

# HARD FACTS, DANGEROUS HALF-TRUTHS & TOTAL NONSENSE: Profiting From Evidence-Based Management

Jeffrey Pfeffer, Robert I. Sutton. Harvard Business School Press Boston,  
Massachusetts, 2006.

---

**Abdullah KIRAY\***

Kapitalist sistemin aşamalarının ayrıntılı olarak incelendiği her dönem, farklı bir sosyal yapıyı, farklı bir siyasi örgütlenmeyi, farklı bir ekonomik yapıyı ifade etmektedir. Gerçekten her dönemde belirleyici çeşitli unsurlar vardır ve bunlar o dönemin yapısını şekillendirmektedir.

İçinde bulunduğumuz dönemde de çeşitli değişimler olmuş ve sistem bu değişimlere ayak uydurmuştur. Ya da sistemdeki değişimlere içinde bulunduğumuz dönem ayak uydurmuştur. Küreselleşme olgusunu, genel olarak ülke ekonomilerinin bütünleşmesi, tek bir pazarın oluşması şeklinde tanımlamak mümkündür. Ya da bu olguyu, serbest piyasa ekonomisi kurallarının uluslar arası düzeyde uygulanması ve bu bağlamda mal ticaretinden sermaye hareketlerine kadar ekonomik faaliyetlerin serbestleştirilmesi ve buna uygun bir sistemin oluşturulması süreci şeklinde de tanımlayabiliriz. 1980'lerden bu yana, küreselleşme süreci, bölgesel pazarların birbirleriyle olan bağlarını güçlendirmek ve uluslararası sisteme entegre olmak için önemli adımlar attıklarına tanık olmuştur. Kalkınma sürecindeki ülkelerin çoğunluğu ekonomik büyüme ve toplumsal refahı artırmak için ulusal piyasalarını dünya piyasalarıyla entegre kılma çabasına bağlı olarak 1980'li yıllardan itibaren liberalleşme politikaları hız kazanmıştır. Bu nedenle, bütün belli başlı sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirmek için gerekli ekonomi politikalarını uygulamaya başlamışlardır. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve sermaye hareketliliğinin artması, uluslar arası sermaye akımlarının önemini artırmıştır.

Ele aldığımız makale de bu önemden yola çıkarak sermaye hareketlerinin ayakları olan doğrudan yabancı sermaye, portföy ve diğer yatırımların döviz kuru üzerine etkilerini 1990-2007 yılları arası Almanya, Brezilya, Kore ve Türkiye üzerinde incelemiştir.

Çalışma 4 ana bölümden oluşmaktadır. Ana başlıkları sırasıyla; "Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi", "Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri", "Döviz Kuru-Sermaye Hareketleri İlişkisi", "Uluslararası Sermaye Akımları ve Döviz Kuru İlişkisi Uygulaması"dır.

Makalenin "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi" başlıklı 1.Bölümünde yazar, sermayenin ülkeler arasındaki hareketliliğini uzun bir periyod

---

\* Arş. Gör., Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Biga İİBF

alarak incelemiştir. 1800'lü yıllardan başlayarak günümüze kadar Doğu Avrupa geçiş ekonomileri, gelişen Asya ülkeleri, Latin Amerika ülkeleri gibi piyasaları dinamik olan gelişmekte olan ülkelerle Türkiye'de gerçekleşen sermaye hareketlerinin, sermaye hesabının bu zaman periyotlarında en çok hangi kalemlerde toplandığını ve giren sermayenin de hangi amaçlar için kullanıldığı üzerine bir araştırma yapılarak bu süreçler içerisinde yaşanan ekonomik krizler ve yapılandırma programları neticesinde sermaye hesabının kalemlerinin(doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar) bunlardan nasıl etkilendiği üzerinde durulmuştur.

“Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri” başlıklı 2.bölümde ise Sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin kategorilenmesinin konjonktürel gelişmelerden kaynaklı net şekilde gerçekleşemeyeceğini belirten yazar, Sermaye hareketlerinin belirleyicileri olarak sermaye akımlarını “çeken ve iten faktörler” temelinde incelemiştir. Yurt içi faiz oranları, döviz kuru rejimleri kredi değerliliği, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç düzeyi, sermaye piyasalarının liberalizasyonu, makro ekonomik istikrar ve enflasyon oranı sermaye hareketlerini çeken faktörler temelinde sermaye hareketlerinin belirleyicileri olarak ele alınırken, İten faktörler başlığı altında ise öncelikle gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları, sermaye piyasası fiyatları ve büyüme performansları inceleme konusu olmaktadır. Sermaye hareketlerinin belirleyicileri iten faktörler temelinde gelişmiş ülkeler bakımından incelendiğinde gelişmiş ülkelerde faiz oranlarındaki düşüşlerin yanı sıra söz konusu ekonomilerde yaşanan resesyonların bu ülkelerdeki fonlara yön veren dinamiklerin başında geldiği söylenmiştir.

Ayrıca sermaye hesaplarında görülen volatilité küreselleşme sürecinin, deregülasyonların, inovasyonların, para ve sermaye piyasalarındaki tam rekabet koşullarının mali piyasaların etkinliğini ve mali piyasalardaki volatilitéyi etkileyen önemli dış unsurlar olduğu kanısında değerlendirilmektedir. Bununla birlikte kamu kesiminin yapmış olduğu düzenlemeler ve uyguladığı politikaların da sermaye hareketliliğine doğrudan ya da dolaylı olarak yönlendirdiğine değinilmiştir. Çünkü yazara göre; sıklıkla ekonomik istikrarsızlıkların yaşandığı, ekonomik yapıda yapısal sorunların olduğu, etkin olmayan bir kamu kesiminin var olduğu ülkelerde özellikle kısa vadeli sermaye giriş-çıkışlarının olduğu doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının böylesi ekonomik yapılardan uzak durduğu belirtilerek bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla yaşanan siyasal istikrarsızlıkların peşin sıra oluşan ekonomik istikrarsızlıkların, uygulanmakta olan maliye politikalarının etkinliğini azalttığı ve yabancı sermayeyi ürküttüğü belirtilmiştir.

Makalenin 3.bölümü, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara entegre olmaya başlamalarıyla birlikte ülke içindeki değişkenlerin de global ölçekteki hareketliliklerden etkilenmeye başlamasından yola çıkarak sermaye hareketlerinin girdikleri ülkelerde etkiledikleri değişkenlerin başında gelen döviz kurları ile ilişkine ayrılmıştır. Uluslar arası sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerindeki etkileri söz konusu ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimine de bağlıdır. Dolayısıyla, makalede ülkelerin dalgalı kur veya sabit kur rejimlerini uygulamaları karşısında yerli paralarının nominal değerlerinin ne yönde değişeceği konusunda bir giriş yapılmıştır. Yazar bu doğrultuda; ülkede eğer dalgalı kur rejimi uygulanıyorsa, sermaye girişlerindeki artışların yurtiçi döviz miktarını da arttıracığını, bunun da yerli paranın nominal değerinin artmasına neden olacağını belirtirken diğer taraftan da, ülkede sabit

kur rejimi uygulanıyorsa ülkeye giren sermayenin yalnızca döviz rezervlerinde bir artışa neden olacağını belirtmiştir.

Sermaye Hareketleri ile döviz kuru ilişkisi hakkında literatür taraması yaparak çalışmalarda elde edilen sonuçlar okuyucuya aktarılmıştır. Bu, en sade şekliyle anlaşılır bir yazı dili kullanılarak yapılmıştır. Dolayısıyla okuyucu sermaye hareketliliği ve döviz kuru arasındaki bağlantıyı kurabilmektedir. Genel olarak çalışmalar incelendiğinde; sermaye hesap kalemlerinden “sıcak para” olarak da adlandırdığımız kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin daha belirgin olduğu şeklinde bir sonuç çıkarmamız mümkündür.

Makalenin son inceleme aşaması olan 4.bölümünde ise makalede değinilen döviz kuru ve sermaye hareketleri ilişkisinin teorik yapısı uygulama adı altında somut bir çerçeve içerisinde incelenmiştir. Çalışmada doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve döviz kuru değişkenleri 1990 yılından 2007 yılına kadar üçer aylık olmak üzere analize katılmıştır. Yıllık yerine üçer aylık kullanması yazara gözlem sayısını artırma imkânı vererek daha düşük standart sapmalı sonuçlar elde etmesini sağlamıştır. Yazar ayrıca yapmış olduğu uygulamanın verilerini de okuyucunun nerelerden elde edebileceği konusunda da bilgi vererek veri bulma sıkıntısını okuyucudan uzaklaştırmıştır.

Ampirik analizde değişkenlerin önce durağan olup olmadıklarının incelenmesi yapılmış daha sonra oluşturulan Vektör Oto Regresif (VAR) modeline bağlı olarak değişkenlerin etki-tepki analizi(değişkenlerden birine bir birimlik şok uygulandığında hem kendisi hem de diğer değişkenlerin bu değişime vermiş olduğu tepki) ve varyans ayrışmaları analizleri(değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişmelerin % kaçının kendi gecikmesi, % kaçının diğer değişkenler tarafından açıklandığının belirlenmesi) ilave edilen ampirik uygulamalardır.

Ekonometrik analizler genelde ekonometri bilgisinden uzak ya da yetersiz olan kişileri zorlayan analizlerdir. Ancak yazar bu konuda da okuyucuyu rahatlatarak kısaca neden bu teknikleri kullandığını yine sade ve anlaşılır bir dille okuyucuya aktararak çalışmanın ekonometrik analizi hakkında bilgiler vermiştir. Ele aldığı örneklemedeki ülkeler ise Almanya, Brezilya, Türkiye ve Kore'dir. Çalışmada yapılmış olunan etki-tepki analizleri ile önemli sonuçlar elde edilmiştir. İncelenen tüm ülkeler için doğrudan yabancı sermaye girişleri karşısında döviz kurları zayıf yönlü de olsa yaklaşık olarak üç dönem negatif yönlü tepki verirken; Türkiye'de döviz kurlarının doğrudan yatırımlara vermiş olduğu tepkinin diğer ülkelere daha daha düşük olması, diğer ülkelere kıyasla doğrudan yatırımların toplam sermaye akımları içerisindeki ağırlığının daha düşük seviyede olduğu şeklinde yazar tarafından yorumlanmıştır. Yine ele alınan ülkelerin tamamında portföy yatırımları karşısında döviz kurlarının göstermiş olduğu tepki negatif yönlüdür. Fakat bunların içerisinde en zayıf tepkiyi önceki incelemede olduğu gibi Türkiye yerine Kore'nin vermiş olduğu da dikkat çekmektedir. Diğer sermaye girişleri karşısında ulusal paraların dış değeri tüm ülkeler için artış göstermektedir. Fakat Kore ve Türkiye'de hem tepkinin büyüklüğü hem de süresi Almanya ve Brezilya'ya oranla daha fazla olarak bulunmuştur.

Çalışmada etki-tepki analizi haricinde VAR modelinin çözümünden elde edilen varyans ayrışım değerleri ile döviz kurunda dönemlere göre kullanılan değişkenlerin ne oranda etkili oldukları gösterilmiştir. Tek tek ülkeler bazında döviz kuru ayrışması yapılarak genel olarak; Tüm dönemler itibariyle ele alındığında Almanya için sermaye akımları içerisinde portföy yatırımlarının, Brezilya için doğrudan yabancı sermaye akımlarının, Kore ve Türkiye için ise; diğer yatırımların önemli derecede etkili olduğu yargısına varabilmekteyiz.

Çalışma bir bütün olarak incelendiğinde hiçbir yerde kopukluğa uğramadan önce teorik çerçevede incelendikten sonra yapılan ampirik çalışmalarla desteklenerek okuyucuda da bir bütünlük sağlaması açısından önem taşımaktadır. Ayrıca ekonometrik analizler hakkında çok bilgi sahibi olmayan okuyucu da yine açıklanan ayrıntılı analiz aşamaları ile döviz kuru- sermaye hareketliliği konusundan yola çıkarak kendine ait çalışmalarında da bu yöntemleri uygulayabilme şansını yakalayabilecektir.