diğer sektörleri için de önemli bir girdi oluşturmaktadır. Mali hizmetler sektörünün gelişimi ile mali piyasaları kullanan sektörlerin daha etkin kaynak tahsisi yapmaları mümkün olacaktır. Bu sektörde daha hızlı gelişmeler meydana gelecek olmasına karşın, tanınan imkanlar bakımından mali hizmetler sektörü, ticari engellerin kaldırılması konusundaki ilerleme ve imalat sanayi sektörünün sağladığı imkanların gerisinde kalmıştır.

Mali hizmetlere ilişkin pazar giderek globalize olmakta ve tüm dünya sathında örgütlenmekte kıtalararası sermaye akışı hızlanmakta, miktarı da büyümektedir. Telekomünikasyon ve enformasyon teknolojilerindeki yeni gelişmeler, globalizasyon sürecine güç katmakta ve yeni mali ürünler ile araçların doğmasına ve bunların hızla yayılmasını sağlamaktadır. Bankacılık, sigortacılık ve menkul kıymetler alanları giderek içice girmekte ve rekabet artmaktadır. Ayrıca, Avrupa'nın mali kurumları, özellikle ABD ve Japonya'nın yoğun rekabeti ile de karşı karşıya bulunmaktadır.

Mali hizmetler alanındaki yoğun rekabet nedeniyle, Birlik, kendi mali piyasalarını dünya ölçeğinde rekabet edebilecek düzeyde organize etmeyi amaçlayan bir strateji benimseyerek, bankaların birliğin her yerinde şube açabileceği ve hizmet sunabileceği tek bir bankacılık piyasası, sigorta hizmetlerinin en rekabetçi koşullarda satın alınabileceği ve birliğin tamamını kapsayan tek bir sigortacılık piyasası ile sanayicinin finansman ihtiyaçlarını karşılayabilecek ve dünyanın her yerinde yatırımcıları cezbedebilecek kapasitede bir para ve sermaye piyasasının gerçekleştirilmesini hedeflemiştir.

AB'nin amaçlarının ve özellikle iç pazarın oluşumunun tamamlanması ve AB'nin daha büyük ölçüde mali entegrasyonunun gerçekleştirilmesi için sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin sağlanması ve bunun da üye devletlerin ekonomi politikalarının daha büyük ölçüde birbirine yakınlaştırılması, daha fazla parasal istikrar ve Avrupa Para Sistemi'nin gelişmesi konularındaki ilerlemeler ile birlikte sağlanması önem taşımakta olup böylesine bir bütünleşme ise üye devletler arasında her türlü sermaye hareketlerinin serbest dolaşımının sağlanması ile mümkün olabilecektir.

AB'de üye ülkeler tarafından sermaye hareketlerine uygulanan kontrollerin kaldırılmasında aşağıdaki faktörler önemli rol oynamıştır(Tur,2000:126-128).

- Sermaye hareketleri üzerinde uygulanan kontrollerin etkinliği hususundaki beklentiler istenildiği gibi gerçekleşmemiştir. Bir ülkedeki yerleşik kişiler sermayelerini, ülkelerarası işlemlerde arzu ettikleri ölçülerde ayarlayabilmekte, sıkı kambiyo kontrollerine rağmen mevzuat dışında işlem yapma olanağı bulabilmektedirler. Sermaye kontrollerinin de etkinliklerinin geçici olduğu gözlenmiştir. Dış ticarete açık ülke ekonomilerinde yerel piyasa ile ülkelerarası piyasalar birbirleriyle bağlantılı olup tek taraflı alınan kararların uluslararası ticaret kurallarına ters düşmemesi gerekmektedir.

- Faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı sermaye kontrolleri ülkenin milli parasını spekülatif baskılardan koruyabilmektedir. Örneğin, Fransa ve İtalya 1980'lerin ilk yıllarında milli paraları üzerindeki spekülatif baskıları yok etmek ve ülke içindeki faiz oranlarında büyük oranlı artışlar olmasını önlemek amacıyla sermaye hareketleri üzerine sıkı kontroller getirmişlerdir. Ancak bir ülkede enflasyona göre ayarlama yapıldıktan sonra oluşan faiz oranlarının, uluslararası piyasalarda geçerli oranlardan çok farklı olması halinde bunun sermaye kontrolleri ile uzun bir süre muhafaza edilmesi mümkün olmamaktadır.

- Üye ülkelerde gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki farklılıklar, gerek ülke içinde uygulanan anti-enflasyonist politikaların, gerekse Avrupa Para Sistemi'nin temelini oluşturan döviz kuru mekanizmasındaki taahhütlere uyulmasının bir sonucu olarak yakın yıllarda önemli ölçüde azalmıştır. Buna bağlı olarak enflasyon için ayarlama yapıldıktan sonra oluşan faiz oranları arasındaki

farklılıklarda önemli ölçüde azalmıştır. Halbuki 1870’li yıllarda yüksek enflasyonlu ülkeler ancak sermaye kontrolleri ile korunmak suretiyle, geçici olarak gerçek faiz oranlarını uluslararası piyasalarda geçerli faiz oranlarının altında tutabilmişlerdir. Gerçek faiz oranları arasında daha iyi bir denge sağlanmış olduğu için, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin büyük miktarda sermaye çıkışlarına yol açma ihtimali azalmıştır.

- Sermaye hareketleri kontrollerinin tamamen veya en azından uzun dönemli sermaye hareketleri üzerinden kaldırılmasının ve mali hizmetlerin liberasyonunun iç pazara dahil edilmesinin altında yatan diğer önemli bir faktör de Modigliani tarafından geliştirilen “Merkezi Etkinlik” argümanıdır. Buna göre, topluluk ülkelerinde mevcut sermaye stokunun kullanım etkinliğinin mevcut emeği kullanım etkinliğinden daha yüksek olduğu gerçeği ile daha yüksek oranlarda ekonomik büyümenin sağlanması için iyi işleyen bütünleşmiş bir sermaye piyasasının varlığına ihtiyaç bulunmaktadır.

- Avrupa Para Sistemi’nin kurulmasındaki amaçlardan bir tanesi de, üye ülkelerin milli paralarının sistemin dışındaki alandan gelebilecek parasal şoklara karşı daha uyumlu bir yapıya kavuşmalarını sağlamaktır. Ancak para sistemine katılan üye ülkeler arasında uygulanan sermaye hareketleri rejimindeki farklılıklar nedeniyle, faiz oranlarındaki ve başlıca rezerv para olan ABD Doları’nın ortalama döviz kurundaki dalgalanmalar sistem içindeki milli paraları asimetrik olarak, etkileme eğilimi göstermekte bu da sistemin istikrarı için risk teşkil etmektedir. Sermaye kontrolleri kaldırıldığı zaman, Avrupa, ABD ve Japonya arasında gerçekleşen büyük miktardaki sermaye hareketleri para sistemine katılan ülkeleri daha dengeli bir şekilde etkileyecek ve baskıların bir kısmını ortadan kaldıracaktır.

- Sermaye kontrollerinin kaldırılması, üye ülkelerde muhtelif bölgeler arasındaki gelişmişlik düzeyi farklılıklarının kapanmasını ve ekonomik yakınlaşmayı sağlayacaktır. Birlikte Portekiz, Yunanistan ve İrlanda gibi daha az gelişmiş bölgelerin, birliğin yapısal fonlarından hibe türünde yardımlar ve Avrupa Yatırım Bankası’ndan düşük faizli uzun vadeli kredi alma imkanı doğabilecektir.

- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, AB içinde yaşayan üye ülke vatandaşlarına yurt dışında hesap açma, ülke içindeki hesabındaki paraları serbestçe yurt dışına transfer etme, Eurocheque ve diğer ortak ödeme araçlarının kullanılması gibi mali alanda önemli imkanlar sağlayacaktır.
- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, AB içinde sağlanan parasal istikrarı özellikle sistemin temelini temsil eden ayarlanabilir sabit döviz kuru sisteminin başarılı bir şekilde uygulamasını devam ettirmesinin ve sistemin daha da geliştirilmesinin bir aracı olarak görülmektedir.

### **1.3. Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasaları**

Globalleşen dünyanın en önemli parçalarından biri olan Avrupa Birliği, ekonomik birliğini sağlamak yolunda önemli adımlar atmıştır. Daha güçlü ve istikrarlı bir ekonomi yaratmak için parasal birlik 1 Ocak 2002 tarihi itibarıyla sağlanmış ve ekonomik birlik için gerekli normlar oluşturulmuştur. Birlik haline gelen Avrupa ekonomisinin bundan sonraki amacı, uluslararası rekabet gücünü çok daha ileri seviyeye taşımaktır.

Avrupa Birliği içinde diğer konularda olduğu gibi finansal piyasalarda da önemli ölçüde birlik sağlanmıştır. Finansal birliğin öncelikli amacı Avrupa ekonomisini güçlendirecek kaynağın etkin olarak sağlanabilmesidir. Tek finansal Pazar ile kaynak maliyetleri minimum düzeye çekilecek, finansal hizmet sunumunda serbesti sağlanacak, hizmet kalitesi arttırılacak ve ülkeler arasında toplanan fonlar(tasarruflar) etkin olarak dağıtılacaktır. Böylece, Avrupa Birliği ekonomisi daha fazla gelişerek, uluslararası pazarlarda rekabet gücünü arttıracaktır.

Sermaye piyasalarında 1 Ocak 1996 tarihinde başlayan üye ülkeler arası sermaye dolaşımı serbestisi sağlanmıştır. Ortak hukuki düzenlemeler ve işleyiş koşullarının uyumsallaştırılması ile bu platform oluşturulmuştur. Hukuki düzenlemeler ile serbest hizmet sunumu, menkul kıymet ihracı ve menkul kıymet piyasalarının işleyiş koşulları birbiriyle yakınlaştırılmıştır.

Avrupa sermaye piyasasında yaşanan rekabet ve bütünleşme etkileri pazarın amacına ulaşması için en önemli unsurları oluşturur. Bu nedenle, her ülke borsasının kendi niteliğini koruması sağlanmış ve birlik ortak normlarının geçerli olduğu en üst seviyede uyumlaşmanın bulunduğu bağlantı kurulmuştur. Birlik içindeki borsaların üstü tek bir çatı altında birleştirilmesinden vazgeçilmiştir.

Borsalar birleştirilmemiş olsa da AB’de sermaye piyasalarında ortak bir standartizasyon oluşturmak amacıyla Sermaye Piyasaları ve Borsalara ilişkin direktifler de mevcuttur. Bu direktifler ile aşağıdaki hususların düzen altına alınması amaçlanmaktadır.

- Birlik normlarının oluşturulması: Ortak normlar birlik sermaye piyasalarının bütünleşmesi ve etkin bir rekabet ortamı içinde işlerlik kazanması için yürürlüğe girmiştir. Üye ülkelerin sermaye piyasası kanunları ve mevzuatlarının ortak normlara uyum sağlaması, sermaye yeterliliği, yatırımcının korunması ve daha pek çok konuda uzlaşmanın sağlanması amaçlanmaktadır.

- Davranış ilkesi ve kamuyu aydınlatma: İlgili ülkelerin davranış ilkelerinin ana hatları çizilmeye çalışılmıştır. Kamuyu aydınlatma ilkesine çok önem veren Avrupa Komisyonu, menkul kıymetlere ilişkin eksiksiz ve tam bilgiye sahip olunması gerektiğini vurgulamaktadır. Bu sebeple yatırımcıya açıklanacak bilgiler eksiksiz, doğru, kesin ve ayrıntılı olmalıdır. Menkul kıymet fiyatları gerçeği yansıtacak şekilde zamanında verilmelidir. Bilgilerin açıklanmasında kurallara uygun hareket edilmeli ve kimseye ayrıcalık tanınmamalıdır. Bu ilke ile aynı zamanda aracı kuruluşların çalışma ilkeleri de düzen altına alınmaktadır.

- Kotasyon kriterleri ve uygulama ile ilgili yasalar: Üye ülkeler yatırımcılara eşit güvence sağlayabilmek ve eşit koruma önlemleri getirebilmek için, üye ülkelerin birinde ihraç edilen menkul kıymetin bir başka ülkenin resmi borsa kotuna alınabilmesini kolaylaştırmak ve dolayısıyla uluslararası menkul kıymet piyasasının ve tek bir Avrupa sermaye piyasasının kurulmasına yardımcı olmak amacıyla bütün üye ülkelerde kotasyon şartlarının koordineli bir biçimde düzenlenmesi gerekmektedir.

- İçeriden ğrenenlerin ticareti: Piyasanın düzgün işleyişini sağlayabilmesi için her türlü önlemin alınması gerekmektedir. Piyasanın düzgün işleyişi büyük lde yatırımcıya telkin edilecek güvene bağlı bulunmaktadır. Böyle bir güven, yatırımcıda piyasaya eşit koşullarla giriş ve içeriden öğrenilen bilginin usulsüz kullanımının nleneceğine ilişkin verilen güvenceye dayalı bulunmaktadır. Bu sebeple içeriden öğrenenlerin ticaretini engelleyici tedbirlerin alınması gerekir.
- Yatırımcının korunmasına ilişkin yasa ve uygulamalar: Yatırım şirketlerinin sahip olması gereken asgari sermaye miktarı, denetim esasları, işlem yetki esasları ve iflas durumunda yatırımcının mağduriyetini önleyen kuralların standartlarının belirlenmesi gerekmektedir.
- Muhasebe standartları ve uygulamalar: AB’de muhasebe standartları oluşturma ihtiyaı, ye ülkelerde varolan farklılıkların azaltılması, hukuki sistemlerin yol açtığı değişik muhasebe uygulamalarının yaratacağı karmaşıklığa son verilmesi ve özellikle de ifte vergilendirmenin getireceği sıkıntuların giderilmesine ilişkindir.
- Takas ve saklama: Finansal yatırımlarda, risk ve maliyet unsurlarının minimum düzeye indirgenmesinde takas ve saklama faaliyetleri önemli lde görevler üstlenmektedir. Takas ve saklama faaliyetlerinde ortak standartlaşma, ye ülkeler arasındaki sermaye ve hizmetler alanındaki serbestlik kurallarının ve bunun ötesinde ye ülkeler arasında ekonomik ve finansal yakınlaşmanın sağlanması açısından tamamlayıcı nitelik taşımaktadır.
- Kollektif yatırım şirketleri: AB içindeki Kollektif Yatırım şirketlerinin kuruluşu ve işleyişi direktifler yoluyla bazı temel ilkelere bağlanmıştır. Amaç, yatırım ortaklığı ve yatırım fonları sahibi olan yatırımcıları korumaya yönelik işleyiş esaslarını düzenlemek ve ye ülkeler arasındaki farklılıkları gidermektir. Böylece bir ülkede çıkarılan katılma belgesi diğer bir ülkede de satılma fırsatı bulacaktır.



Borsalar arasında gelişmişlik farkları bulunmaktadır. Bu nedenle bütünleşme tüm borsalar arasında aynı derecede etkin değildir. Ancak farklı bir avantajı ortaya çıkarmaktadır. Borsalar yatırımcıyı ve menkul kıymet ihraçlarını kendilerine çekebilmek için piyasalarında iyileştirme yapmak durumunda kalmışlardır. Frankfurt bunun için verilebilecek en iyi örneklerden birisidir. Elektronik sistemler daha detaylı ve geniş bir amaç doğrultusunda kullanılmaya çalışılarak maliyetler minimize edilmiş ve işlem hacimleri artırılmıştır.

Sermaye piyasalarının bütünleşme yönünde ilerlemesiyle yatırımcılar AB'nin sermaye piyasası genelinde istedikleri piyasa ve borsada yatırım yapma fırsatı elde etmiş bulunmaktadır. Böylelikle uluslararası yatırımlar gelişmekte ve kurumsal yatırımcılığın önünü açarak istikrarlı piyasalarda işlem hacmini artırmaktadır.



## 2. AVRUPA BİRLİĞİ'NE ÜYE OLMAYAN AKDENİZ ÜLKELERİ AÇISINDAN SERMAYE HAREKETLERİ

### 2.1. Güney Akdeniz Bölgesi(GAB)

Avrupa Birliğine üye olmayan Akdeniz ülkeleri Güney Akdeniz ("Southern Mediterranean Region") adı ile anılan bir bölgede yer almaktadır. Kendine has özellikleri bulunan bu ülkelerin bir kısmı Afrika kıtasında, bir kısmı ise Asya kıtası üzerinde yer almakta çeşitli ırk, dil ve dinden insanı üzerinde barındırmaktadırlar. Bu ülkelerin 2001-2002 yıllarına ilişkin bazı temel büyüklükleri aşağıdaki tablo 2.1'da yer almaktadır.

AB ülkelerine göre nüfus yoğunlukları ile dikkat çeken bu ülkeler İsrail dışında alt orta gelir grubunda yer almaktadırlar. İsrail'in 2001 yılı itibari ile GNP'si 16.750 USD'dir ve bu rakam diğer ülkelerin kişi başına düşen GNP'lerinin 4 ila 10 katı arasında değişmektedir. Dünya da kişi başına düşen GNP ortalamasının 5.000 USD civarında olduğu düşünüldüğünde, bölge ülkelerinin dünya gelirinden yeterince pay almadıkları ve yeterince gelir-katma değer yaratmadıkları söylenebilir. Bölgede GNP'si ve nüfusu en yüksek olan ülke Türkiye'dir. Yaşadığı şiddetli krizin etkisi ile 2001 yılı büyümesi -%7.4 olarak gerçekleşmiştir(Tablo 2.1).

Ülkelerin, Cezayir hariç, 1990-2001 yılları arasında gerçekleşen büyüme oranları ortalama dünya büyüme oranının üzerindedir. Büyüme ve gelişme potansiyelleri, sanayileşmiş ülkeleri daha karlı yatırımların yapılması amacıyla bu ülkelere doğru çekmektedir. Ülkelerin GDP'lerine oranla piyasa kapitilizasyonları düşüktür. Yabancı sermaye hareketlerinin çok yoğun olduğu Uzakdoğu ülkelerinde bu oranlar zaman içinde %100'ün üzerine dahi çıkmaktadır. 2001 yılı itibari ile toplam sermaye içindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının(FDI) yüzdesi incelendiğinde İsrail, Fas, Türkiye dışındaki ülkelerde bu oranın %10'nun altında olduğu, sermaye kültürünün yeterince oluşmadığı bu ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının da çok az olduğu görülmektedir. (İleride anlatılacağı üzere; 2001 yılı Fas ve Türkiye için özel bir yıl olmuştur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları telekomünikasyon alanında yapılan büyük özelleştirmelerle ortalamanın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.)

Tablo 2.1 Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri Bazı Temel Büyüklükleri

| Ülke                 | Nüfus<br>2001<br>Milyon<br>USD | GNP<br>2001<br>Milyar<br>USD | Kişi<br>Başına<br>Düşen<br>GNP 2001<br>USD | Büyüme % |      | 1990-2001<br>GDP Ort.<br>Büyüme<br>% | Toplam<br>Sermaye için,<br>Doğrudan<br>Yab. Sermaye<br>Yat. % 2001 | Piyasa<br>Kapitaliz.<br>2002<br>Milyar USD | GDP %'si<br>2001 |
|----------------------|--------------------------------|------------------------------|--|----------|------|--------------------------------------|--|--|------------------|
|                      |                                |                              |  | 2001     | 2002 |                                      |  |  |                  |
| Cezayir-LM           | 31                             | 51                           | 1,650                                      | 1.9      | 2.9  | 2                                    | 8.2  | -  | -                |
| Mısır-LM             | 65                             | 99.6                         | 1,530                                      | 2.9      | 2.0  | 4.5                                  | 3.3  | 26.1                                       | 24.5             |
| İsrail-H             | 6                              | 106.6                        | 16,750                                     | -        | -1   | 4.7                                  | 21.2   | 45.4                                       | 53.2             |
| Ürdün-LM             | 5                              | 8.8                          | 1,750                                      | 4.2      | 5.1  | 4.8                                  | 4.4  | 7.1  | 71.5             |
| Lübnan-LM            | 4                              | 17.6                         | 4,010                                      | 1.3      | 1    | 5.4                                  | 8  | 1.4  | 7.3              |
| Fas-LM               | 29                             | 34.7                         | 1,190                                      | 6.5      | 4.4  | 2.5                                  | 31.6   | 8.5  | 26.7             |
| Suriye-LM            | 17                             | 17.3                         | 1,040                                      | 2.8      | 3.1  | 4.8                                  | 5  | -  | -                |
| Tunus-LM             | 10                             | 20                           | 2,070                                      | 4.9      | 1.9  | 4.7                                  | 8.3  | 2.1  | 11.5             |
| Türkiye-LM           | 66                             | 167.3                        | 2,530                                      | -7.4     | 3.5  | 3.3                                  | 13.4   | 33.9                                       | 32.3             |
| Filistin             |                                |                              |  |          |      |                                      |  | -  | -                |
| <b>Dünya Toplamı</b> | <b>6,130</b>                   | <b>31,400</b>                | <b>5,120</b>                               |          |      | <b>2.7</b>                           |  | <b>27,561.7</b>                            | <b>90.7</b>      |

Kaynak: 2003 World Development Indicators, The World Bank, 2003

Dünya Bankası sınıflandırmasına göre;

L-Alt Gelir grubu

LM-Alt orta gelir grubu

UM-Üst orta gelir grubu

H-Üst gelir grubu

Güney Akdeniz Bölgesi (GAB) ülkeleri globalleşen dünyada gelişme potansiyelleri ve yarattıkları kar potansiyeli ile sanayileşmiş ülkelerin dikkatlerini sürekli üzerlerine çekmekte ve her geçen gün dünya ekonomisi üzerinde daha iyi bir konuma sahip olmaya çalışmaktadırlar. Ancak uluslararası ekonomik entegrasyon içinde GAB ülkeleri gibi gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkeleri yakalaması için, kur ve sermaye üzerindeki kontrollerin kaldırılarak geniş ekonomik serbestinin sağlanması gerekmektedir. Bunun için GAB ülkeleri piyasa ekonomisinin kurallarının benimsenmesi ve döviz konvertibilitesinin sağlanması yolunda çaba sarfetmektedirler. Ülkeler çeşitli seviyelerde cari hesap konvertibilitesini ve sermaye hareketlerinin serbestisini sağlamış bulunmaktadır. Ancak yine de bu ülkelerin kur sistemleri ve sermaye hareketleri ile ilgili olarak reformlar yapmaları ve kısıtlamaları tamamen kaldırmaları gerekmektedir. Bunun sonucunda GAB ülkeleri içeriye doğru daha fazla yabancı sermaye çekebilecekler ve uluslararası sermaye piyasalarında oluşan çok ani ve derin değişikliklere karşı da çok daha hızlı bir şekilde uyum sağlayabileceklerdir.

Dünyada yaşanan krizler sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin karşısında yer alanlara büyük koz vermektedir. Zaman içinde Bretton Woods'un çöküşünden sonra kriz yönetimi alan ülkeler kur ve sermaye hareketleri üzerine kontroller getirmişlerdir. Ancak bir zaman sonra bunların yararsız oldukları anlaşılmış ve kontroller kaldırılmıştır. GAB ülkeleri de sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının kendilerine sağlayacağı sayısız yararları rağmen, Latin Amerika ve Asya'da yaşanan krizleri göz önünde tutarak ölçülü olarak serbestleştirmektedirler. Sermaye hareketlerinin dünya da oluşan bir takım krizlerde payı vardır. Ancak oluşan krizleri sadece sermaye hareketlerine ve oynaklığına(volatilité) bağlamak çok doğru bir düşünce de değildir. Başta ülkelerin makro ekonomik düzensizlikleri ile yabancı pasiflere karşı tutulan ülke içi aktiflerin vade uyumsuzluğu bu krizlerin en temel sebepleridir. Ayrıca unutulmamalıdır ki günümüzde sanayileşmiş ülkelerin hiçbirisinde sermaye hareketleri üzerinde önemli kontroller bulunmamaktadır.

## 2.2. Güney Akdeniz Bölgesi'nin AB İle Olan İlişkileri

GAB ülkeleri konumları itibari ile tarihin her döneminde Avrupa ülkeleri ile yakın ilişkiler içerisinde olmuşlardır. Geçmişte GAB ülkelerinden, Kuzey Afrika'da bulunanları Avrupa ülkelerinin sömürgeleriydiler. Avrupa Birliği de; Akdeniz ülkelerine karşı, üye ülkelerin bunlarla çok uzun geçmişe dayanan ekonomik ve kültürel ilişkilerini gözönünde bulundurarak, ilişkileri belli bir temele oturtmak için ortak özel bir Akdeniz politikası geliştirmiştir. Bunun sonucunda da; 1990 yılından günümüze, bu ülkelerle topluluk arasındaki dış ticarete önemli sıçramalar görülmüştür. Tablo 2.2'de yıllar itibari ile ithalat-ihracat rakamları yer almaktadır. Canlılığın temelinde yatan en önemli etmenlerden biri, AB pazarlarına giriş serbestliğidir. AB'ne üye ülkelerin 2000 yılı itibari ile toplam ithalatının %6'si, toplam ihracatının da %9'u GAB ülkeleri ile yapılmaktadır(Quefelec,2001:1).

**Tablo 2.2 AB ve GAB Ülkeleri İthalat-İhracat verileri**

| Ülke<br>(Milyon EUR) | AB'nin İthalatı |        | AB'nin İhracatı |        |
|----------------------|-----------------|--------|-----------------|--------|
|                      | 1990            | 2000   | 1990            | 2000   |
| <b>Cezayir</b>       | 7.280           | 16.480 | 5.209           | 6.098  |
| <b>Mısır</b>         | 2.390           | 3.377  | 4.450           | 7.828  |
| <b>İsrail</b>        | 3.626           | 9.876  | 5.456           | 15.693 |
| <b>Ürdün</b>         | 96              | 179    | 868             | 1.616  |
| <b>Lübnan</b>        | 93              | 204    | 909             | 2.664  |
| <b>Fas</b>           | 3.116           | 5.994  | 3.695           | 7.689  |
| <b>Suriye</b>        | 1.295           | 3.427  | 909             | 1.757  |
| <b>Tunus</b>         | 2.285           | 4.762  | 3.053           | 6.009  |
| <b>Türkiye</b>       | 6.214           | 17.500 | 8.177           | 29.736 |

AET'nin kuruluşundan bu yana Akdeniz ülkelerinin bir çoğu Topluluk ile sadece ticari mübadeleler ile sınırlı, sanayi ürünlerinin serbest dolaşımı ve bazı tarım ürünleri için özel imtiyazları öngören anlaşmalar yapmışlardır. Taraflar arasındaki ticaretin geliştirilerek serbestleştirilmesinin yanı sıra ekonomik, sosyal ve teknik alanlarda işbirliğinin gerçekleştirilmesini de hedef alan Ortak Akdeniz Politikası'nın temelleri ise 1972 Paris Zirvesi'nde atılmıştır. 1973'de Kopenhag Zirvesi ile Avrupa-Arap Diyaloğu'nu başlatmaya karar veren Topluluk, 1976 ve 1977 yıllarında bütün Akdeniz ülkeleriyle her biri beş yıl süreli ticari işbirliği anlaşmaları imzalamıştır.

1980'lerin sonunda bu çerçevede ikili ilişkiler ve işbirliğinin geliştirilmesi amacıyla "Yenileştirilmiş Akdeniz Politikası"nın(YAP) oluşturulması gündeme gelmiş ve 1992 yılında da uygulamaya koyulmuştur. Böylece bu ülkelere sağlanan mali destek %50 oranında artırılmıştır. YAP ile Akdeniz ülkeleri ile ekonomik diyalogun güçlendirilmesi, ilgili ülkelere yatırımların teşviki, bu ülkelerin mallarının Topluluk pazarına girişinin kolaylaştırılması, yatırımların geniş ölçekte hayata geçirilmesinin sağlanması amaçlanmıştır. Bütün anlaşmalar, mali protokollerle güçlendirilmiş ve 1996 yılına kadar Akdeniz ülkelerinin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunmak amacıyla çeşitli mali protokoller hayata geçirilmiştir.

Kasım 1995'te Barselona'da yapılan Avrupa-Akdeniz Konferansı'nda bir araya gelen ülkeler "Barselona Bildirgesi" ni imzalamışlardır. Söz konusu bildirge ile kapsamlı bir işbirliği, ortak bir refah alanının kurulması, gelişmişlik farklarının kaldırılması ve sürdürülebilir sosyoekonomik kalkınmanın hızlandırılması konularında mutabata varılmış ve katılımcılar aşağıdaki unsurlara dayanacak bir ekonomik ve mali ortaklık kurmayı kararlaştırmışlardır.

- Bir serbest ticaret bölgesinin aşamalı olarak kurulması
- Uygun ekonomik işbirliği ve ilgili alanlarda koordinasyon uygulanması
- AB'nin sağladığı mali yardımda önemli bir artışın gerçekleştirilmesi

Serbest ticaret bölgesinin kurulmasında hedef tarih olarak 2010 yılı belirlenmiştir. Bu amaçla mamul ürünlerin ticaretindeki tarife ve tarife dışı engellerin aşamalı olarak kaldırılmasına karar verilmiştir. Bunun yanı sıra, çeşitli tarım politikalarının imkan verdiği ölçüde ve GATT müzakerelerinin sonuçlarına uygun olarak, tarım ürünleri ticareti taraflar arasında karşılıklı tercihli giriş yoluyla aşamalı olarak serbestleştirilecektir. Hizmet ticareti de iş kurma hakkı da dahil olmak üzere kademeli olarak serbestleştirilecektir.

Ekonomik işbirliği ve koordinasyon alanında ülkeler:

- Ekonomik gelişmenin, iç tasarrufların yanı sıra yabancı sermaye yatırımlarıyla desteklenmesi gereğini kabul etmiş, özellikle teknoloji transferi, üretim ve ihracatın artması sonucunu doğurabilecek bu tür yatırımların önündeki engellerin aşamalı olarak kaldırılması yoluyla yatırımlara uygun bir ortam yaratılmasının önemi vurgulanmıştır.
- Bölgesel işbirliklerinin serbest ticaret alanı oluşturulmasında temel önem taşıdığı belirtilmiştir.
- İşletmeleri kendi aralarında anlaşmalar yapmaya teşvik etmiş, bu işbirliğini ve sanayide modernizasyonu desteklemeyi taahhüt etmişlerdir.
- Emek piyasaları açısından, kadınların gelişmedeki rolünün altı çizilmiş ve onların ekonomik ve sosyal hayata ve istihdam yaratılmasına aktif katılımının desteklenmesine karar verilmiştir.
- Ayrıca enerji sektörü ve tarımın modernizasyonu ile ilgili de kararlar alınmıştır.

Mali yardım olarak da 1995-1999 döneminde kullanılmak üzere Topluluk bütçesi fonları çerçevesinde 4.6 milyar Euro tahsis edilmesi ve bu tutarında ek kredilerle desteklenmesi kararı çıkmıştır(Arakon, 2002:4).

### 2.2.1. AB Güney Akdeniz Bölgesi İlişkileri ve MEDA I Programı

Barselona süreci ile AB'nin Akdeniz politikasında sağlanan en önemli gelişmelerden biri, öngörülen hedefler doğrultusunda Akdeniz bölgesine fon tahsisi için salt bu amaca yönelik bir programın oluşturulması ve uygulanmaya konulmasıdır. Avrupa-Akdeniz Ortaklığı bir başka deyişle Barselona sürecinin temel mali aracını oluşturan MEDA(Mediterranean Economic Development Area) programı sadece mali ve ekonomik projelere kaynak sağlayan bir program değildir. AB'nin Akdenizli ortaklarının sosyo-ekonomik reform çabalarını desteklemeye yönelik bir programdır. Bu aynı zamanda AB genişleme süreci adına atılan çok büyük bir adımdır. Bu programlar ile GAB ülkelerinin belli bir ekonomik-kültürel gelişmişliğe ulaşması sağlanmaya çalışılmaktadır.

MEDA programı kapsamında Topluluk bütçesinden ayrılan kaynaklar ikili anlaşmalar ve bölgesel programlar çerçevesinde hibe olarak kullanılmaktadır. Gelişmişlik seviyesinin yüksekliği sebebi ile İsrail bu yardımlardan faydalanamamaktadır.

Barselona bildirgesi uyarınca kaynaklar ikili düzeyde ve bölgesel programlar kapsamında aktarılabilmektedir. Öncelik her zaman için özel sektör ve serbest piyasa ekonomisinin geliştirilmesini içeren projelere tanınmaktadır. Bu bağlamda aktarılması düşünülen fonların %90'nı ikili programlara ayrılmıştır. Bölgesel programlar ikili programları tamamlayıcı ve güçlendirici rol oynamakta siyasi, güvenlik, sosyal, kültürel ve insanı açıdan gelişimi hedeflemektedir. Tablo 2.3'de aktarılan fonların ülkelere göre dağılımı yer almaktadır.

İki taraflı işbirliği kapsamında 1995-1999 döneminde fonların aktarıldığı projeler incelenecek olunursa(Arakon, 2002:12-13),

- Özel sektörün gelişmesine yönelik şartlar yaratılmaya çalışılmaktadır. Bu çerçevede Serbest piyasa ekonomisine geçiş ve mevcut sistemin iyileştirilmesi için, Fas, Tunus, Ürdün, Mısır, Filistin toprakları ve Türkiye'ye fonların %30 tahsis edilmiştir.
- Akdenizli ortakların Avrupa-Akdeniz ortaklığını uygulamaya yönelik kuralları uygulamaya geçebilmeleri için yaptıkları, yapısal uyumlaştırma reformları için fonların %15'i Fas, Cezayir, Tunus, Ürdün ve Lübnan'a verilmiştir.



- Sağlık ve eğitim alanlarındaki sosyoekonomik dönüşüm faaliyetleri için %29 oranında fon ayrılmıştır.
- Fas ve Ürdün'de yürütülen çevre faaliyetleri için %7; Fas, Tunus ve Suriye'de hayata geçirilmiş olan kırsal kalkınma faaliyetleri için de %4.5 oranında fon kullanılmıştır.

**Tablo 2.3 MEDA I (1995-2000) İki Taraflı ve Bölgesel İşbirliği, GAB Ülkelerine Göre Taahhüt ve Ödemeler Dağılımı**

| Ülke<br>(Milyon EURO) | Taahhüt     | Ödeme         | Taahhüt/Ödeme<br>Oranı (%) |
|-----------------------|-------------|---------------|----------------------------|
| Ürdün                 | 269         | 192.5         | 71.6                       |
| Filistin Yönetimi     | 207         | 85.2          | 41                         |
| Tunus                 | 503.6       | 183.9         | 36.5                       |
| Mısır                 | 698.7       | 221.5         | 31.7                       |
| Fas                   | 796.6       | 166.8         | 20.9                       |
| Lübnan                | 182         | 31.7          | 17.4                       |
| Cezayir               | 194.2       | 30.4          | 15.6                       |
| Türkiye               | 551.1       | 30.2          | 5.4                        |
| Suriye                | 137         | 0.3           | 0                          |
| İki Taraflı İşbirliği | 3539.2      | 942.5         | 26.6                       |
| Bölgesel İşbirliği    | 577.8       | 277.9         | 48.1                       |
| <b>TOPLAM</b>         | <b>4117</b> | <b>1220.4</b> | <b>28.6</b>                |

Kaynak: Avrupa-Akdeniz Ortaklığı Mali Aracı MEDA ve Türkiye İKV Yayınları, 2002:40

### 2.2.2. AB Güney Akdeniz Bölgesi İlişkileri ve MEDA II Programı

MEDA II, MEDA I programının devamı niteliğinde olup 2000-2006 yılları arasındaki 7 yıllık dönemi kapsamaktadır. Program bu dönemde 12.75 Milyar Euro tutarında mali yardım verilmesini öngörmektedir. Bu bugüne kadar Akdeniz bölgesi ülkelerine taahhüt edilen en büyük mali yardımdır. MEDA I'de ödeme taahhüt oranının %28.6 olarak oluşması MEDA I'den MEDA II'ye geçişte bazı değişikliklerin yapılmasını zorunlu kılmıştır(Arakon,2002:15). Bu oranında bu kadar düşük kalması Komisyon tarafından Akdeniz Bölgesi üyelerinin yapısal reformları uygulamada yavaş kalmaları, müzakerelerin uzunluğu ve özel sektörün kalkınmasının gecikmesi gibi sebeplerle açıklanmıştır. MEDA II'nin etkinliğinin artırılması için;

- Karar alma süreci daha stratejik ve etkin programlama ile rasyonelleştirilmiş
- Programların uygulama kapasiteleri ve çeşitliliği artırılmış
- Uygulama prosedürlerinin mümkün olduğunca kısaltılması sağlanmıştır.

Öte yandan AB'nin MEDA Programları ile verdiği karşılıksız yardımların(Kalkınma amaçlı sermaye yatırımları) dışında, söz konusu programlara destek olması amacıyla, Avrupa Yatırım Bankası aracılığı ile ülke notuna dahi bakılmaksızın sadece o ülkenin yetkili makamının garantisine bakılarak çeşitli projelerde kullanılmak üzere düşük faizli kredi de vermektedir. 1997-1999 yılları arasından 65 projeye 2.3 Milyar Euro tutarında kredi verilmiştir. 2000-2006 döneminde de 6.4 Milyar Euro tutarında kredi verilmesi amaçlanmaktadır(Arakon, 2002:7).

### 2.2.3. MEDA ve Akdenizli Ortaklar

Genel olarak bakıldığında; MEDA programı fonları, 9 ülkeye dağıtılacak olması ve orta-uzun vadeyi kapsaması yönünden çok yüksek bir tutara sahip değildir. Ancak programın amacının AB ile olan ilişkileri güçlendirmek ve nihayetinde de serbest ticaret alanının kurulmasına başlangıç yaratmak olduğu unutulmamalıdır.

Karşılıksız olan bu fonların MEDA I sonunda kullanım oranının %28.6 çıkması GAB ülkeleri açısından yapısal açıdan pek çok değişikliğin yapılması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Ülkelerin bir kısmı bu fonlardan büyük ölçüde yararlanmaktadır. Bölgenin yükselen pazarı Ürdün toplam %71.6 fon kullanımı ile MEDA I'de başı çekmektedir. Bölgede devlet statüsünde olmayan tek idari birim Filistin Yönetimi'ne mali ve teknik destek sağlayan ilk taraf AB'dir. 1994-1998 döneminde uluslararası toplum tarafından gerçekleşen mali yardımın %50'si AB tarafından karşılanmıştır(Arakon,2002:21).

Fas ve Mısır bölgede en çok yardım taahhüt edilen ülkeler olup fonlar serbest piyasa ekonomisine geçiş ve endüstriyel modernizasyon için kullanılmaktadır. Suriye neredeyse hiç yardım almamış bir ülkedir. 1995 yılına kadar sulama, eğitim gibi klasik tanımlanabilecek kalkınma faaliyetleri çerçevesinde gerçekleşen Suriye-AB ilişkileri, bugün ekonomik yapının ve iş dünyasının reforme edilmesi ve modernizasyonu açılarından geliştirilmekte, uygulanan çeşitli programlar ile yardım miktarları artırılmaktadır(Tablo 2.3).

Tunus'da fonlar ağırlıklı olarak kırsal kalkınma ve özel sektörün geliştirilmesi için kullanılmakta, Cezayir'de ekonomik ve sosyal reformların performansına göre doğrudan bütçeye kullanılmaktadır. Lübnan piyasa ekonomisine geçiş ve sürekli uygulamaya koyduğu yeni projeler için bu fonları kullanmaktadır. Bu açıdan Türkiye MEDA I'de en fazla fon tahsis edilen toplam 9 ülke arasında, 3. ülke olmasına rağmen fon kullanımı açısından Suriye'nin üzerinde 8. sıradadır. AB'ye aday bir ülke olan Türkiye'de MEDA programlarının uygulamaya koyulması bir takım reformların yapıldığının kanıtı ve AB'ye üyelik yolunda önemli bir aşama olacaktır.

Avrupa-Akdeniz ortaklığı süreci Mısır, İsrail, Lübnan, Suriye, Ürdün ve Filistin Yönetimi arasında ortaklık yaratarak bu ülkeleri bir çatı altında toplayarak, "Orta Doğu Barış Süreci"ne de katkı yapmaktadır.

### 2.3. GAB Ülkelerinde Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi

Küreselleşmenin yararları GAB ülkeleri tarafından eşit olarak paylaşılmamaktadır. Sermaye akımları, sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalara karşı çok hızlı tepki vermektedir.. İşlem maliyeti, hesap hareketi kısıtlamaları, vergiler ve benzeri kısıtlamalar bu akımları doğrudan olumsuz etkilemektedir. Benzer şekilde ülke içerisinde uygulanan maliye-para politikaları, döviz kuru rejimi, piyasaların gelişmişlik düzeyleri ve finans sektörünün yapısı da sermaye hareketlerinin yönünü tayin eder niteliktedir. Bu bölümde GAB ülkelerinde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bu ülkelerde sermaye akımlarına yön veren temel makro ekonomik politikalar ve piyasa yapıları sermaye akımlarında yarattıkları etkileşimlerle birlikte anlatılacaktır.

GAB ülkelerindeki sermaye hareketleri araştırılırken, sermaye hareketlerinin yönü ile ilgili temel kısıtlamalar(içeriye-dışarıya doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına, tahvil-bono işlemlerine, kredi verilmesine ve mevduat toplanmasına yönelik kısıtlamalar) ve döviz kuru rejimlerinin konvertibilitesinin incelenmesi gerekmektedir. Arzu edilen durum, döviz kurunun tam konvertibiliteye sahip olmasıdır. Döviz kurunun tam konvertibiliteye sahip olması ile kast edilen yurtiçi yerleşik olan ve olmayan kişilerin ulusal parayı diğer döviz cinslerine yürürlükte olan döviz paritesi ile çevirmeleri ve uluslararası ödemelerinde de transfer ederek bunu kullanabiliyor olmalarıdır. Tam konvertibilite de döviz kuru ve sermaye hareketleri üzerinde de herhangi bir kontrol yoktur. Uygulanan konvertibilitenin ölçüsü kontrollere, kısıtlamalara, dış işlemler üzerinde uygulanan finansal bariyerlere bağlı olup sermaye hareketlerinin yönünü tayin etmektedir.

Genel olarak GAB Ülkeleri 1977 yılında IMF tarafından yayınlanan, sermaye hareketlerine uygulanan kısıtların derecesini belirleyen “Article VIII of the Fund’s Articles of Agreement” daki koşulları kabul etmişlerdir. Tablo 2.4’de bölge ülkelerinin cari işlemleri, doğrudan sermaye yatırımları ve çeşitli para-sermaye piyasası araçları üzerindeki kısıtlamalar gösterilmektedir. (Nsouli,1998:3).

Tablo 2.4 Cari Hesap ve Sermaye İşlemleri Üzerindeki Kontroller

| Kategori   | Cezayir | Mısır | İsrail | Ürdün | Lübnan | Fas | Suriye | Tunus | Türkiye |
|--|---------|-------|--------|-------|--------|-----|--------|-------|---------|
| <b>Cari Hesap Konvertibilitesi</b>                   | Var     | Yok   | Var    | Var   | Var    | Var | Yok    | Var   | Var     |
| <b>Sermaye İşlemleri Kontrolü</b>                    |         |       |        |       |        |     |        |       |         |
| <b>Doğrudan Yabancı Serm. Yat.</b>                   |         |       |        |       |        |     |        |       |         |
| Dışarıya Doğru                                       | Var     | Yok   | Var    | Yok   | Yok    | Var | Var    | Var   | Var     |
| İçeriye Doğru  | Var     | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Yok | Var    | Yok   | Yok     |
| <b>Tahvil-Bono İşlemleri</b>                         |         |       |        |       |        |     |        |       |         |
| Yabancılar Tarafın. Yerli Menkullerin Satın Alınması | n.a.    | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Yok | n.a.   | n.a.  | Yok     |
| Yerliler Tarafın. Yabancı Menkuller. Satın Alınması  | Var     | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Var | Var    | Var   | Yok     |
| Yabancılar Tarafın. Yurtiçine Menkul İhracı          | n.a.    | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Var | n.a.   | Var   | Yok     |
| Yerliler Tarafından Yurtdışına Menkul İhracı         | n.a.    | --    | Yok    | Yok   | Yok    | Var | n.a.   | Var   | --      |
| <b>Para Piyasası Araçları</b>                        |         |       |        |       |        |     |        |       |         |
| Yabancılar Tarafın. Yerli Satın Alınması             | n.a.    | --    | Yok    | Yok   | Yok    | Yok | Var    | Var   | Yok     |
| Yerliler Tarafın. Yabancı Satın Alınma               | Var     | --    | Yok    | Yok   | Yok    | Var | Var    | Var   | Yok     |
| Yabancılar Tarafın. Yurtiçine İhraç                  | n.a.    | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Var | n.a.   | Var   | Yok     |
| Yerliler Tarafın. Yurtdışına İhraç                   | n.a.    | --    | Yok    | Yok   | Yok    | Var | n.a.   | Var   | --      |

Tablo 2.4 Cari Hesap ve Sermaye İşlemleri Üzerindeki Kontroller-Devam

| Kategori                                 | Cezayir | Mısır | İsrail | Ürdün | Lübnan | Fas  | Suriye | Tunus | Türkiye |
|--|---------|-------|--------|-------|--------|------|--------|-------|---------|
| <b>Türev Ürünler</b>                     |         |       |        |       |        |      |        |       |         |
| Yabancılar Tarafın. Yerli Satın Alınması | n.a.    | n.a.  | Yok    | --    | Yok    | Var  | Var    | Var   | Yok     |
| Yerliler Tarafın. Yabancı Satın Alınma   | Var     | n.a.  | Yok    | Var   | Yok    | Var  | Var    | Var   | Yok     |
| <b>Kredi Operasyonları</b>               |         |       |        |       |        |      |        |       |         |
| <b>Ticari Krediler</b>                   |         |       |        |       |        |      |        |       |         |
| İçeriye Doğru                            | n.a.    | Yok   | Yok    | n.a.  | n.a.   | n.a. | n.a.   | Var   | Yok     |
| Dışarıya Doğru                           | Var     | n.a.  | Yok    | Yok   | Var    | Yok  | Var    | Var   | Yok     |
| <b>Finansal Krediler</b>                 |         |       |        |       |        |      |        |       |         |
| İçeriye Doğru                            | n.a.    | n.a.  | Yok    | Yok   | Yok    | Yok  | n.a.   | Var   | Yok     |
| Dışarıya Doğru                           | Var     | n.a.  | Var    | Yok   | Yok    | Var  | Var    | Var   | Yok     |
| <b>Mevduat Hesapları</b>                 |         |       |        |       |        |      |        |       |         |
| Yabancıların Döviz Mevduatları           | Yok     | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Yok  | Yok    | Yok   | Yok     |
| Yabancıların Yerli Para Mevduatları      | Yok     | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Yok  | Yok    | Yok   | Yok     |
| Yerlilerin Yurtdışı Mevduatları          | Var     | Var   | Var    | Yok   | Yok    | Var  | n.a.   | Var   | Yok     |
| Yerlilerin Döviz Mevduatları             | Yok     | Yok   | Yok    | Yok   | Yok    | Var  | Var    | Yok   | Yok     |

\*\*\*Tablolarda "Yok" kısıtlamanın olmadığını, "Var" kısıtlamanın olduğunu, "n.a" bilgi eksikliği bulunduğunu ve "..." ülkede o tarz bir işlem olmadığını ifade etmektedir.

Kaynak: Nsouli, S.M. ve Rached, M., "Capital Account Liberalization in the SMR", IMF, 1998:9-10

Tablo'da genel olarak İsrail, Lübnan ve Ürdün'de en az olan kısıtlamalar, Suriye'de en fazladır. Uygulanmakta olan kısıtlamaların türleri ise imtiyazlar, lisans verme, miktar kısıtlamaları, işlemlerin vade yapısına getirilen kısıtlamalar ve sınırsız yasaklamalardır(Nsouli,1998:4).

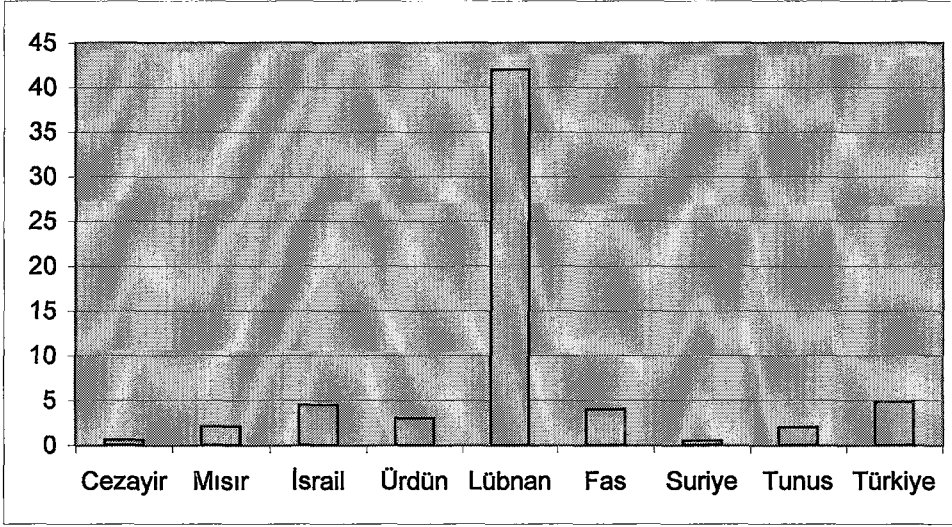
Cezayir ve Suriye dışındaki diğer bütün ülkelerde ülke içine yönelik olarak gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında kısıtlama yoktur. Tahvil-Bono işlemlerinde yurtdışından menkul alımına yönelik olarak Cezayir, Fas, Tunus ve Suriye'de kısıtlamalar mevcuttur. Tunus yurtdışından ticari kredi almayı yasaklayan tek ülke konumundayken, Lübnan, Cezayir, Suriye ve Tunus yurtdışına ticari kredi vermeyi yasaklamışlardır. Diğer ülkelerde kredi alımı verilmesine ilişkin herhangi bir kısıt bulunmamaktadır. Bütün GAB ülkelerinde yabancıların herhangi bir para biriminden ülke içinde mevduat hesabı açmalarında herhangi bir kısıtlamaya gidilmezken, yurtiçi yerleşiklerin özellikle yerli para cinsinden yurtdışı mevduat hesabı açmaları üzerinde daha fazla kısıtlama (Türkiye, Ürdün ve Lübnan hariç) bulunmaktadır(Tablo 2.4).

Böylece Tablo 2.4'deki sermaye hareketlerine getirilen temel kısıtlara göre ülkeler, 2 temel gruba ayrılabilir.

- Sermaye hareketlerine göreli olarak özgürlük tanıyan ülkeler: Mısır, İsrail, Ürdün, Lübnan ve Türkiye
- Sermaye hareketlerinde halen önemli kısıtlamalar bulunan ülkeler: Cezayir, Fas, Tunus, Suriye.

1996-1997 dönemi incelendiğinde net özel sermaye akımları bölgeden içeriye doğru akmakta ancak belirli bir ülkede en üst düzeye çıkmaktadır. Şekil 2.1 incelenecek olursa bu akımların en fazla olduğu ülke Lübnan'dır. Bu yıllarda Lübnan'da diğer ülkelere göre döviz kuru ve sermaye hareketleri üzerinde(tablo 2.4'de de gösterildiği üzere) hemen hemen hiçbir kısıtlama yoktur. Öte yandan döviz kuru ve pek çok konuda üzerinde en çok kısıtlama olan bölgenin dış dünyaya en kapalı ülkesi olan Suriye'de ise bu akımlar en azdır(Nsouli,1998:3). Bu durumda sermaye akımlarının getirilen her türlü kısıtlamaya karşı olumsuz tepki verdiğinin en büyük kanıtlarından birisini oluşturmaktadır.

**Şekil 2.1 Net Özel Sermaye Akımları, 1996 –1997 Ortalama**  
(GDP'nin yüzdesi olarak)



Kaynak: Nsouli, S.M., "Capital Account Liberalization in the SMR", IMF, 1998:4

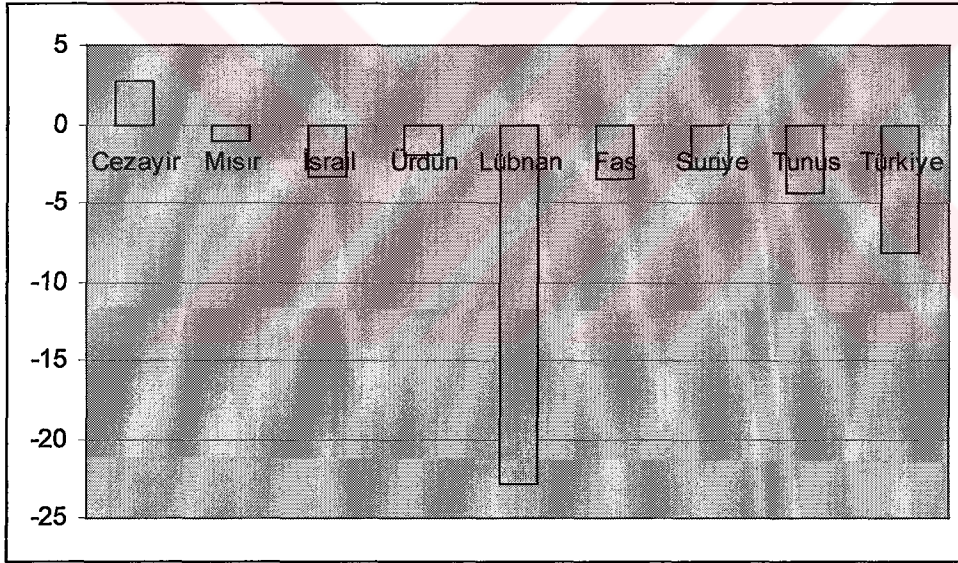
GAB ülkelerinde sermaye hareketleri üzerinde her ülkede çeşitli düzeyde olmak üzere farklı kısıtlamalar bulunmaktadır. Genel olarak bütün ülkelerde para ve sermaye piyasaları üzerinde içeriye doğru akımlar üzerinde bulunan kısıtlamalar, dışarıya doğru akımlara oranla çok daha azdır, sermaye çıkışı çok daha sıkı gözetim altındadır. Ülkeye sermaye girişinin gerçekleşmesinin ardından bunun sürekliliğinin sağlanması ve ülke içinde de gelen sermayenin vade-maliyet yapısına göre, uygun yerlerde kullanılması gerekmektedir. Halbuki politika yapıcılar genellikle uygulanan politikalar neticesinde oluşabilecek ani ve büyük sermaye çıkışı olasılığı ile ilgilenirler, kararlarını ona göre verirler. Dünyada yaşanan finansal krizlerde göstermiştir ki sermayenin ülke içine çekilmesi kadar nasıl kullanıldığı da çok önemlidir. Öte yandan ülkeye giren sermaye miktarının kontrol edilmesi ve artırılması da tesadüfi bir olay değildir. Ülkelerin sermaye hareketlerine getirmiş oldukları kısıtlar kadar, döviz kurunun durumuna, uygulanan maliye ve para politikasına bağlı olarak değişir. Bu durumda basiretli makro ekonomik politikaların uygulanması ve iç ve dış yatırımcıların güvenliği açısından sağlam finansal sistemin tesis edilmesi gerekmektedir.



### 2.3.1. GAB Ülkelerinde Maliye Politikası ve Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi

Uygulanan maliye politikası sermaye hareketleri açısından çok önemlidir. Geniş mali açıklar finansman gerektirmekte ve kaynak-para temin edilmesi ise döviz kuru dengesini sarsabilmektedir. Bu da sonuç olarak yatırımcıları piyasadan uzak tutmaktadır. Geniş açıkların finansmanı ancak yurtdışından yüksek faiz oranı ile olmaktadır. Bunlar da sonuçta ülkenin kredibilitésinin azalmasına, ekonominin dışsal şoklara karşı yönetim kabiliyetini kaybetmesine yol açmaktadır. GAB ülkeleri arasında Şekil 2.2 incelenecek olursa görece olarak 2 ülkenin, Lübnan ve Türkiye'nin merkezi hükümet harcamalarında yüksek açığa sahip olduğu gözlenmektedir.

**Şekil 2.2 Merkezi Hükümet Harcamaları, 1996–1997 Ortalama (GDP'nin yüzdesi olarak)**



Kaynak: Nsouli, S.M., "Capital Account Liberalization in the SMR", IMF, 1998:4

Lübnan'da 15 yıl süren sivil savaş sonucunda(1975-1991) hükümetler ülkenin yeniden yapılanması için borçlanmış ve ağır harcamalar yapmışlardır. Bunun finansmanı içinde hükümetten hükümete veya proje bazında, düşük faizli kredi, hibe, teknik yardım şeklinde dış borç veya yardım almışlardır. Bunlardan biri de Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası ve AB'den %70'i kalkınma projelerinde kullanılmak şartı ile verilen 500 milyon dolarlık düşük faizli kredidir. Hatta mevcut hükümet 2001 yılında 2.85 Milyar dolarlık Eurobond bonosu satışı ile borçlanmaya gitmiştir. Ülkede kamu harcamalarının büyük bir bölümü faiz ödemelerinden

kaynaklanmaktadır. 17 Haziran 2002’de AB ile imzalanan anlaşma yardımıyla karşılıklı olarak sınai ürünlere uygulanan gümrük vergilerinin aşamalı olarak sıfırlanması hedeflenmektedir. Böylelikle AB ile Lübnan’lı firmalar arasındaki ortaklıkların artması beklenmektedir. Lübnan ithalatının büyük bir kısmını gıda maddeleri en büyük paya sahip olmak üzere AB’den yapmaktadır. Yabancı sermayeyi ülkeye getirebilmek konusunda istekli olan ve bunun için yatırımcılara serbest yatırım ortamı(hızlı bilgi, karar alma ve tatbikatta yardımcı olma) sunan Lübnan’da Mayıs 2000’de çıkarılan “Özelleştirme Çerçeve Kanunu”nun ardından haberleşme, elektrik ve su özelleştirmeye aday sektörler olup bu özelleştirmeler ile önümüzdeki üç yıl için 5 Milyar dolar elde edilmesi planlanmakta ve bunun sonucunda kamu açıklarının bir kısmının kapatılması hedeflenmektedir(DEİK Lübnan....., 2002:1-7).

GAB bölgesinin GNP’si en büyük olan ülkesi Türkiye’de ise kamunun Haziran 2003 itibari ile 123.3 Milyar USD iç borç, 60 Milyar USD dış borç olmak üzere toplam 183.3 Milyar USD borç stoğu vardır(T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2003:11). Bu sebeple merkezi hükümet harcamalarının büyük bir kısmı faiz ödemelerine gitmektedir. Öte yandan sürekli değişen siyasi iklim ve hükümetler tarafından uzun yıllar boyunca izlenen popülist politikalar neticesinde oluşmuş büyük ve verimsiz devlet yapısı bulunmaktadır. Bu yapının küçültülüp, kamu harcamalarının kısılabilmesi için ülkede bir takım KİT’lerin(Petkim, Tüpraş, Tekel, Milli Piyango İdaresi) özelleştirilmesi gündemdedir. Söz konusu şirketlerin özelleştirilmesi ile yabancı yatırımcılar (tek başlarına veya bir yerli ortak bulunarak) ilgilenmektedirler. Ayrıca Türkiye’de yabancı sermayenin ülke içine çekilmesi amacıyla vadesi bir yılı aşan kullanılan yurtdışı kaynaklı kredilerden vergi, resim, harç istisnalarının uygulanması ve yabancı sermaye tarafından kurulacak tesislere, fabrikalara belli bir süre kurumlar vergisi muafiyetinin sağlanması gibi bir takım teşviklerde uygulanmaktadır. Lübnan ve Türkiye’de oluşan yüksek kamu harcamaları yabancı sermaye açısından bir istikrarsızlık unsuru olsa da, bu konuda yapılan düzeltme çalışmaları(özelleştirme, kayıtdışı ekonominin küçültülerek vergi gelirlerinin artırılması) yabancı sermayeyi ülkelere doğru çekmektedir.

Özelleştirme programı ile kamu kesiminin ekonomideki payı küçültülmeye çalışılan Mısır'da kamu şirketlerinin borçları ve fazla personel çalıştırmaları, hantal yapıları nedeni ile 1990'li yıllarda yavaş ilerlemiştir. Mısır hükümeti ülkeye yabancı sermaye çekmek üzere bürokratik işlemlerin olmadığı "Çin Modeli Özel Ekonomik Bölgeler" kurulmasına karar vermiştir. Kurulan her bölge bağımsız olup, kendi kurallarını belirleme hakkına sahip olacak ancak gümrük ve vergi işlemleri için Maliye Bakanlığı ve yatırım izni içinde Adalet Bakanlığının izni aranacaktır. Amaç, bağımsız kurulan bölgeler arasında rekabet yaratarak yatırım ortamını iyileştirmektir. Satış vergileri muafiyeti ve yatırımda kullanılacak hammadde ile yatırım mallarına uygulanan gümrük vergileri muafiyeti ve kurumlar vergisinin %40'lardan %10'lara indirilmesi gibi konularda yabancı yatırımcıya teşvikler uygulanacaktır(DEİK Mısır...., 2003:6).

Uluslararası kredilendirme kuruluşu Standard and Poors, İsrail'in 2002 yılındaki kredi notu düşüşlerinin gerekçesini kamu maliye politikalarındaki sorunlara bağlamıştır. İsrail 'de yıllardır çok yavaş bir şekilde süren özelleştirme programına hız kazandırmak için, özelleştirilmesi öngörülen kamu teşebbüslerinin 2003 yılında büyümelerine izin verilmemesi ve kendilerine ayrılan ödeneklerin kısıtlanması yönünde bir pilot çalışma başlatılacaktır. 2003 yılında kamu personelinde %10'luk bir azalma yapılması düşünülmektedir. Ülkede yaşanan ekonomik problemler neticesinde sermaye çıkışının artacağı tahmin edilmektedir(T.C. Dış Ticaret Müsteşarlığı, 2003:11).

Petrol kullanımı gibi farklı konularda çeşitli teşvikler uygulayan Fas'da hükümet harcamaları yıllara göre değişkenlik göstermektedir. Özelleştirmelere hız verilerek kamuya yapılan ücret ödemelerinin kısılması, vergi tabanının genişletilmesi ve teşviklerin azaltılması gibi konularda çalışmalar mevcuttur. Bu konudaki en büyük başarı 2001 yılında "Maroc Telecom"un %35 hissesinin Fransızlara satılmasıdır(DEİK Fas...., 2001:3). Benzer şekilde Tunus ve Ürdün'de de devletin ekonomideki payının azaltılarak özel sektörün canlandırılması için özelleştirme çalışmalarına hız verilmiştir.

GAB ülkeleri içinde dış dünyaya en kapalı ülke konumunda bulunan Suriye’de 1960’lı yılların başında önemli sektörler kamulaştırılmaya başlanmış ve 1970’li yıllarda Arap ülkelerinden gelen yardımlarda yeni kamu şirketlerinin kurulmasında kullanılmıştır. Ülkenin merkezi hükümet gelirleri petrol fiyatlarındaki değişime bağlı olarak değişmektedir. Ülkeye akan yabancı sermaye dış yardımlardan oluşmaktadır. Ülkenin dış borç ödeme konusunda (son zamanlarda borçlarını çeşitli protokollere bağlayarak düzeltmeye çalıştığı) olumsuz bir imajı vardır. Bütün bunlar yabancı yatırımcıların ülkeye gelmesi açısından olumsuz sonuçlar doğurmaktadır(DEİK Suriye....., 2001:1-4).

Cezayir’de genel olarak GNP’nin %20’sine yakın vergilendirilmemiş kazanç vardır. Ülkenin birincil ekonomik hedefi işsizlik oranının düşürülmesidir. Hedeflere ulaşılmanın anahtarı ise özelleştirme, yeni vergi reformları, devlet kurumlarının yeniden yapılandırılmasına ve fiyatların serbestleştirilmesine bağlı olarak yabancı sermayenin ülke içine çekilmesidir(DEİK Cezayir....., 2003:1-3).

### **2.3.2. GAB Ülkelerinde Para Politikası, Döviz Kurları ve Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi**

Yabancı sermayeyi teşvik açısından para politikası maliye politikasının tamamlayıcısıdır. Para politikası makro ekonomik dengenin başarı göstergesidir. Likiditeyi kontrol eder, dış dünya ile bağlantıyı sağlar. Para politikası bir başka açıdan da kur politikalarının temelidir. Öyle ki dış denge göstergeleri ile birlikte, yabancı sermayenin girişine veya çıkışına paranın farklı kur sistemleri altında belirlenen değeri etkili olur. Bununla birlikte paranın dış değeri, doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin yanısıra kısa vadeli spekülatif para hareketlerinin de tetikleyicisidir. Bu sebeble döviz kurunun ani ve geniş dalgalanmalarından kaçınmak sağlam bir makro ekonomik politikanın gereğidir. Bunun içinde olası şoklarla mücadele edebilecek uluslararası düzeyde rezerve ve kredibiliteye sahip olmak gerekir.

2001 Şubat’ında Türkiye’de yaşanan krizde döviz kuru sisteminin ve rezervlerin ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Ülke içinde oluşan politik gerginlik ve öncesinde kötüye giden makro ekonomik göstergelerin sonucunda yabancı sermayenin ülke dışına çıkmasına bağlı olarak oluşan döviz talebini Merkez Bankası karşılayamamış (veya daha da büyük bir kriz beklentisi ile mevcut

rezervlerini yeteri kadar kullanmamıştır, merkez bankasının bu politikası halen tartışılmaktadır.) sonrasında da ülkede büyük bir devalüasyon gerçekleşmiştir. Halbuki “önceden belirlenmiş sürünen sabit kur” sistemi yerine (crawling peg), ülkede şu an uygulanan serbest dalgalı kur rejimi uygulansaydı döviz kurunda bu düzeyde sıkışma gerçekleşmeyecekti. Ek 2’den görülebileceği üzere portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları azalmıştır(2000 yılında 8.6 Milyar USD olan toplam sermaye hareketleri, 2001 yılında -14.1 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir).

İsrail halen serbest dalgalı kur politikası uygulamaktadır. Ülkede Filistin Yönetimi ile yaşadığı sorunlar ve kötüye giden ekonomik durum sonrasında merkez bankası yaşanan resesyonun önüne geçmek için 2001 Aralık’da faiz oranları indirmiş, “Yeni İsrail Şekli”de dolar karşısında değer kazanmıştır. Ardından ABD’de yaşanan faiz düşüşleri ile “Şekel” tekrar değer kaybetmiştir. Bütün bu yerel paradaki gelişmeler ülkeye yapılan yabancı sermaye yatırımlarını da olumsuz etkilemiştir(T.C. Dış Ticaret Müsteşarlığı, 2002:3).

Mısır kur çıpası ile amerikan dolarına bağladığı döviz kuru rejimini Ocak 2003 de terk etmiş serbest dalgalı kura geçmiştir. Bunun ardından “Mısır Lirası” diğer yabancı paralar karşısında %16 değer kaybetmiştir. Bu gelişmeler ile ülkede ihracatın ve son bir-iki yılda katlanarak büyüyen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının daha da artması beklenmektedir.

Lübnan da savaş sonrası ekonominin yeniden canlandırılması için sabit kur kullanılarak ekonomik açıdan belirsizliklerin azaltılması istenmiştir. Daha sonra özel sermaye yatırımlarının cazip kılınması maksadı ile serbest kur uygulamasına geçilmiş sermaye hareketleri önündeki engellerde kaldırılmıştır. Yine de bölgesel ve iç siyasi belirsizlik nedeni ile özel yabancı sermaye yatırımları arzu edilebilir düzeyde olmamaktadır.

Ürdün ise sabit kur rejimi uygulamaktadırlar. Keskin reel kur değişimlerinden uzak bir yapı sergilemektedir. Öyle ki bu ülkenin mevcut yapısı başka bir kur sisteminin uygulanmasını da mümkün kılmamaktadır. Ürdün de Filistin şirketlerinin paralarının ve aktiflerinin olması döviz kurunun riski azaltmak açısından sabit olmasını gerektirmektedir. Bu iki ülke arasında sermaye hareketlerinde karşılıklı bir etkileşim söz konusudur.

Önemli sermaye kontrolleri bulunan ülkelerden Fas ve Tunus kontrollü dalgalanmaya sahiptir, reel kur hedeflemesi uygulanmaktadır. Fas ihracatının %65'i AB ülkelerine yapılmaktadır. Ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi sonrasında ihracatçıların baskısı ile %5 devaluasyon yapılmış, aynı yıl Fas'da gerçekleşen FDI'larda büyük bir artış göstermiştir(DEİK Fas....., 2001:2).

### **2.3.3. GAB Ülkelerindeki Finansal Sektörlerin Yabancı Sermayeyi Çekme Etkisi**

Etkili ve güvenilir bir finansal sektör sermaye hareketleri açısından gerekli ve vazgeçilmezdir. Sistemin etkin çalışması liberal düzenlemeler ve piyasa odaklı parasal enstrümanların çokluğunu gerektirir. Geçmiş yıllara bakıldığında(1995 ve öncesi) GAB ülkelerinin finansal piyasalarındaki zayıflıklar sebebiyle sermaye hareketlerinin bu ülkelere çok az yöneldiği görülmektedir. Bölgede 1975-1994 yılları arasında bankacılık sektöründe aktif büyüklükleri artmış, sektör bir takım reformlar ile kendini düzeltmeye başlamıştır. Gerçekten bunun sonucunda da 1997 yılında bölgede belli ülkelere yoğunlaşarak yaklaşık olarak toplam 2 Milyar USD portfolyo yatırımını gerçekleştirmiştir(Verrascina ve Marconcini, 2002:81).

Finansal sektörün ve özellikle de onun vazgeçilmez bir parçası olan bankacılığın gelişmesi için sadece bir takım reformların yapılması yeterli değildir. Aynı zamanda ülkede belirli bir tasarruf kültürünün de oluşması gerekmektedir. Öyle ki sistem kendi kendini besleyebilsin. GAB ülkelerindeki en temel problemlerden bir tanesi tasarruf kültürünün henüz yeterince oluşmamış olmasıdır.

Dünya da pek çok örneği olan bankacılık reformları için yapılması gereken düzenlemeler kısaca yeniden yapılandırma ve yeniden sermayelendirme olarak adlandırılır. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması neticesinde de bankaların riskleri 2 yolla artar.

- (i) Sermaye akımlarının bankalardaki mevduatlar üzerindeki değişim etkisi artar.
- (ii) ~~Yurtdışından gelen sermaye döviz kurunun volatilitisini artırır ve~~ bankaların taşıdıkları döviz cinsinden açık(kapalı) pozisyonlar riskli bir hal alır.

Bu sebeplerle bankacılık sektörü iyi gözlenmeli ve olası risklere karşı güçlendirilmelidir. Etkin çalışmayan, finansal aracılık görevini yerine getiremeyen bir bankacılık sektörünün olduğu ülkeye yabancı sermayenin de gelmek de zorlanacağı aşikardır.

Yaşanan finansal krizler neticesinde ders alan, bütün GAB ülkeleri parasal sistemleri ve bankacılıkları üzerinde çeşitli reformlar yapmışlardır. Sermaye hareketleri serbest olan ülkeler dolaylı piyasa enstrümanları ve faiz oranları üzerinde güven sağlamışlardır. Mısır, İsrail, Lübnan ve Türkiye'de piyasa faiz oranının belirlenmesinde dolaylı piyasa enstrümanları da büyük rol oynamaktadırlar. Hazine bonusu faiz oranı ihale sonucu belirlenmekte, iskonto faiz oranı belirlenirken de piyasadaki mevduat ve kredi faiz oranları dikkate alınmaktadır. Para otoriteleri açık piyasa işlemleri vasıtası ile hazine bonoları alıp satarak banka rezervlerini düzenlemeye ve kredi genişlemesini sterilize etmeye çalışmaktadırlar. Bütün bunlara rağmen sermaye hareketleri açısından diğer 4 ülke ile aynı statüde bulunan Ürdün'de benzer işlemler para piyasası üzerinde uygulanmamakta, faiz oranları çok fazla değişmemektedir.

Sermaye hareketleri açısından görece üstün performans gösteren GAB ülkeleri iyi işleyen bankacılık sektörlerine sahiptirler. İsrail iyi gelişmiş ve modern bankacılığa sahip bir ülkedir. İşlem zenginliği, uluslararası aktivitelerin çokluğu ve büyük yabancı bankalar ile olan işlemler İsrail bankacılığının karakteristik özellikleridir. 1996 yılı verileri ile İsrail'de sektörün sermaye yeterlilik rasyosu ortalaması %9.8'dir(Nsouli,1998:16).

Mısır uyguladığı reform programları ile finans ve bankacılık sektöründe liberalizasyonu sağlamış ve sektörü güçlendirmiştir. 1996 yılı sonunda kamuya ait 14 tane banka büyük ölçüde özelleştirilmiştir. Mısır'da yabancı sermaye bankacılık sektöründe oldukça faaldir. Ülkede yabancı bankaların 15 tane şubesi, yabancıların büyük ölçüde ortak oldukları 8 yatırım bankası, 15 yabancı ortaklı ticari banka bulunmaktadır. Ancak yabancıların bir bankada %49'dan fazla pay sahibi olmasına izin verilmemektedir. Yatırım bankaları yerli ve yabancı para cinsinden hizmet verebilmeleri ve orta-uzun vadeli işlemlere yoğunlaşmaları ile diğer bankalardan ayrılmaktadırlar(Verrascina ve Marconcini, 2002:85).

Ürdün bankalarının sermaye yeterliliği tabanı ve gözetim sistemleri ile ilgili olarak uluslararası standartları benimsemiştir. Bankacılık yabancı bankalara özellikle Arap bankalarına açıktır. Ürdün bankalarının yurtdışında 400 şube ve ofisi vardır. Bu özelliği ile Ürdün Arap dünyasının bankacılık ihtiyacını karşılamaktadır. Filistin'de 10'dan fazla Ürdün bankasının 50'ye yakın şubesi vardır. Ürdün bankalarının diğer bir özelliği de orta ve uzun vadeli fon sağlıyor olmalarıdır(Verrascina ve Marconcini, 2002:89-91).

Lübnan'da 1989'daki savaşın ardından bankalar karlılıklarını yeniden kazanmışlardır ve sermaye yeterlilik rasyoları da sürekli yükselmektedir(2001 yılında %12'dir). Şu anda Lübnan ekonomisinin en güçlü sektörü bankacılık sektörüdür. İsviçre bankalarını aratmayacak ölçüde hesaplar üzerinde gizlilik mevcuttur. Yabancı para üzerinden yapılan mevduatlarda Lübnan merkez bankasında rezerv tutulmasına gerek yoktur. Ancak bu mevduatların sadece %75'i özel sektöre borç olarak verilebilir. Yabancı bankaların şubeleri de mevcuttur ve bu şubeler üzerinden karşılıklı işlemler, portföy yönetimi ve kiralık kasa işlemleri gibi hizmetler verilmektedir(Verrascina ve Marconcini, 2002:92).

Türkiye de ise bankacılık sisteminin yapısı rakamların önüne geçmiştir. Sermaye yeterlilik rasyosu 1996 yılı ile %9.3 ile Basle standartlarının (Basle standartları %8'dir) üzerindedir. Devlet ticari bankaları toplam bankacılık sektörünün varlıklarının %42'sine sahip ve bu bankaların ciddi sermaye açığı bulunmaktadır(Nsouli,1998:16). Ayrıca devlet bankaları devamlı kayıp ve likidite problemleri içindedirler. Son yıllarda özel bankalar sermaye yapılarını güçlendirmişler ancak aktif-pasiflerin vade uyumsuzluğu, döviz pozisyonlarının uygunsuzluğu halen en büyük problemler olarak gözükmemektedir. Yaşanan bankacılık krizlerinin ardından sektörde büyük bir daralma gerçekleşmiş ve mali yapısı bozuk pek çok sayıda banka TMSF'ye(Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) devredilmiştir. Devredilen bu bankalar yerli ve yabancı alıcılara kısmen veya tamamen satılmak istenmektedir. Özellikle yabancı bankalar tarafından talep gören fon bünyesindeki bankaların satışı; personel yapısı, şube lokasyonları, teknik altyapı, sendikal zorluklar, sorunlu kredilerin çokluğu, fiyat uyumsuzluğu gibi sebeplerle gerçekleşmemektedir. Bu konuda en başarılı örnek Demirbank'ın mevduatlarının HSBC'ye satılmasıdır. HSBC Advantage Kartı'da(Türkiye'nin en yaygın olarak kullanılan taksitli alışveriş kartlarından birisi) satın alarak Türkiye'de büyümek



istediğinin sinyallerini vermiştir. Türkiye’de bulunan yerli bankaların yurtdişında 10 farklı ülkede 100 yakın şube ve ofisi ve yaklaşık 70 tane kadar da iştirak ve bağlı ortaklığı bulunmaktadır(Verrascina ve Marconcini, 2002:101).

Sermaye hareketlerinde halen önemli kısıtlar bulunan ve bu konuda düşük performans gösteren GAB lkelerinin bankacılık sektörleri incelenecek olursa;

Fas ve Tunus iyi merkezi gözetleme esasına dayanan ve uluslararası standartlara yakın bir sistem benimsemişler ve bunu geliştirip güçlendirmişlerdir. Bunun sonucunda Fas bankalarının yeterli sermayeye sahip oldukları ve sorunlu kredilere ayırdıkları karşılık oranlarının da yüksek olduğu görülmektedir. Tunus da bankacılık oldukça karlı, ancak bu karlılık yıllara göre değişkenlik göstermektedir. Devlet ve özel sektör bankalarının sermaye yapılarının güçlendirilmesi gerekmektedir(Verrascina ve Marconcini, 2002:100-103).

Kredilerin yıllık bir plana göre belli bir faiz oranı üzerinden paylaştırıldığı Suriye de ise sektörün köklü ve gerçek bir reforma ihtiyaı vardır. Dünyadan izole edilmiş bir sistem vardır. Öyle ki bu sistemde ek, kredi kartı gibi basit araçlar bile kullanılmamaktadır(Verrascina ve Marconcini, 2002:99). AB bu sebeplerle MEDA fonları kapsamında mevcut sistemin modernizasyonu için özellikle teknik ve maddi destek vermeyi taahhüt etmektedir. Filistin bankacılık sistemi hızlı gelişmekte ve uluslararası standartlarda hizmet vermeye çalışmaktadır. Bunun için “Filistin Para Otoritesi” düzenleyici ve kontrol edici rol oynamaktadır. Filistin de halen yerli bankalarda döviz ağırlıklı hesaplara izin verilmiyor olması ticari işlemler ve uluslararası arena da rekabet gcve yabancı sermaye yatırımları açısından olumsuzluk yaratmaktadır(Verrascina ve Marconcini, 2002:102-103).

### 2.3.4. GAB Ülkelerinde Piyasa Odaklılık ve Yabancı Sermaye Yatırımlarına Etkisi

İyi çalışan piyasa fiyat mekanizması ülkeye sermaye akımlarının girmesini sağlayabileceği gibi, sermaye akımlarının yaratabileceği çarpıklıkların da önüne geçebilir. Sübvansiyonlar, vergi ayrıcalıkları, fiyat kontrolleri kaynakların etkin dağılımında ve piyasa fiyatı üzerinde çarpıklıklara yol açar. Dış finansmanı ve dış yatırımları aşama aşama bitirir. Suriye hariç GAB ülkelerinin hepsinde mal hizmet piyasasında oluşan fiyatlar üzerinde belirli bir kontrol yoktur, serbest piyasa ekonomisi benimsenmiştir.

Emek piyasasında İsrail’de çalışan maaşları üzerinde ciddi sıkıntılar mevcuttur. Kişiler düşük maaş almak yerine çalışmamayı tercih etmektedirler. Emek piyasalarında ki bu ve benzeri sertlikler yüksek emek maliyetlerine yol açmaktadır. Bu tarz durumlar doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmanın çekiciliğini azaltmaktadır. Aslında İsrail dışındaki diğer GAB ülkelerinde işsizlik oranı oldukça yüksektir, %10-%30 arasında değişmektedir. 2002 yılı itibari ile Mısır’da %9.6 (DEİK Mısır....., 2003:2), Lübnan’da %25(DEİK Lübnan.....,2002:2), Cezayir’de resmi verilere göre %30, gayri resmi kaynaklara göre %50 civarındadır (DEİK Cezayir.....,2003:2). Bölgede genel olarak emek maliyetleri FDI yapılması açısından oldukça uygun bir ortam oluşmasına yol açmaktadır. Öte yandan bölge ülkelerinde çeşitli kurumlarca piyasaların işleyişine müdahale sözkonusudur. 2001 yılı sonlarında Cezayir Ekonomi Bakanlığı ülkede enerji sektörüne yatırım yapan yerli ve yabancı firma sayısını arttırmak amacıyla yabancı sermayenin enerji sektörüne girişini öngören “Hidrokarbon Yasa Tasarısı”nı hazırlamıştır. Ancak yasa ordu ve sendikaların baskısı sonucu 2002 gündemine alınmamıştır. Ordunun hükümet üzerinde etkisinin hala devam ettiğinin ortaya çıkması sonrasında yatırım ortamı yabancı yatırımcılar için güvenilirliğini kaybetmiştir(DEİK Cezayir....., 2003:2).

Gümrük tarifeleri, ithalat kısıtlamaları da iç ve dış fiyatlar açısından kaynak etkinliğini ortadan kaldırmakta ve sermaye akımlarını da olumsuz etkilemektedir. Sermaye hareketlerine serbesti tanıyan ülkeler arasında İsrail de gümrük tarifeleri 1996 yılı itibari ile en düşük %7.2 ve Mısır’da en yüksek %28’tir. Diğer grup ülkelerde ise Fas’da %19.3 ve Suriye’de %35’dir(Nsouli,1998:17).

#### 2.4. GAB Ülkelerinde Doğrudan Sermaye Hareketleri

Doğrudan sermaye yatırımları geliştirmekte olan ülkeler açısından çok önemlidirler. Bir şirketin, işletmenin büyümesi fon kaynaklarının artmasına bağlıdır. Fon kaynaklarının artması içinde şirketler sermayelerini arttırmak veya yeni borç bulmak durumundadırlar. Ülkeler içinde bu durum çok farklı değildir. Diğer ülkelerdeki yatırımcıların o ülkeye olan güveninin en büyük göstergesi olan doğrudan sermaye hareketleri sürdürülebilir kalkınmanın sağlanmasında büyük rol oynamaktadırlar. Aynı zamanda o ülkenin dünya ekonomisine açıklığının da göstergesidir. Doğrudan sermaye hareketlerini diğerlerinden ayıran en önemli fark daha uzun süreli olmaları ve beraberinde teknoloji transferi, bir takım kurumsal beceri faaliyetlerini de getiriyor olmalarıdır.

Ülke içine doğru yönelen doğrudan sermaye UNCTAD raporlarına göre 1985-1995 yılları arasında bütün dünya da ortalama 180 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibari ile bu akımların büyüklüğü Tablo 2.5 de verilmiştir.

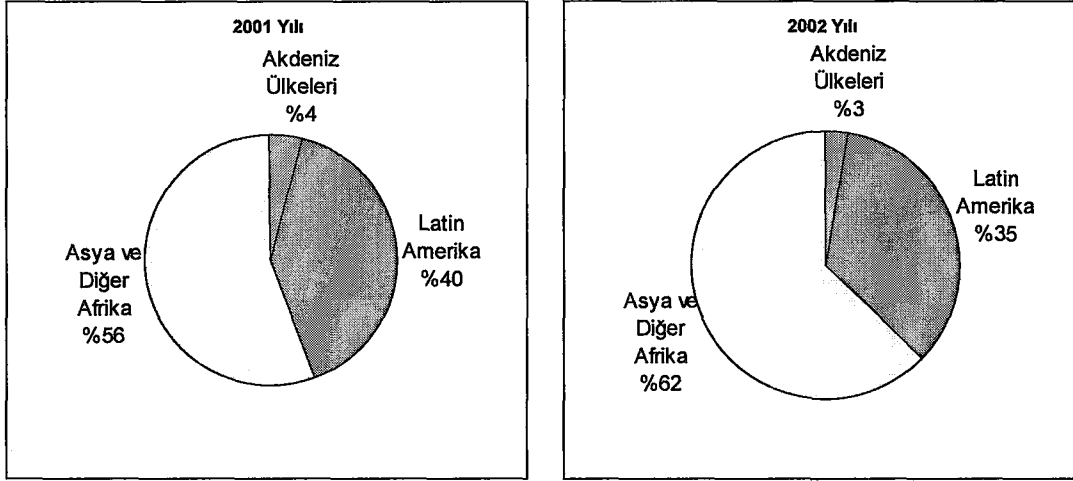
**Tablo 2.5 Doğrudan Sermaye Hareketleri 1985-2002( Milyar USD)**

|                                | 1985-1995 | 1996  | 1997  | 1998  | 1999   | 2000   | 2001  | 2002  |
|--------------------------------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>Gelişmekte olan Ülkeler</b> | 50.7      | 152.4 | 187.3 | 188.3 | 222.0  | 240.1  | 209.4 | 162.1 |
| <b>Dünya</b>                   | 180.3     | 384.9 | 477.9 | 692.5 | 1075.0 | 1270.7 | 823.8 | 651.2 |

Kaynak: UNCTAD, 2003 World Investment Report

Tablo 2.5'den de görüldüğü üzere doğrudan sermaye hareketlerinden en büyük payı gelişmiş ülkeler almaktadır. 2000 yılında 1.270 Milyar USD ile en üst düzeye çıkan sermaye hareketleri 2002 yılı itibari ile 1998'deki seviyenin de altına inerek 651 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkeler yönelik sermaye hareketlerinin bölgesel dağılımı ve bu dağılım içinde de GAB ülkelerinin payı da Şekil 2.3'de verilmiştir.

**Şekil 2.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Doğrudan Sermaye Hareketlerinin Bölgesel Dağılımı 2001-2002**



Kaynak: UNCTAD, 2003 World Investment Report,2003

Şekilde de görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkeler içinde yer alan AB'ye üye olmayan Akdeniz ülkeleri(GAB ülkeleri) taşıdıkları gelişme potansiyellerine rağmen gelişmekte olan ülkelere yönelen doğrudan sermaye hareketleri içinde oldukça düşük bir paya sahiptirler. 2001 yılı itibari ile bu pay %4.2 ve 2002 yılı itibari ile ise %2.7'dir. (İsrail'in sanayileşmiş ülkeler içinde yer alması sebebiyle söz konusu hesaplama ilave edilmemiştir.)

AB ülkelerinden GAB ülkelerine akan doğrudan yabancı sermaye yatırımları da AB'nin toplam FDI'leri içinde küçük bir paya sahiptir. AB 2001 yılında 452 Milyar USD, 2002 yılında da 394 Milyar USD tutarında dış ülkelere yönelik FDI gerçekleştirmiştir. GAB ülkelerinin yıllar itibari ile aldığı paylar ise 2001 yılında %2.7 ve 2002 yılında ise %1.5 olmuştur(UNCTAD,2003).

Bölgeye akan doğrudan sermaye miktar olarak incelendiğinde ise GAB ülkelerine akan doğrudan sermayenin sadece yüzdesel olarak azalmadığı 2001 yılında 8.8 Milyar USD olan meblağın, 2002 yılında 4.5 Milyar USD olarak gerçekleştiği görülmektedir(UNCTAD,2003). Bu ülkelerdeki politik kararsızlık yatırımcıların cesaretini kırmaktadır. Bazı ülkelerde pek çok sektöre yabancı yatırımcıların girmesi yasaklanmış, bazı ülkelerde yüzdesel kısıtlamaya gidilmiş ve yerli ortak zorunlu tutulmuştur. Öte yandan özelleştirmelerin azlığı ve devletin pek çok sektöre hakim pozisyonu da sermaye hareketlerini kısıtlamaktadır.

Tablo 2.6’da GAB ülkelerine yönelen doğrudan sermaye yatırımlarının(FDI) yıllar ve ülke bazında dağılımı yer almaktadır. Sermaye yatırımları yıllara göre büyük dalgalanmalar göstermektedir. Bölgeye akan toplam FDI’nin %30-50’si, diğer ülkelere göre oldukça gelişmiş bir ekonomiye sahip bulunan İsrail’e yönelmektedir. Bu durumun oluşmasında İsrail’in dünya ülkeleri ile olan yakın ilişkilerinin payı büyüktür. FDI bölgede stratejik bir takım sektörlerle; öncelikli olarak petrol olan ülkelerde, petrol ile ilgili sektörlerle yönelmeyi tercih etmiştir. Cezayir’de hidrokarbon sektörüne ağırlıklı bir ilgi söz konusudur. Diğer ülkelerde ise turizm, bankacılık, telekomünikasyon, üretim ve inşaat-yapı sektörlerine yönelmektedir. FDI yöneldiği ülkelerde sıfırdan bir işletme kurmamakta yerel firmaları satın alarak birleşmeyi tercih etmekte veya özelleştirmelerden yararlanmaktadır.

**Tablo 2.6 GAB Ülkelerine Yönelen Doğrudan Sermaye Hareketleri  
1997-2002 Yılları ( Milyon USD)**

|                            | 1997        | 1998        | 1999        | 2000         | 2001         | 2002        | Ortalama    |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>İsrail</b>              | 1950        | 1839        | 3068        | 4988         | 3520         | 1648        | 2836        |
| <b>Türkiye</b>             | 805         | 940         | 783         | 982          | 3266         | 1037        | 1302        |
| <b>Fas</b>                 | 1188        | 417         | 1376        | 423          | 2808         | 428         | 1107        |
| <b>Mısır</b>               | 887         | 1076        | 1065        | 1235         | 510          | 647         | 903         |
| <b>Cezayir</b>             | 260         | 501         | 507         | 438          | 1196         | 1065        | 661         |
| <b>Tunus</b>               | 365         | 668         | 368         | 779          | 486          | 821         | 581         |
| <b>Ürdün</b>               | 361         | 310         | 158         | 787          | 100          | 56          | 295         |
| <b>Lübnan</b>              | 150         | 200         | 250         | 298          | 249          | 257         | 234         |
| <b>Suriye</b>              | 80          | 82          | 263         | 270          | 205          | 225         | 188         |
| <b>İsrail Hariç Toplam</b> | <b>4096</b> | <b>4194</b> | <b>4770</b> | <b>5212</b>  | <b>8820</b>  | <b>4536</b> | <b>5271</b> |
| <b>Toplam</b>              | <b>6046</b> | <b>6033</b> | <b>7838</b> | <b>10200</b> | <b>12340</b> | <b>6184</b> | <b>8107</b> |

Kaynak: UNCTAD, 2003 World Investment Report

Ürdün de yukarıdaki tablodan da izlenebileceği üzere 2000 yılında FDI'de yüksek bir artış söz konusudur. Bunun sebebi "Telecommunications Corporation of Jordan"nın özelleştirilerek, bir Fransız firmasına satılmasıdır. 1997 yılında Fas benzer şekilde "Societe Marocaine de L'Industrie"yi bir İsveç firmasına, Tunus 2000 yılında "Societe des Ciments de Gabes"i bir Portekiz firmasına, Mısır 2000 yılında "Alexandria Portland Cement"i bir İngiliz firmasına özelleştirme sonucu satmıştır(Eid ve Paua, 2002:112). Yine Mısır'da Eylül 2002'de "Al Ahram Beverages" firmasının %98 hissesi Hollandalı bira üreticisi "Heineken" tarafından satın alınmıştır(DEİK Mısır...,2003:3). Mısır'da gıda alanında son yıllarda yoğun FDI'lar yapılmaktadır. Bunda hammadde, emek maliyetlerinin düşüklüğü kadar ülkeye yılda 5 milyon kişiye yakın turistin gelmesinin de payı büyüktür.

Bölgede gerçekleşen en büyük özelleştirme, 2.2 Milyar USD ile 2001 yılında Fas'da gerçekleşmiştir. Bir Fransız firması olan "Vivendi Universal" tarafından "Maroc Telecom"un %35'i satın alınmıştır. Bu durumun oluşmasında Fas'ın değişen siyasi ortamının, basitleştirilmiş yatırım prosedürlerinin, yatırımcıların desteklenmesinin büyük rolü vardır(DEİK Fas...,2001:7).

Türkiye'de de yaşanan kriz sonrasında mali durumu kötüleşen ve sonrasında tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilen "Demirbank"ın yapılan özelleştirme sonrasında 2001 yılında "HSBC"ye satılmasıyla, ve yine 2001 yılında yeni GSM operatörünün İş Bankası ve bir İtalyan firması olan "Telefonica Italiano"nun satışı sonrasında gelen ödeme ile söz konusu yılda FDI miktarı zirveye çıkmıştır. Yıllar itibari ile bölge ülkelerinde sınır ötesi yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen şirket birleşme ve ortaklık işlemlerinin meblağları Tablo 2.7'de verilmiştir.

Tabloda da gözüktüğü üzere yabancı firmalar İsrail şirketlerine yapılan yatırımlar, şirketlerin ortaklık yapısındaki değişimler yıllar itibari ile bölgedeki diğer ülkelerin toplamı kadardır. İsrail ekonomisi gelişmişlik farkını ortaya koymaktadır. Suriye'nin dışarıya kapalı bir ülke olması, piyasa ekonomisinin henüz oluşmaması sebebiyle ülkede yapılan bu tarz yatırımlar sıfır seviyesinde seyretmektedir. Cezayir'de Suriye kadar olmamakla birlikte benzer bir yapıya sahiptir.

**Tablo 2.7 UNCTAD Raporuna Göre Sınır Ötesi Yatırımcılar Tarafından GAB Ülkelerinde Gerçekleştirilen Şirket Birleşme ve Ortaklıkları-Milyon USD**

|                | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>İsrail</b>  | 1097 | 1754 | 2854 | 2346 | 4452 | 466  |
| <b>Cezayir</b> | -    | -    | 42   | 127  | -    | -    |
| <b>Mısır</b>   | 102  | 48   | 738  | 528  | 660  | 335  |
| <b>Fas</b>     | 578  | 5    | 123  | -    | 2211 | 47   |
| <b>Tunus</b>   | -    | 402  | 11   | 301  | 45   | 191  |
| <b>Ürdün</b>   | -    | -    | -    | 567  | 20   | -    |
| <b>Lübnan</b>  | 168  | 11   | -    | 54   | -    | -    |
| <b>Suriye</b>  | -    | -    | 3    | -    | -    | -    |
| <b>Türkiye</b> | 144  | 71   | 68   | 182  | 1019 | 427  |

Kaynak: UNCTAD, 2003 World Investment Report

2003 yılında yayınlanan UNCTAD "World Investment Report 2003"a göre Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri 1999-2001 dönemine ilişkin FDI çekme açısından değerlendirilmiş ve aşağıdaki tablo çıkarılmıştır.

**Tablo 2.8 UNCTAD Raporuna Göre FDI Çekme Performansı**

|                               | <b>Yüksek FDI Performansı</b> | <b>Düşük FDI Performansı</b>    |
|-------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| <b>Yüksek FDI Potansiyeli</b> | İsrail ve Ürdün               | Mısır ve Lübnan                 |
| <b>Düşük FDI Potansiyeli</b>  | Fas                           | Cezayir, Suriye, Tunus, Türkiye |

Kaynak: UNCTAD, 2003 World Investment Report, 2003:14

Tablo'ya göre İsrail ve Ürdün hariç ülkelerin çoğu düşük FDI performansı göstermektedir. Gösterilen düşük performansında ötesinde UNCTAD raporunda bu ülkeler için mevcut FDI potansiyeli de düşük olarak gösterilmiştir. Bir anlamda FDI yapılması açısından bu ülkeler uygun olarak gösterilmemektedir. Türkiye'nin sermaye hareketlerine tanınan serbesti açısından diğer ülkelere pek çok açıdan avantajı olmasına karşın performans matrisinde düşük potansiyel ve düşük performans bölümünde yerleşik olması ülkenin yaşadığı krizlere bağlı olarak uluslararası finansal piyasalarda halen yeterli güveni sağlayamamış olmasının ve ekonomisinin halen çok hassas dengeler üzerine kurulmuş olduğunun en büyük kanıtlarından birisidir.

Hammadde, ucuz işgücü gibi maliyet avantajları yüzünden AB'nin Almanya, Fransa gibi kurucu üyeleri başta olmak üzere pek çok ülke geliştirmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmaktadır. Daha önceki yıllarda ortak üyelik anlaşmasını imzalayan ve genişleme sürecinde yer alan 2004 yılında yeni katılacak üyelerle birlikte AB'nin kendi içinde doğrudan yatırım politikasının da değişeceği öngörülmektedir. Bu ülkeler arasında yer alan Çek Cumhuriyeti ve Macaristan sırasıyla GNP'lerinin %8 ve %10 oranında doğrudan yabancı yatırım çekmektedir(UNCTAD, 2003). Bu oran Türkiye'de %1 civarındadır. 2002 yılında bir önceki yıla göre FDI yatırımları dünya genelinde %21 oranında azalmıştır. Yeni üye olacak Doğu Avrupa ülkelerine akan FDI miktarı ise 2000 yılında 20.6 Milyar USD, 2001 yılında 17.9 Milyar USD ve 2002 yılında 21.5 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir. AB'nin dışarıya doğru yönelen FDI'ları içindeki payı ise sırasıyla %2.5, %4, %5.4 olmuştur. AB tarafından Topluluk içine yeni alınacak bu ülkelere yapılan yatırım miktarı her geçen yıl artmaktadır. Zaman içerisinde bu yatırımlar bölge içi ticaret hacmini daha da artırabilecektir. Ancak topluluk dışında kalan ülkeler üzerinde de ticaret ve yatırım azaltıcı bir etkiye de yol açabilecektir.



## 2.5. GAB Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları

Menkul kıymet piyasaları şirketler, devletler ve yatırımcılar için uzun vadeli fon sağlayan serbest piyasa ekonomisinin vazgeçilmez unsurlarıdır. Bu sebeplerle menkul kıymet borsalarının da öncelikli fonksiyonları;

- Yüksek düzeyde organize olmuş menkul kıymet piyasası kurmak
- Arz ve talebi karşılaştırarak işlem hacmini ve piyasanın likiditesini sağlamak
- Doğru fiyat oluşumunu sağlamak ve bunu zamanında duyurmak.

Piyasaların gelişmesine ve de dolayısıyla ülkenin de gelişmesinde büyük katkı sağlayan menkul kıymet borsalarının hilesiz, açık, serbest ticarete izin veren ve kanunlarla yatırımcısını koruyan niteliklere sahip olması gerekir.

GAB ülkeleri borsalarının genel yapısı Tablo 2.9'de yer almaktadır. Söz konusu tablo bu ülkelerin ana yapılarının karşılaştırılması açısından hemen bir fikir vermektedir. Borsanın kuruluş tarihi, kanuni yapısı, mülkiyeti ve gözetim sistemi oldukça önemli unsurlardır. GAB ülkelerinde en eski borsa Mısır'da yer almaktadır. İskenderiye Borsası 1881 ve Kahire Borsası 1903 yılında kurulmuştur. 1920'de Lübnan'da, 1929'da Fas'da ve bölgenin en gelişmiş borsalarından olan İsrail Borsası 1930'larda kurulmuştur. Türkiye'de borsa ise ancak 1986 yılında kurulmuştur. Suriye'de halen bir menkul kıymet borsası bulunmamaktadır. Bütün borsalar belli kurallar çerçevesinde kurulmuştur. Mısır, Lübnan ve Türkiye borsaları yarı devlete bağımlı, Fas, Tunus ve Filistin borsaları özel, geri kalan ülke borsaları ise devlete bağlı bir yapıya sahiptir.

Borsaların özellikleri, ticareti yapılan ürünleri tablo 2.10'de yer almaktadır. Menkul kıymetlerin ticareti genellikle pazartesten cumaya haftalık olarak yapılmakta olup bütün borsalarda elektronik sistemler kullanılmaktadır. İsrail borsasında sürekli işleme izin veren "Computerized Call Market" sistemi kullanılmaktadır. Bu sistem sayesinde üyeler dealer'lara ve trading floor'lara ihtiyaç duymadan istedikleri an sisteme alış ve satış emirlerini girmekte işlemler yapılmaktadır. Bu yapı mevcut sistemin güvenilirliğini ve şeffaflığını arttırmakta olup, bu sayede borsa yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından oldukça fazla talep görmektedir.

Cezayir borsası dışında bütün borsalarda pek çok sektöre ait menkul kıymet işlem görmekte iken 1997'de kurulan Cezayir borsasında 2002 yılı için sadece 4 firmanın işlem görüyor olması borsanın derinliğini azaltmaktadır. Bu açıdan Mısır, İsrail ve Türkiye borsalarında işlem gören şirket sayısı oldukça fazladır. Bölgede 1997-2002 döneminde borsalarda 2.501 adet şirket işlem görmüştür. Yine Piyasa kapitalizasyonu açısından Türkiye ve İsrail başı çekmektedir(Verrascina ve Marconcini, 2002:112).

Takas süresi Mısır ve Türkiye'de 2 gün iken Tunus'da 7 gündür. Gelişmekte olan piyasalar açısından takas süresinin kısa tutulması piyasalar açısından canlandırıcı bir etki yaratmaktadır. Öte yandan spekülatif faaliyetlere karşı da savunmasız bırakılmaktadır(Verrascina ve Marconcini, 2002:113).

Bazı borsalardaki yabancı yatırımcı işlemlerinin durumu incelenecek olursa,

- İsrail'de yabancı yatırımcılar işlem görmekte olan istedikleri menkul kıymeti alıp satabilirler. Ancak söz konusu işlemler yerel para cinsinden farklı bir para ile satın alınacak ise; faiz, kar payı ödemelerinin de aynı para cinsinden yapılması gerekmektedir.
- Ürdün'de sermaye piyasalarını yabancı yatırımcılara açmış bulunmaktadır. Ancak işlemler açısından üst sınırlama ve sektör kısıtlaması mevcuttur(inşaat, ticaret, madencilik sektörlerinde yabancılar işlem yapamaz).
- Fas'da doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve yabancıların şirket sahipliği konusunda kısıtlama bulunmamaktadır. Devlet tahvilleri yurtiçi yerleşik olan veya olmayanlara satılabilmektedir.
- Tunus'da da yabancı yatırımcıların işlemlerinde üst sınırlama bulunmaktadır. Borsa da işlem gören şirketlerin en fazla %10'nuna sahip olabilirler. Yurtdışına kar transferlerinde ise çok sıkı gözetim vardır ve şirketin borsaya kote olması ve yüksek oranda ihracat yapıyor olması şartı aranmaktadır.
- Filistin'de yabancı yatırımcılar için bir kısıtlama yoktur, yasalar ile kişiler manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticaretine karşı korunmaktadır.

Tablo 2.9 GAB Ülkelerinin Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı

|                        | Cezayir                                   | Mısır                              | İsrail                     | Ürdün          | Lübnan                   | Fas                                | Tunus                                   | Türkiye                             | Filistin Yön.                   |
|------------------------|---|------------------------------------|----------------------------|----------------|--------------------------|------------------------------------|---|-------------------------------------|---------------------------------|
| <b>Borsanın İsmi</b>   | “Bourse Algérienne des Valeurs Mobilères” | “Cairo& Alexandria Stock Exchange” | “Tel-Aviv Stock Exchange ” | “Amman Bourse” | “Beirut Stock Exchange ” | “Bourse des Valeurs de Casablanca” | “Bourse des Valeurs Mobilères de Tunis” | “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” | “Palestine Securities Exchange” |
| <b>Kuruluş Tarihi</b>  | 1997                                      | 1881: Alexandria<br>1903: Cairo    | 1930's                     | 1975           | 1920                     | 1929                               | 1969                                    | 1986                                | 1996                            |
| <b>Yasal Dayanağı</b>  |   |                                    |                            |                |                          |                                    |   |                                     |                                 |
| <b>Kanun</b>           |   | X                                  | X                          | X              |                          | X                                  | X                                       |                                     | X                               |
| <b>Kanun-Kararname</b> | X   |                                    |                            |                | X                        |                                    |   | X                                   |                                 |
| <b>Mülkiyeti</b>       |   |                                    |                            |                |                          |                                    |   |                                     |                                 |
| <b>Özel</b>            |   |                                    |                            |                |                          | X                                  | X                                       |                                     | X                               |
| <b>Kamu</b>            | X   |                                    | X                          | X              |                          |                                    |   |                                     |                                 |
| <b>Yarı-Kamusal</b>    |   | X                                  |                            |                | X                        |                                    |   | X                                   |                                 |

Kaynak: Verrascina, G. ve Marconcini, C., (2002), “Efficient Capital Market-Investments and The Role of o Euromediterranean Network of Stock Exchange”.

Tablo 2.10 GAB Ülkelerinin Menkul Kıymet Borsalarının Temel Özellikleri ve Ticareti Yapılan Ürünler

|                                   | Cezayir  | Mısır                  | İsrail                  | Ürdün                 | Lübnan                | Fas                  | Tunus                 | Türkiye                | Filistin Yön.         |
|-----------------------------------|----------|------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| <b>İşlemi Gören Şirket Sayısı</b> | 4 (2002) | 1036 (2002)            | 669 (2002)              | 160 (2002)            | 9 (1997)              | 57 (2002)            | 44 (2002)             | 280 (2002)             | 28 (2002)             |
| <b>Piyasa Kapitalizasyonu</b>     | N.A.     | 31.4 Milyar USD (2000) | 101.6 Milyar USD (2001) | 4.5 Milyar USD (2001) | 2.6 Milyar USD (2000) | 11 Milyar USD (2000) | 2.4 Milyar USD (2001) | 47.7 Milyar USD (2001) | 0.7 Milyar USD (2000) |
| <b>Takas Süresi</b>               | N.A.     | T+2                    | T+3                     | T+3                   | T+3                   | T+2                  | T+7                   | T+2                    | T+5                   |
| <b>İşlemi Yapılan Ürün</b>        |          |                        |                         |                       |                       |                      |                       |                        |                       |
| <b>Hisse Senetleri</b>            | X        | X                      | X                       | X                     | X                     | X                    | X                     | X                      | X                     |
| <b>Hazine Bonosu</b>              |          | X                      | X                       | X                     |                       | X                    | X                     | X                      |                       |
| <b>Finansman Bonosu</b>           | X        |                        | X                       |                       |                       |                      |                       |                        |                       |
| <b>Devlet Tahvili</b>             | X        |                        | X                       |                       |                       | X                    |                       | X                      |                       |
| <b>Varant'lar</b>                 | X        | X                      | X                       |                       | X                     |                      |                       |                        |                       |
| <b>Yabancı Ülke Tahvilleri</b>    |          |                        |                         | X                     |                       |                      |                       |                        |                       |
| <b>Eurobond'lar</b>               |          |                        |                         | X                     | X                     |                      |                       | X                      |                       |

Kaynak: Verrascina, G. ve Marconcini, C., (2002), "Efficient Capital Market-Investments and The Role of o Euromediterranean Network of Stock Exchange".

Bölgede ülkeler arasında da ikili yakınlaşmalar da vardır. Mısır ve Lübnan arasında karşılıklı borsalarda işlem gören şirketler bulunmaktadır. Ürdün de bu ülkelerin arasına katılmak için faaliyet göstermektedir. Fas, Mısır ve Ürdün borsaları yaptıkları reformlar ile “Uluslararası Finans Kuruluşları Yatırım İndeksi” içinde yer almaktadırlar. Bu indeks ülkelere akan yabancı sermaye açısından büyük önem taşımaktadır. Mısır borsası Asya krizinin ardından yabancı sermaye açısından yeni bir sığınak işlevi üstlenmiş ve dış şoklara karşı güvenilirliğini ispatlamıştır. Bu konuda Mısır’ın yıllardır göstermekte olduğu ekonomik performansında payı büyüktür ve yabancı sermayeyi çekmektedir. Benzer bir gelişmede Fas’ın borsasını özelleştirmesinin ardından yaşanmıştır ve şu anda “Kazablanka Menkul Kıymetler Borsası” Afrika’nın Jonannesburg’un ardından ikinci büyük finansal piyasasıdır(Verrascina ve Marconcini, 2002:114)..

Farklı karakterlere sahip menkul kıymet borsalarının birleştirilmesi, hatta birbirleri ile karşılıklı işlem yapmaları dahi oldukça güç ayarlanabilir bir konudur. AB’de de bu konuda benzer güçlükler yaşanmaktadır. Çözüm olarak da AB’de sermaye piyasalarının tek bir çatıda birleştirilmemesi kararı alınmıştır. GAB ülkeleri borsaları özellikle bir kısmının çok yeni olması sebebiyle teknolojik açıdan oldukça iyi durumdadırlar. Piyasa kapitalizasyonları dünyadaki diğer gelişmekte olan ülkelere göre oldukça düşüktür. Gelişme vaat etmektedirler ancak bu gelişmenin reel sektör faaliyetleri ile desteklenmesi, borsalarda işlem gören şirket sayısının artması, takas, mevduat-ödeme sistemlerinin geliştirilmesi gerekmektedir.

Bölgede borsaların gelişmesinin önündeki diğer faktörler ise;

- Uygun olmayan politik, makroekonomik çevre ve vergi rejimleri
- Sermayenin tabana yayılmasına ilişkin bilgi birikiminin azlığı, dolayısıyla sermaye piyasalarına yönelen bireysel tasarrufların azlığı
- Yabancı portfolyö yatırımlarına getirilen kısıtlamalar
- Küçük yatırımcının korunması açısından yetersiz önlemler
- Likidite eksikliği

Sürekli içeriye doğru sermaye hareketinin gerçekleşmesini arzu eden GAB ülkelerinde menkul kıymetler borsalarının (sermaye piyasalarının) yeterince gelişmemiş olması sebebiyle İsrail, Mısır ve Türkiye hariç diğer ülkelere yoğun bir

portfolyö yatırımları da yapılmamaktadır. Ülkelerin çeşitli problemlerle karşılaşmasına bağlı olarak bu yatırımlar, ülkelerden çok hızlı çıkış eğilimi de göstermektedir. İsrail'in ekonomik ve Filistin Yönetimi ile yaşanan sorunlar ve Türkiye'de yaşanan 2001 krizi, önceki yıllarda yapılan portföy yatırımlarının bu ülkelerden çıkmasına yol açmaktadır.(Ek 2)

Barselona konferansı ile temelleri iyice sağlamlaştırılan Avrupa-Akdeniz ticaret alanının kurulması çalışmaları MENA ülkeleri(Middle East&North Africa) ile AB küçük ve orta ölçekli şirketlerinin gelişmesi için atılmış önemli bir adımdır. Avrupalı firmaların dünya piyasalarında daha az rekabet güçleri oldukları bir gerçektir. AB'de MENA ülkelerinin büyüme performanslarından ve geniş tüketici kitlelerinden yararlanmak istemektedir. Ancak bu gelişmelerin gerçekleşmesi büyük ölçüde sermaye hareketlerine bağlıdır. Ülkelerin her türlü sermaye hareketlerini kendilerine çekebilecek yapıda olmaları esastır. Özelleştirmelerin ve yasal düzenlemelerin yapılmış olması ülkelere doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekecektir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olması, uluslararası ekonomik entegrasyonun ve refahın artmasında büyük rol oynamaktadır. Öyle ki teknoloji transferleri, ülke içi yapısal gelişme ve rekabet artmaktadır. Avrupalı yatırımcıların GAB ülkelerine yatırım yapmaları da sermaye akımlarının serbest olmasına, başlıca finansal merkezlerin güvenilir, sosyo-ekonomik açıdan gelişmiş olmalarına ve iyi işleyen bir borsalarının olmasına bağlıdır. Bölgede "Avrupa-Akdeniz Menkul Kıymet Borsaları Ağı" kurulma fikri bu açıdan çok önemlidir. Proje ilk olarak 26-27 Mart 1998 tarihinde Londra'da toplanan "Avrupa-Akdeniz Sermaye Piyasaları Konferansı"nda gündeme gelmiştir. Bütün katılımcı ülkeler finansal piyasaların gelişmesi ve güvenilirliğinin artması açısından konunun gerekli olduğunu vurgulamışlardır. Ancak söz konusu proje günümüzde çok yavaş işlemektedir.

## SONUÇ

Genel olarak dışa açılma atılımlarını daha çok 1990'lı yıllarda yürürlüğe koyan “Güney Akdeniz Bölgesi Ülkeleri” (Cezayir, Mısır, İsrail, Ürdün, Lübnan, Fas, Suriye, Tunus, Türkiye ve Filistin Yönetimi) ekonomik bağları Avrupa Birliği ile yoğun olan ülkelerdir. Avrupa Birliği bu ilişkileri daha ileri boyutlara taşımak amacıyla, Avrupa-Akdeniz ortaklık süreci ile Akdeniz ülkelerinin her açıdan(ekonomik, kültürel, sosyal) gelişimine katkıda bulunmak istemektedir. Burada ki ekonomik programların ana hedefi piyasaların daha etkin çalışması için gerek teknolojik, gerek yapısal bir takım değişikliklerin yapılmasına öncülük etmektir. Böylece söz konusu ülkelere daha fazla yatırım yapılabilecek ortamın oluşması amaçlanmaktadır. AB GAB ülkelerinde olan bütün gelişmelerle yakın olarak ilgilenmektedir. Ancak gerekli yatırımların, hatta bu ülkelerin bir kısmının birliğe üye olmasının gerçekleşebilmesinin anahtarı ülkelerin piyasa ekonomisinin şartlarını kayıtsız, şartsız kabul edip uygulamalar ve sağlam makroekonomik ve siyasi politikalar izlemeleri gerekmektedir.

GAB ülkeleri incelendiğinde dünyada gelişmiş ülkeler arasında sayılan İsrail diğerlerinden ayrılmaktadır. 2001 yılı itibari ile kişi başına düşen GNP'si 16.750 USD, yıllar itibari ile gerçekleşen doğrudan sermaye yatırımları bölgede yer alan bütün ülkelerin toplamından daha fazladır. Bölgede bulunan Filistin Ulusal Otoritesi AB'den sermaye akımlarına muhatap olmamakla birlikte, özellikle altyapı çalışmalarında kullanılmak üzere Avrupa-Akdeniz ortaklık süreci fonlarından yararlanmaktadır. 1994-1998 döneminde Filistin'e yönelik olarak gerçekleşen toplam yardımın %50'si AB tarafından yapılmıştır(Arakon,2002:21). Bölgede yer alan diğer ülkeler nüfus, piyasa kapitilizasyonu, değişik piyasalar, değişik endüstriler gibi farklı koşullara sahip olmalarına rağmen genel ekonomik performans açısından birbirlerine yakın bir görünüm arz etmektedirler. Dünya bankası göstergelerine göre (İsrail dışında) alt-orta gelir düzeyindedirler.

Yeterli sermaye birikiminin olmadığı bölge ülkelerinin, yüksek büyüme potansiyeline vardır ve bunun gerçekleşmesi içinde dışarıdan kaynak sağlanması gerekmektedir. Bunun farkında olan ülkeler 1995 yılından sonra hız kazanacak şekilde ekonomilerine, döviz kuru rejimlerine ve dolayısıyla bunlardan etkilenen sermaye hareketlerine yeni bir rota çizmeye başlamışlardır. Ancak dünyada yaşanan kaynağı sermaye hareketlerine dayanan pek çok kriz sonrasında ülkeler sermaye hareketlerini hemen ve hızlı bir şekilde serbestleştirmeyi uygun görmemektedirler. Bu sebeplerle ülkelerde halen döviz kuru, banka kredileri, tahvil bono işlemleri ve diğer sermaye piyasası araçları üzerinde çeşitli kısıtlamalar mevcuttur. Bu durumda zaten çok hassas dengelere bağlı olarak gerçekleşen sermaye hareketleri açısından olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Bölgede en fazla sermaye hareketlerine yönelik kısıtlama; dışarıya karşı oldukça kapalı olan, henüz piyasa ekonomisinin tam olarak kabul görmediği Suriye'dedir. Daha sonra ilk özel bankanın 1995 yılında kurulduğu Cezayir gelmektedir. Bu ülkeleri Fas ve Tunus izlemektedir. Ancak Fas uyguladığı özelleştirmeler ve finansal sistem üzerinde yaptığı reformlar ile son 2 yıldır oldukça atılgan bir görüntü vermektedir. Sermaye hareketlerine daha fazla serbesti tanıyan bölge ülkelerinin genel olarak uyguladıkları kur politikaları ile ilgili problemler yaşamaktadırlar. En son Ocak 2003'de Mısır serbest kur politikasını benimsemiştir. Bunun sonrasında Mısır'ın sermaye hareketleri açısından daha üstün bir performans sergilemesi beklenmektedir. Bölge ülkeleri ekonomilerinde uyguladıkları her türlü serbestleşme politikalarının, mali, parasal ve piyasa reformlarının olumlu karşılığını anında görebilmektedirler. Bu konuda halen bütün ülkelerin atması gereken adımlar mevcuttur. Bölgede Ürdün bankalarının Arap dünyası ve Filistin Yönetimi ile olan yakın ilişkileri dikkat çekicidir. Benzer şekilde Lübnan ekonomisinin en güçlü sektörü bankacılıktır ve dış ülkeler ile sürekli çeşitli işlemler yapılmaktadır.

GAB ülkelerinden İsrail en fazla doğrudan sermaye yatırımı yapılan ülkedir. Bölgeye akan FDI'nın yarısı İsrail'e gelmektedir. Burada İsrail piyasalarının gelişmiş olmasının, sermaye birikiminin bulunmasının ve dış ülkeler ile olan yoğun ve iyi ilişkilerinin büyük payı vardır. İsrail dünyada ABD, EFTA, Kanada ve AB ile aynı anda Serbest Ticaret Anlaşması olan tek ülkedir. Bölge ülkelerinde gerçekleşen özelleştirme, şirket satışları ve birleşmeler Avrupa ülkelerinin gözetimi altındadır ve



uygun koşulların gerçekleşmesine bağlı olarak Fransa, İspanya, İtalya, Portekiz gibi ülkelere ait şirketler bölge ülkelerinde ortaklıklar kurmaktadır. Bu konuda özellikle bilişim ve yapı sektörleri tercih edilmektedir. Ancak ülkelerin ulusal çıkarları korumak adına ortaklık paylarına ve ortak olunabilecek sektörlerle çeşitli sınırlar getirmiş olması sermaye hareketlerini kısıtlayıcı niteliktedir.

Gerçekleşen yatırımlarda Türkiye İsrail'in ardından bölgede bu konuda öncü niteliğe sahip olmasına rağmen halen düşük performanslı olarak değerlendirilmektedir. Şirket satışlarının ve birleşmelerin yapılması "ucuza satıldı", "stratejik sektörler özelleştiriliyor" tartışmalarını da beraberinde getirmektedir. Bütün bu tartışmaların ötesinde satış fiyatının belirlenmesi, şirket değerlemesinin yapılması açısından ülkede bir belirsizlik, bilgisizlik hakimdir.

FDI açısından önümüzdeki yıllar itibari ile yoğun bir rekabet yaşanacağı, Avrupa Birliğine yeni katılan ülkeler(Orta ve doğu Avrupa ülkeleri) ile birlikte MNEC'lerin ülke içine belli sektörler dışında doğrudan sermaye yatırımlarını çekmekte güçlükler yaşayacakları düşünülmektedir. Avrupa ülkelerinin bu ülkeleri birlik içine dahil etmeden önce bir takım yatırımlarını bu ülkelere kaydardıkları, çeşitli fabrika ve tesisler de kurdukları bilinmektedir.

Bölge ülkelerinde kurulmuş bulunan menkul kıymet borsalarının bir kısmı oldukça yenidir. Piyasa kapitalizasyonları, işlem gören şirket sayısı ve işlemi yapılabilen ürünler açısından oldukça zayıftırlar. Diğerlerine göre ön plana çıkan borsalar İsrail, Mısır ve Türkiye borsasıdır. İsrail ve Mısır borsasına göre çok yeni bir borsa olan Türkiye borsası bu ülkeler ile rekabet eder niteliktedir. Yüksek getiri avantajı ile ülkeye (olması gerekenin aksine) kısa vadeli sermaye hareketlerini çekme açısından büyük rol oynamaktadır. Fas borsası da geçirmiş olduğu özelleştirmenin ardından atılım yaparak yatırımcıları kendisine çekmiştir. Ülke borsalarının gelişimi ülkedeki reel sektörün gelişimine ve sonrasında finansal piyasalar ile olan uyumuna bağlıdır. Bu sebeple ülkelerin borsaları bağımsız, tek başına geliştirmeleri mümkün değildir ancak yatırımcının korunmasına, piyasanın düzenli işlemesine ilişkin kuralları koymak, işlemi yapılan finansal-reel ürün çeşitlerini arttırmak ülkelerin elindedir ve Akdeniz ülkelerinin de yapmaları gereken budur. Böylece ülkeler borsaların daha etkin çalışmasını reel sektöre kaynak yaratma vazifesi görmesini sağlayabileceklerdir.

Son olarak bölge ülkelerinin sermaye hareketlerine serbesti tanımak ve bunun sonucunda da uluslararası piyasalara entegrasyonunu daha kolay sağlamak için finansal ve reel anlamda ciddi reformlara ihtiyaçları vardır. Ancak hiçbir zaman unutulmamalıdır ki sermaye hareketlerini ülke içine çekmek, fon sağlamak kadar önemli olan diğer bir hususta, sağlanan fonların ekonomik sistem içerisinde verimli olarak kullanılması sonucunda üretim, büyüme ve refah artışının sağlanmasıdır. Ülkelerin yaşayabilecekleri en büyük zorluklardan biriside budur. Özetle, “Avrupa birliğine üye olmayan Akdeniz ülkeleri”nin önlerinde değerlendirmeleri gereken pek çok karar ve politika ancak bunları uygulayabilecekleri az zamanları vardır.



## KAYNAKLAR

### Kitaplar

1. Akyüz, Y. ve Cornford, A., (1995), "International Capital Movements: Some Proposals For Reform", Oxford Univ. Prs.
2. Arakon, M. (2002), "Avrupa-Akdeniz Ortaklığı Mali Aracı MEDA ve Türkiye", İKV Yayınları No:169, İstanbul.
3. Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998), "Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri", İTO Yayınları, İstanbul.
4. Erçin, E. (2002), "Avrupa Birliği Genişleme Süreci ve Türkiye", İKV Yayınları No:170, İstanbul.
5. Güneş, H. ve Saltoğlu, B. (1998), "İMKB Getiri Volatilitésinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi", İMKB Yayınları, İstanbul.
6. IMF, (2003), "International Financial Statistics July 2003"
7. IMF, (2002), "Balance of Payment Statistics Yearbook: Part I Country Tables 2002"
8. IMF, (1997), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions"
9. İlyas, A., (1998), "Asya Krizi Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", İ.T.O. Yayını No:47, İstanbul.
10. Kaya, Y., (1998), "Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi:Türkiye Örneği", DPT Yayınları, İstanbul.
11. Kondak, N. ve Yayla H. E., (2002), "Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu, Türkiye, Merkez ve Doğu Avrupa Ülkeleri Menkul Kıymet Borsaları", Türkmen Kitapevi, İstanbul.
12. Krugman, P., (2001), "Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü", Literatür Yayıncılık, İstanbul
13. Paya, M., (1998), "Para Teorisi ve Para Politikası", Filiz Kitapevi, İstanbul.
14. Raes, J. P., (2002), "Avrupa Birliği'nin Sermayenin Serbest Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı ve Türkiye'nin Uyumunu", İKV Yayınları, İstanbul.
15. Seyidoğlu, H., (1998), "Uluslararası İktisat ", Güzem Yayınları, İstanbul.
16. Seyidoğlu, H., (1997), "Uluslararası Finans", Güzem Yayınları, İstanbul.
17. The World Bank, (2003), "2003 World Development Indicators".

18. Tur, O., (2000), “Avrupa Para Birliği Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi”, Beta Kitapevi, İstanbul.
19. Uzunoglu, S. ve Alkin, K., (1995), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye” İMKB Yayınları, İstanbul.
20. UNCTAD, (2003), “2003 World Investment Report”.

### **Makaleler**

1. Akdiş, M., (2000), “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye”, Pamukkale Üniversitesi.
2. Albuquerque, R., (2002), “The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment”, University of Rochester.
3. Akyüz, Y. ve Cornford, A., (1999), “Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System”, UNCTAD Discussion Paper No:143
4. DEİK, (2002), “Lübnan Ekonomisi ve Türkiye-Lübnan Ekonomik Ticari İlişkileri”, Kasım 2002, <http://www.deik.org.tr>
5. DEİK, (2003), “Cezayir Ekonomisi ve Türkiye ile İlişkileri”, Nisan 2003, <http://www.deik.org.tr>
6. DEİK, (2003), “Mısır Ekonomisi ve Türkiye-Mısır Ekonomik Ticari İlişkileri”, Mart 2003, <http://www.deik.org.tr>
7. DEİK, (2001), “Fas Ekonomisi ve Türkiye-Fas İkili Ekonomik İlişkileri”, Haziran 2001, <http://www.deik.org.tr>
8. DEİK, (2003), “Tunus Ekonomisi ve Türkiye ile İlişkileri”, Haziran 2003, <http://www.deik.org.tr>
9. DEİK, (2003), “Suriye Ekonomisi ve Türkiye-Suriye ekonomik ve Ticari İlişkileri”, Mart 2003, <http://www.deik.org.tr>
10. DEİK, (2003), “Ürdün Ekonomisi ve Türkiye-Ürdün ekonomik ve Ticari İlişkileri”, Haziran 2003, <http://www.deik.org.tr>
11. Dura, C., (1997), “Avrupa Birliğinin Üçüncü Ülkelerle Ekonomik İlişkileri”, Hazine Dergisi, Sayı 8.
12. Eid, F., ve Paua, F., “Foreign Direct Investment in the Arap World”, 2002, <http://www.weforum.org>

13. Esen, O., (1998), "Ekonomik Gelişmenin Yolu Sermaye Piyasalarından mı Geçiyor?", İktisat, İşletme ve Finans, Ağustos 1998.
14. IMF, (1998), "World Economic Outlook and International Capital Markets, Interim Assesment", December 1998, <http://www.imf.org>
15. IMF, (2002), "Fiscal Revenues in South Mediterranean Arap Countries: Vulnerabilities and Growth Potential", Working Paper No:67, April 2002,
16. IMF, (2002), "Tunisia's Experience with Real Exchange Rate Targeting and The Transition to a Flexible Exchange Regime", Working Paper, November 2002,
17. IMF, (2003), "Exchange Rate Regime Consideration for Jordan and Lebanon", Working Paper, June 2003,
18. Martin, I., (2000), "The Euro-Mediterranean Partnership and Inward FDI in Maghreb Countries", First Mediterranean Social and Political Research Meeting, Florence.
19. Nsouli, S.M. ve Rached, M., (1998), "Capital Account Liberalization in the Southern Mediterranean Region", IMF Working Paper Volume: 35, Number: 4.
20. Odabaşı, H., (1999), "Para Sıhırbazları", Aksiyon, Sayı:33.
21. Quefelec, S., (2001), "EU-15 and the 12 Mediterranean Partners: solid trade links", <http://www.europa.eu.int>
22. T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, (2003), "Kamu Borç Yönetim Raporu", Ağustos 2003, <http://www.treasury.gov.tr>
23. T.C. Dış Ticaret Müsteşarlığı, (2002), "İsrail Aralık 2001 Aylık Raporu", <http://www.foreigntrade.gov.tr>
24. T.C. Dış Ticaret Müsteşarlığı, (2003), "İsrail Şubat 2003 Aylık Raporu", <http://www.foreigntrade.gov.tr>
25. The European Union, (2002), "The Barcelona Process 2001 Review", <http://www.europa.eu.int>
26. Töre, N., (2001), "Dünyada Yabancı Sermaye Akımları", Merkez Bankası Eğitim Seminer Notları.
27. Verrascina, G. ve Marconcini, C., (2002), "Efficient Capital Market-Investments and The Role of o Euromediterranean Network of Stock Exchange".

## **EK 1 : ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ ve BU HAREKETLERİN ÜLKE EKONOMİLERİNDEKİ YERİ ve ETKİSİ**

### **1.1. Sermaye Hareketlerine Genel Bir Bakış**

Genel olarak, uluslararası sermaye hareketleri bir ülkenin vatandaşlarının başka ülkelerin vatandaşları üzerindeki haklarını kapsar. Söz konusu haklar, gerçek sermaye varlıklarını ve finansal araçları içermektedir. İktisadi olarak ise; elde edecekleri makul bir gelir karşılığında sahip oldukları kaynakları başkalarının kullanımına sunan kişi ve kuruluşlar(fon arz edenler) ile kendi kaynaklarının ötesinde harcama yapmak için başkalarının fonlarını kullanmak ve bunun için bir bedel ödemek isteyen kişi ve kuruluşların (fon talep edenler) farklı ülkelerde yerleşik bulunmalarına bağlı olarak ortaya çıkan karşılıklı işlemlerdir.

Yapılan oldukça geniş tanımlamalar ile pek çok işlem sermaye hareketi sayılmaktadır. Hangi hareketlerin uluslararası sermaye işlemi olduğuna dair çeşitli uluslararası birlik ve kuruluşlar nezdinde farklar bulunmaktadır. Bu konuda IMF'nin yayınladığı bir liste bulunmamaktadır. Ancak OECD ve AB sermaye hareketleriyle ilgili olarak detaylı listeler yayınlamışlardır. Çeşitli sınıflandırmaları içeren bu listeler ile sermaye hareketlerinin kapsamı oldukça geniş tutulmuş olup, sınıflandırmalarda ki amaç sermaye hareketlerinin tanımını kısıtlamak değil açıklık getirmektedir. Finansal piyasaların genişlemesine ve ürün çeşitliliğinin artmasına bağlı olarak sermaye hareketleri kapsamında yer alan işlemlerin sayısında da sürekli artış olmaktadır.

AB'de sermayenin serbest dolaşımı ilk olarak 1957 Roma Antlaşmasınının 67. ve 73. maddeleri arasında düzenlenmiştir. Ancak bu konuda zaman zaman çeşitli direktifler çıkarılmasına rağmen 1985 yılında başlatılan tek pazar programına kadar fazla bir gelişme kaydedilmemiştir. Takip eden yıllarda üst üste direktifler çıkarılmış ve nihayet 1988 yılında çıkarılan 361 sayılı AB konsey direktifi ile her türlü sermaye hareketinin serbest olması ilkesi getirilmiş ve 1 Temmuz 1990 yılı itibari ile de bu ilke tamamen uygulamaya konulmuştur. Tablo EK 1.1'de AB'ye göre sermaye hareketleri ve OECD Kod'a göre sermaye hareketleri yer almaktadır (Töre, 2001:2).

**Tablo EK 1.1: Sermaye Hareketleri Kapsamında Yer Alan İşlemler**

| <i>Avrupa Birliği 361 Sayılı Direktife Göre Sermaye Hareketleri</i>  | <i>1992 yılında yayınlanan OECD Kod Kapsamındaki Sermaye Hareketleri</i>  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dolaysız yatırımlar</li> <li>• Taşınmaz mal yatırımları</li> <li>• Sermaye piyasasında işlem gören senetlere ilişkin transferler</li> <li>• Kollektif yatırım şirketleri katılma belgelerine ilişkin transferler</li> <li>• Para piyasasında işlem gören senetler ve diğer araçlara ilişkin transferler</li> <li>• Mali kurumlardaki cari ve mevduat hesaplarına ilişkin işlemler</li> <li>• Toplulukta oturan bir kişinin taraf olduğu ticari işlemlere veya hizmet edimine ilişkin krediler</li> <li>• Ticari ikraz ve krediler</li> <li>• Teminat mektupları, diğer garantiler ve kefaletler</li> <li>• Sigorta sözleşmelerinin ifasına ilişkin transferler</li> <li>• Kişisel sermaye hareketleri</li> <li>• Mali kıymetlerin fiziki ithal ve ihracı</li> <li>• Diğer sermaye hareketleri.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Doğrudan Yatırımlar ve bunların likitleşmeleri</li> <li>• Emlak operasyonları</li> <li>• Sermaye piyasalarındaki menkul kıymet operasyonları</li> <li>• Para piyasası operasyonları</li> <li>• Kollektif yatırım araçlarını</li> <li>• Uluslararası ticari işlemler ve hizmetlerle ilgili krediler</li> <li>• Kişisel sermaye hareketleri</li> <li>• Diğer finansal kredi ve borçlar</li> <li>• Teminatlar, kefaletler</li> <li>• Finansal ihtiyat fırsatları</li> <li>• Mevduat hesabı işlemleri</li> <li>• Döviz kuru işlemleri</li> <li>• Yabancılara ait bloke fonların devirleri</li> </ul> |

Kaynak: (Töre, 2001:2)

**1.2. Finansal Serbestleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi**

Sermayenin uluslararası hareket olanağını bulabilmesi ülkelerin birbirlerine tanıdıkları finansal serbestlik ile doğru orantılıdır. Bir ülkenin finansal piyasaları yabancı yatırımcı ve borç alanlara açıksa ya da vatandaşlar yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerle sahip olabiliyor ise o ülke ve piyasaları uluslararasılaşıyor, serbestleşiyor demektir. Böylece ulusal ve uluslararası finansal işlemler birbirlerinin yerine geçici ve birbirlerini tamamlayıcı özellikler geliştirmekte finansal piyasalar da çok hızlı gelişmektedir.

Günümüzde finans işlemlerinin uluslararası düzeye yayılmasında; bilginin ucuza ve daha hızlı yayılmasına olanak tanıyan iletişim ve ulaşım teknolojisindeki gelişmeler ile sermaye hareketlerinin önündeki politik engellerin kalkması önemlidir.

Ülkeler finansal serbestleşme sürecinde, finansal ve reel kaynakların alternatif kullanımları arasında etkin dağılımını sağlamayı amaçlamaktadırlar. Bu etkin dağılımın sağlanması sonrasında sermaye, özgürce hareket etmesine izin verildiği takdirde, en yüksek getiri fırsatı sağlayan ülkeye gidip orada yatırıma dönüşecek ve zaman içinde tüm ülkelerdeki getiri oranlarını birbirine eşitleyecektir. Böylece kaynakların uluslararası alandaki dağılımı optimizasyona ulaşacaktır. Ancak bu süreç özetlendiği kadar basit ve etkisi berrak değildir. Döviz kurlarının durumu, beklentiler, faiz oranları, kamunun borç yükü, yapılan yatırımların vade yapısı ve yatırımcıların seçtikleri her bir farklı finansal araç finansal serbestleşmeye bağlı olarak oluşacak sermaye hareketlerine farklı bir yön vermektedir.

Küreselleşen dünyada finansal serbestleşmenin önüne geçmek çok güçtür. Önemli finansal piyasaların deregülasyona gitmesi geri kalanlara da, yaşanan rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri için, bu süreci takip etmekten başka çare bırakmamaktadır. Piyasalardaki tüm bu gelişmelere ek olarak yapılan uluslararası anlaşmalar, görüşmeler ve birleşmeler de ulusal finans düzenlemelerini hedef almakta finansal serbestleşmenin yolunu açmaktadır. Avrupa'nın tek bir pazar haline gelmesi, yine AB tarafından Akdeniz ülkeleri ile yapılan mali ortaklık sürecine ilişkin görüşmeler bunlara örnek olarak verilebilir. Uruguay Görüşmeleri finansal hizmetlerin de ilk defa "çok taraflı ticaret anlaşmaları"na dahil edildiği önemli bir dönüm noktası olmuştur.

Finansal serbestleşme sürecinin ardından sermaye hareketlerinin serbest kalmasının bir takım önemli etkiler oluşmaktadır.

- *Makro ekonomik dengeler üzerine etkiler:* Temel olarak bu etkiler ülkelerin dışa açıklık oranına bağlı olarak değişir. Döviz kuru, faiz oranları, ödemeler dengesi ve bütçe açığı değişimlerin ilk göstergeleridir. Ardından ülkeye akan sermayenin çeşidine de bağlı olarak, kaynak kullanımının genişlemesi yatırım oranını yükseltmekte, hızlı büyümenin ve daha fazla istihdamın yolunu açmaktadır.



- *Uluslararası rekabet gücüne etkisi:* Büyük sermaye girişleri yaşayan ekonomilerde dövizde yaşanan yığılma en tipik özelliklerden bir tanesidir. Bu ise yerel paranın yabancı para birimlerine göre reel olarak değer kazanmasına neden olmaktadır. İhracat mallarının dış pazarlarda pahalılaşması, ithalat mallarının iç pazarda ucuzlaması uluslararası rekabet gücünün de zarar görmesi anlamına gelecektir.

- *İstikrarsızlık ve kriz yaratma etkisi:* Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışları makro ekonomik dengeleri bozan ve ulusal politikaların etkinliğini azaltan, kısacası istikrarın sürdürülmesini güçleştiren etkiler yaratmaktadır. Bu etkiler sonucunda finans piyasaları tasarrufların yatırıma dönüşmesinde ki aracılık yapma görevini kaybetmekte, aşırı istikrarsız aktif değerlerinin (fiyatların) ya da buna ilişkin beklentilerin sürüklediği kısa vadeli, spekülatif sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmektedir. Beklentilerin olumsuz yönde değişmesi neticesinde de hızla ülke dışına çıkan sermaye mevcut ülkenin makro ekonomik dengelerinde daha fazla hasara yol açarak ülkeyi krize sürüklemektedir.

Uluslararası sermaye akımları özel mali akımlar, dolaysız yabancı sermaye akımları ve kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları olmak üzere üç temel gruba ayrılmaktadırlar. Bu akımları gerçekleştiren ekonomik birimler; hane halkları, finansal sektörden olmayan ticari ve sınai işletmeler, özel finansal kuruluşlar, hükümet ve resmi kuruluşlardır.

### 1.3. Özel Mali Sermaye Akımları

Uluslararası özel mali sermaye akımları para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmaktadır. Portfolyö yatırımları da denilen bu akımlara uluslararası olma özelliğini kazandıran durum, kişilerin farklı ülkelerde yerleşik kişilere fon sağlama amacıdır. Bu tür yatırımların ana amaçları arbitraj olanaklarından faydalanabilmek, portfolyö riskini düşürmek, sermayenin ana vatanındaki vergi gibi engellemelerin etkisini azaltmaktır. Bunlar daha çok bireysel kar dürtüsüne odaklı akımlardır. Bu akımları gerçekleştiren birimler getiri-risk dalgalanmasına karşı oldukça duyarlı piyasalar konusunda yeterli bilgiye sahiptirler.

Özel mali sermaye akımlarının yönü, vade farklılıklarına ve yatırım enstrümanı çeşitliliğine bağlı olarak para veya sermaye piyasaları olabilir. Ancak sermaye ithali ya da ihracı sadece fonların farklı bir ülkenin para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılması şeklinde değil; aynı zamanda farklı ülkelerdeki kredilerin geri ödenmesi, mevduatların geri çekilmesi, bankaların farklı ülkelerdeki şubeleri ve bağlı kuruluşları üzerinden çeşitli işlemler gerçekleştirmeleri ve ulusal tahvillerin itfası(vadesi geldiğinde bedellerinin ödenmesi) gibi şekillerde de olabilmektedir.

Uluslararası para piyasalarının temel kuruluşları, özel mali sermaye akımlarının öncüleri ticari bankalardır. Bankalar ve öteki mali kurumlar, yabancı müşterilerden mevduat kabul edip onlara kredi açmak, müşterileri adına ve kendi adlarına yabancı menkul değerler alıp satmak, yurtdışı şubelerinden ve onlara bağlı kuruluşlardan kredi almak veya onlara kredi vermek yollarıyla uluslararası sermaye transferlerine katkıda bulunmaktadır. Bankalar tarafından temin edilen sendikasyon kredileri de ülke içine büyük çaplı sermaye akışını sağlamakta, bu kredilerin çoğalması da ülkenin dış kredibilitesini arttırmaktadır.

Ticari bankacılık ve sermaye hareketleri ile ilgili en önemli konulardan birisi de kıyı ötesi bankacılığıdır(off-shore banking). Kıyı ötesi bankacılığı, ana ülkede bankacılığı düzenleyen yasaların koyduğu kısıtlamalardan kurtulmak veya yerel mevzuatlardaki zafiyetlerden yararlanmak amacıyla, bankaların yurt dışında kurdukları şube veya ofislerden gerçekleştirdikleri çeşitli faaliyetlerdir.

#### **1.4. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları**

Günümüzde tamamına yakını çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen dolaysız sermaye yatırımları(FDI) ağırlıklı olarak imalat sanayine yapılmakta, döviz transferleri şeklinde olabildiği gibi kullanılacak makine, donanımın yani aynı kaynakların transferi ya da lisans, teknik bilgi ve know-how gibi gayri maddi hakların aktarımı biçiminde de gerçekleşebilmektedir. Portfölyo yatırımlarıyla dolaysız yabancı sermaye yatırımları arasındaki farklılıklar aşağıdaki biçimde özetlenebilir:

- En önemli fark yatırımın yönetiminde kendini göstermektedir. Dolaysız yatırımlarda yabancı ülkede kurulan şirket ana şirketin doğrudan denetimi altındadır. Bir yabancıнын tahvil ve hisse senedi alması durumunda ise yönetim yerel yöneticilerin ellerinde kalmaktadır.

- Yabancı yatırımcı doğrudan sermaye yatırımlarında sermayesi yanında üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de getirmektedir. Portfölyo yatırımlarında ise sermayenin getirilmesi dışında herhangi bir katkı bulunmamaktadır.
- Diğer bir farklılık ise yatırımcıların kimliklerinden kaynaklanmaktadır. FDI'nın tamamına yakını çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Portfölyo yatırımları ise gerçek kişiler tarafından da yapılabilmektedir.
- Son bir farklılık ise anapara ve gelirlerin ödenmesi ile ilgilidir. Portfölyo yatırımlarında elde edilecek olan gelirin geri ödenme koşulları önceden bellidir. Oysa FDI'de genelde belirli bir gelir yoktur. Transfer edilen karlar işletmenin kazanç durumuna ve hükümetlerin transferler üzerine koydukları kısıtlamalara bağlıdır.

Firmalar açısından son derece stratejik bir karar olan FDI yapmanın amacı temelde karı arttırmaya yönelik olmakla birlikte şu nedenlerdir.

- *Hammadde ve Satışlara Yönelik Faktörler:* Dolaysız sermaye yatırımlarının en temel hedeflerinden biri "maliyeti düşürmek"tir. Bu amaçla çok uluslu şirketler daha çok hammadde sağladıkları ülkelere yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca yabancı ülkelerde satış şubeleri açarak tüketiciye yakınlaşmaya çalışılmaktadır.
- *Özel Bilgi Avantajı:* Firmalar geçmiş deneyimleri sonrasında üretim teknolojisi, pazarlama ve firma yönetimi konularında sahip oldukları kendilerine özgü teknik bilgi ve beceriyi; doğrudan kendilerinin kurduğu veya ortak olduğu işletmelerde kullanabilmektedirler.
- *Ucuz İşgücü:* Dolaysız sermaye yatırımlarını uyarayan diğer bir unsur ise gelişmekte olan ülkelerdeki ucuz işgücü kaynağıdır.
- *Taşıma Maliyetleri:* Emek maliyeti yanında taşıma giderlerinin azaltılması da dolaysız sermaye yatırımlarının sebeplerinden biridir.
- *Vergi Farklılıkları:* Dolaysız yatırımlar doğrudan vergi oranlarının düşük olduğu bir ülkede yapılabildiği gibi kimi zaman kazançlar yabancı şubelere aktarılarak da vergi avantajından faydalanılabilmektedir.
- *Dış Piyasa Payını Korumak:* Çok uluslu firmalar dış pazarlardaki paylarını korumak ve arttırmak, yabancı ülkelerdeki gümrük ve tarife duvarlarını aşabilmek için de FDI yapabilmektedirler.

- *Çeşitlilik:* Firmalar dış yatırımlar yaparak, çok uluslu firmalar yatırımlarını farklı bölgelerde çeşitlendirerek, portfolyö yatırımlarda olduğu gibi, gelir ve nakit akımlarındaki dalgalanmaları da önlemeyi amaçlamaktadırlar.

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülkeler açısından bir takım ekonomik yararlar sağlarlar. Bir kere bu yatırımlar ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelirler. Bu ülkelerin başlıca özelliği sermaye birikiminin yetersizliğidir. Yurtdışından gelen yabancı sermaye o ülkenin üretim kapasitesini artırır. Büyümeyi sağlar yeni iş olanaklarına imkan tanır. Teknoloji transferini sağlayarak bilgi-teknoloji birikimini arttırır. Oluşan rekabet ortamı iç piyasayı canlandırır, ekonomiye dinamizm kazandırır. Yabancı sermayenin getirdiği dövizler uzun dönemde ödemeler dengesini olumlu, ancak elde edilen karların transferi bu dengeyi olumsuz etkiler.

Yabancı sermaye yatırımlarına çeşitli eleştirilerde getirilmektedir. İşletmeler üzerinde doğrudan bir denetim sağlayan yabancı sermaye ülkenin ekonomik, dolayısıyla siyasal bağımsızlığını tehlikeye sokabilir. Bağımsız bir sanayileşme politikası izlenemez. Yabancı sermayeli şirketlerin ileri teknolojiyi kullanması yerli işletmelerin ise geleneksel metotları kullanması ekonominin bütünlüğünü bozar, haksız rekabet olanağı sağlar. Yabancı sermaye yatırımları bir takım dış ticaret engellerinin aşılmasına olanak sağlar. Kar transferleri ödemeler dengesi üzerinde olumsuzluğa yol açar. Araştırma geliştirme faaliyetlerinin de ülke dışında gerçekleştirildiği durumlarda ülke kendi teknolojisini mevcut üretim olanaklarına uyarlayamaz, teknolojik bağımlılık artar.

### **1.5. Kalkınma Amaçlı Resmi Sermaye Yatırımları**

Bunlar genellikle resmi kredilerden oluşurlar ancak hibeler gibi karşılıksız, geri ödemesiz de verilebilirler. Bu sebeple kalkınma kredileri veya dış yardım olarak da adlandırılırlar. Burada alıcılar genellikle gelişmekte olan ülke hükümetleri olup fonların geri ödeme süreleri daha uzun, faiz oranları çok daha düşüktür. Belli bir projenin yürütülmesi için verilen proje-program kredileri, kredi açan ülkenin mallarının satın alınması koşuluyla verilen bağlı krediler, resmi ihracat kurumları kredileri, dış ödeme kolaylıkları, gıda yardımları kalkınma amaçlı sermaye akımları kapsamındadırlar. Bu tarz kredileri veren kuruluşların başında IMF, Dünya Bankası, IFC ve çeşitli bölgesel kalkınma bankaları gelmektedir.

Avrupa Birliği tarafından MEDA kapsamında Akdeniz bölgesi ülkelerine aktarılan fonlar da kalkınma amaçlı verilen resmi sermaye yatırımlarındandır. Söz konusu fonlar bölge ülke GNP'leri ile karşılaştırılacak olunursa oldukça düşük kalmakla birlikte, "Güney Akdeniz Bölgesi(GAB)" ülkelerine akan az miktardaki sermaye yatırımları içinde önemli bir yere sahip olmaktadırlar.

### 1.6. Sermaye Hareketinin Ölçülmesi

Sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve türleri konusunda temel olarak ülkelerin ödemeler dengesi bilançolarından yararlanılabilir.(Bu çalışmada da bu bilançolardan yararlanılmıştır.) Ancak bir takım türev ve sınır ötesi finansal işlemlerin tanımlanması, içeriklerinin belirlenmesi açısından sermaye hareketlerinin ölçülmesi başlı başına bir sorundur. Ayrıca bir diğer sorun yatırım yapılan finansal enstrümanların değerlerindeki değişikliklerin sermaye hareketlerine nasıl yansıtılacağıdır. Bu değer değişiklikleri döviz kuru değişmelerinden ve aktif fiyatlarındaki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. (Uzunoğlu, 1995:37).

Uluslararası iletişim teknolojisindeki ilerlemeler sonucu gün içindeki uluslararası işlemler büyük boyutlara ulaşmakta ancak bunlar finansal kurumlar tarafından yeterince rapor edilememektedir. Bu nedenle uluslararası sermaye akımının gerçek boyutu ve bunun makro ekonomik etkilerini ölçmede kullanılacak miktarın tespitinde güçlükler yaşanmaktadır. Ülkeler yukarıda açıklanan çeşitli işlemleri ödemeler dengesi bilançolarında genellikle "Diğer Sermaye Hareketleri" başlığı altında sınıflandırmakta, değer değişikliklerini de "Net Hata ve Noksanlar" başlığı altında sınıflandırmaktadırlar. Zaman içinde bu sınıflandırmalar yıldan yıla farklılık da göstermektedir. Farklı ülkelerin ödemeler dengesi bilançolarında farklı sınıflandırma kalemlerini kullanıyor olmaları da bir anlamda bu tabloları karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaştırmaktadır. Bu konuda IMF gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi ve özellikle onun sermaye hareketleri bölümünde tek düzen sağlamaya çalışmaktadır.

**EK 2: Yıllar itibari ile GAB ülkeleri Ödemeler Bilançoları-**

Milyon USD

|                                  | Türkiye |         |          |          |
|----------------------------------|---------|---------|----------|----------|
|                                  | 1999    | 2000    | 2001     | 2002     |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | - 1,360 | - 9,819 | 3,396    | - 1,789  |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | 5,085   | 8,610   | - 14,198 | 14,495   |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | 138     | 112     | 2,769    | 410      |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 3,429   | 1,022   | - 4,515  | - 694    |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | 1,518   | 7,476   | - 12,452 | 14,779   |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | 1,629   | - 2,725 | - 2,086  | - 12,920 |
| <b>Genel Denge</b>               | 5,354   | - 3,934 | - 12,888 | - 214    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | - 5,354 | 3,934   | 12,888   | 214      |

|                                  | İsrail  |         |         |         |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                                  | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | - 2,039 | - 1,076 | - 2,285 | - 2,135 |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | 2,729   | 3,519   | 1,374   | - 914   |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | 1,940   | 1,665   | 2,699   | 585     |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 669     | 2,222   | - 543   | - 2,254 |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | 120     | - 368   | - 782   | 755     |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | - 680   | - 2,571 | 1,106   | 2,085   |
| <b>Genel Denge</b>               | 10      | - 128   | 195     | - 964   |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | - 10    | 128     | - 195   | 964     |

|                                  | Mısır   |         |         |         |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                                  | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | - 1,635 | - 971   | - 388   | 470     |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | - 1,423 | - 1,646 | 189     | - 3,337 |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | 1,027   | 1,184   | 498     | 619     |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 595     | 266     | 1,461   | - 679   |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | - 3,045 | - 3,096 | - 1,770 | - 3,277 |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | - 1,558 | 587     | - 1,146 | 2,142   |
| <b>Genel Denge</b>               | - 4,616 | - 2,030 | - 1,345 | - 725   |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | 4,616   | 2,030   | 1,345   | 725     |

|                                  | Fas   |         |         |      |
|----------------------------------|-------|---------|---------|------|
|                                  | 1999  | 2000    | 2001    | 2002 |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | - 171 | - 501   | 1,606   | -    |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | - 22  | - 781   | - 976   | -    |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | - 15  | 162     | 47      | -    |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 6     | 17      | - 8     | -    |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | - 13  | - 960   | - 1,015 | -    |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | 123   | 114     | 230     | -    |
| <b>Genel Denge</b>               | - 70  | - 1,168 | 860     | -    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | 70    | 1,168   | - 860   | -    |

|                                  | Ürdün   |         |       |      |
|----------------------------------|---------|---------|-------|------|
|                                  | 1999    | 2000    | 2001  | 2002 |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | 405     | 59      | -     | 4    |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | 815     | 1,452   | 549   | -    |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | 154     | 782     | 92    | -    |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 4       | - 141   | - 172 | -    |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | 658     | 811     | 629   | -    |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | 29      | 316     | 80    | -    |
| <b>Genel Denge</b>               | 1,249   | 1,827   | 625   | -    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | - 1,249 | - 1,827 | - 625 | -    |

|                                  | Tunus |       |       |      |
|----------------------------------|-------|-------|-------|------|
|                                  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002 |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b>   | - 442 | - 821 | - 863 | -    |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>     | 1,142 | 650   | 1,177 | -    |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (Net)</b> | 347   | 751   | 456   | -    |
| <b>Portföy Yatırımları (Net)</b> | 10    | - 20  | - 15  | -    |
| <b>Diğer Yatırımlar</b>          | 785   | - 81  | 736   | -    |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b>   | 38    | - 33  | - 27  | -    |
| <b>Genel Denge</b>               | 738   | - 204 | 287   | -    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>      | - 738 | 204   | - 287 | -    |



|                                | Suriye |       |      |      |
|--------------------------------|--------|-------|------|------|
|                                | 1999   | 2000  | 2001 | 2002 |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b> | 201    | 1,062 | -    | -    |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>   | 253    | - 329 | -    | -    |
| Doğrudan Yatırımlar (Net)      | 263    | 270   | -    | -    |
| Portföy Yatırımları (Net)      | -      | -     | -    | -    |
| Diğer Yatırımlar               | - 10   | - 599 | -    | -    |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b> | - 195  | - 192 | -    | -    |
| <b>Genel Denge</b>             | 259    | 541   | -    | -    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>    | - 259  | - 541 | -    | -    |

|                                | Cezayir |         |      |      |
|--------------------------------|---------|---------|------|------|
|                                | 1999    | 2000    | 2001 | 2002 |
| <b>1-Cari İşlemler Dengesi</b> | 20      | 8,940   |      |      |
| <b>2-Sermaye Hareketleri</b>   | - 1,510 | - 1,540 | -    | -    |
| Doğrudan Yatırımlar (Net)      | 460     | 420     |      |      |
| Portföy Yatırımları (Net)      |         |         |      |      |
| Diğer Yatırımlar               | - 1,970 | - 1,960 |      |      |
| <b>3-Net Hata ve Noksanlar</b> | - 890   | 180     |      |      |
| <b>Genel Denge</b>             | - 2,380 | 7,580   | -    | -    |
| <b>4-Rezerv Hareketleri</b>    | 2,380   | - 7,580 | -    | -    |

Kaynak: IMF, (2002), "Balance of Payment Statistics Yearbook: Part I Country Tables 2002"

## ÖZGEÇMİŞ

|               |                    |   |
|---------------|--------------------|---|
| Doğum Tarihi  | 24.04.1978         |   |
| Doğum yeri    | Bayramiç/Çanakkale |   |
| Lise          | 1991-1994          | Çanakkale Lisesi  |
| Lisans        | 1994-1999          | İstanbul Teknik Üniversitesi<br>İşletme Mühendisliği Bölümü |
| Yüksek Lisans | 2000-2003          | Yıldız Teknik Üniversitesi<br>İktisat Ana Bilim Dalı        |

### Çalıştığı Kurumlar

1999-.....

Dışbank A.Ş. Mali Kontrol Bölümü  
“Şubeler ve İştirakler Mali Kontrol”  
Yönetici

“Temel Muhasebe ve Finansal  
Tablolar” konularında kurum içi  
Eğitmen