

T.C.
BURDUR MEHMETAKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE BORSA PERFORMANSI
İLİŞKİSİ: BİST ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Fundagül AKDOĞAN
YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN: Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI

JÜRİ ÜYESİ: Dr. Öğr. Üyesi Ercüment DOĞRU

JÜRİ ÜYESİ: Dr. Öğr. Üyesi Nezihe TÜFEKÇİ

BURDUR-2019



MAKÜ SOSYAL BİLİMLER
ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS JÜRİ ONAY FORMU

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 28.06.2019 tarihinde tez savunma sınavı yapılan Fundagül AKDOĞAN'IN Yabancı Portföy Yatırımları ve Borsa Performansı İlişkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama konulu tez çalışması Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE

(TEZ DANIŞMANI) : Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI

ÜYE

: Dr. Öğr. Üyesi Ercüment DOĞRU

ÜYE

: Dr. Öğr. Üyesi Nezihe TÜFEKÇİ

ONAY

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun
...../...../..... tarih ve/..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

T.C.
BURDUR MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ETİK BEYAN

Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “Yabancı Portföy Yatırımları ve Borsa Performansı İlişkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama” adlı tezin hazırlanması sürecinde akademik etik ilkeleri ihlal etmediğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi yerleşkelerinde erişime açılabilir.
- Tezimin 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

Fundagül AKDOĞAN

28.06.2019



ÖNSÖZ

Öncelikle tez çalışmam süresi boyunca bana destek olup yardımlarını esirgemeyen, bilimsel tecrübeleriyle beni yönlendiren, yoğun çalışmasına rağmen bana vakit ayırabilen ve hep olumlu yönde motivasyon sağlayan çok değerli tez danışmanım Sayın Hocam Dr. Öğr. Üyesi Fatma MUMCU KÜÇÜKÇAYLI'ya çok teşekkür ederim. Ayrıca Sayın Hocalarım Dr. Öğretim Üyesi Nezihe TÜFEKÇİ ve Dr. Öğretim Üyesi Ercüment DOĞRU'ya katkılarından dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Bana maddi manevi her türlü desteğiyle hep yanımda olan sevgili eşim Ahmet AKDOĞAN'a, ona daha az zaman ayırmama rağmen beni hiç üzmeyen biricik oğluma ve son olarak bana hep inanan ve güvenen daima arkamda olan canım kardeşlerime ve dostlarıma teşekkür ederim.

(AKDOĞAN, Fundagül, Yabancı Portföy Yatırımları ve Borsa Performansı İlişkisi: BIST Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Burdur, 2019)

ÖZET

Yabancı portföy yatırımları, finansal küreselleşme ile birlikte özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde önemli bir finansman kaynağı haline gelmiştir. Finansal piyasaların likiditesini artırarak sermaye piyasalarının derinlik kazanması açısından yabancı portföy yatırımları etkin bir rol oynamaktadır. Bu çalışmanın amacı, yabancı portföy yatırımları ve Borsa İstanbul getiri endeksi arasındaki ilişkiyi ölçmektir. 2005:01 - 2018:12 dönemine ilişkin aylık verilerin kullanıldığı çalışmada kısa ve uzun dönemde ilişkiyi inceleyen ARDL (Auto Regressive Distributed Lag Models) yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada iki ayrı model kurularak ilişki çift yönlü incelenmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının bağımlı değişken olduğu modelde; Borsa İstanbul getiri endeksinin yabancı portföy yatırımlarını, kısa dönemde pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Borsa İstanbul getiri endeksinin bağımlı değişken olduğu ikinci modelde ise; yabancı portföy yatırımlarının, Borsa İstanbul getiri endeksini hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Ayrıca, kontrol değişken olarak eklenen enflasyonun, uzun dönemde hem yabancı portföy yatırımlarını hem de Borsa İstanbul getiri endeksini etkilediği görülmüştür. Döviz kurunun ise, uzun ve kısa dönemde Borsa İstanbul getiri endeksini etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, yabancı yatırımcının Borsa İstanbul getiri endeksini takip ettiği ve aynı zamanda Borsa İstanbul getiri endeksini etkilediği şeklinde açıklanabilir.

Anahtar Kelimeler: BIST100, Yabancı Portföy Yatırımları, ARDL, Eşbütünleşme.

(AKDOĞAN, Fundagül, The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Stock Market Performance: An Application on BIST, Master Thesis, Burdur, 2019)

ABSTRACT

Foreign portfolio investments, especially with financial globalization has become an important source of financing in developing countries such as Turkey. Foreign portfolio investments play an active role in increasing the liquidity of financial markets and gaining depth in capital markets. The aim of this study is to measure the relationship between Borsa İstanbul return index and foreign portfolio investments. 2005: 01 - 2018: In this study, monthly regressive distributed lag models (ARDL) were used. In this study, two separate models were established and the relationship was examined in two ways. In the model in which foreign portfolio investments are dependent variables; It has been determined that Borsa İstanbul return index affects foreign portfolio investments positively in the short term. In the second model, where Borsa İstanbul return index is a dependent variable; foreign portfolio investments positively affected Borsa İstanbul return index in both short and long term. Moreover, inflation, which was added as a control variable, affected both foreign portfolio investments and Borsa İstanbul return index in the long run. On the other hand, it was found that the exchange rate affected the Borsa İstanbul return index in the long and short term. These results can be explained that foreign investors follow Borsa İstanbul return index and also affect Borsa İstanbul return index.

Key Words: BIST100, Foreign Portfolio Investments, ARDL, Cointegration Test.

İÇİNDEKİLER

| | |
|--------------------------|------|
| İÇ KAPAK..... | i |
| TEZ ONAY SAYFASI..... | ii |
| ETİK BEYAN..... | iii |
| ÖNSÖZ..... | iv |
| ÖZET..... | v |
| ABSTRAC..... | vi |
| İÇİNDEKİLER | vii |
| KISALTMALAR DİZİNİ | x |
| TABLolar DİZİNİ | xii |
| ŞEKİLLER DİZİNİ | xiii |
| GRAFİK DİZİNİ..... | xiv |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

| | |
|--|----|
| 1.1. Kavram ve Tanım | 3 |
| 1.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri..... | 7 |
| 1.2.1. İtici Faktörler | 8 |
| 1.2.2. Çekici Faktörler | 9 |
| 1.3. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sınıflandırılması | 11 |
| 1.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Foreign Direct Investments) | 14 |
| 1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımları (Foreign Portfolio Investments) | 16 |
| 1.4. Yabancı Portföy Yatırımları ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki Farklar..... | 18 |

İKİNCİ BÖLÜM YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

| | |
|---|----|
| 2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler..... | 21 |
| 2.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalarda Gerçekleşen Gelişmeler | 21 |
| 2.1.1.1. Finansal Piyasaların Liberalleşmesi..... | 21 |
| 2.1.1.2. Teknoloji Alanındaki Gelişmeler..... | 22 |
| 2.1.1.3. Finansal Ürünlerin Çeşitliliğinin Artması..... | 22 |
| 2.1.2. Yatırım Yapan ve Yatırım Yapılan Ülkelere Özgü Faktörler | 22 |

| | |
|--|----|
| 2.1.3. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi | 24 |
| 2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Faydaları | 26 |
| 2.3. Yabancı Portföy Yatırım Teorileri..... | 29 |
| 2.3.1. Geleneksel Portföy Teorisi | 30 |
| 2.3.2. Modern Portföy Teorisi..... | 31 |
| 2.3.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)..... | 33 |
| 2.3.4. Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (ICAPM)..... | 34 |
| 2.3.5. Faktör Modeller | 36 |
| 2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Karşısındaki Engeller..... | 36 |
| 2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar | 38 |
| 2.5.1. Sabit Getirili Finansal Yatırım Araçları..... | 38 |
| 2.5.2. Hisse Senedi Yatırımları | 39 |
| 2.5.3. Depo Sertifikaları..... | 40 |
| 2.5.4. Müşterek Fonlar | 41 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

| | |
|---|----|
| 3.1. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci | 43 |
| 3.2. Türkiye'ye Yönelen Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişimi..... | 46 |
| 3.3. Türkiye'ye Yapılan Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri | 50 |
| 3.3.1. Faiz Oranları | 51 |
| 3.3.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık | 52 |
| 3.3.3. Borsa İstanbul (BIST) Hisse Senedi Piyasası Getirisi | 52 |
| 3.3.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru | 53 |
| 3.3.5. Ekonomik Büyüme | 53 |
| 3.4. Portföy Yatırımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri | 54 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI LİTERATÜR TARAMASI

| | |
|--|----|
| 4.1. Dünya'da Yapılmış Olan Çalışmalar | 56 |
| 4.2. Türkiye'de Yapılmış Olan Çalışmalar | 63 |

BEŞİNCİ BÖLÜM
YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE BORSA PERFORMANSI
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

| | |
|--|------------|
| 5.1.YPY ile BIST-100 Endeksi Arasındaki İlişki | 84 |
| 5.2.YPY ile Enflasyon Arasındaki İlişki..... | 85 |
| 5.3. YPY ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkisi | 86 |
| 5.4. BIST 100 Endeksi ile Enflasyon Arasındaki İlişki | 86 |
| 5.5. BIST 100 Endeksi ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki | 87 |
| 5.6.Araştırma Yöntemi ve Uygulama | 88 |
| 5.6.1. Çalışmanın Amacı ve Veri Seti Değişkenleri | 88 |
| 5.6.2. Araştırmanın Yöntemi | 89 |
| 5.6.2.1.Birim Kök Testleri | 90 |
| 5.6.2.2. ARDL Sınır Testi..... | 93 |
| 5.6.3. Ekonometrik Yöntem ve Bulguların Değerlendirilmesi | 96 |
| 5.6.3.1.Birim Kök Testi Sonuçları ve Gecikme Uzunluğu Tespiti | 96 |
| 5.6.3.2. Model Belirleme Testi Sonuçları (Model 1) | 99 |
| 5.6.3.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları | 99 |
| 5.6.3.4. ARDL Modeli Uzun ve Kısa Dönem Analizinin Amprik Sonuçları(Model 1) | 100 |
| 5.6.3.4.1. Uzun Dönem İlişkisi | 102 |
| 5.6.3.4.2. Kısa Dönem İlişkisi..... | 103 |
| 5.6.3.5. Model Belirleme Testi Sonuçları (Model 2) | 105 |
| 5.6.3.6. Eşbütünleşme Test Sonuçları | 105 |
| 5.6.3.7. ARDL Modeli Uzun ve Kısa Dönem Analizinin Amprik Sonuçları(Model 2) | 106 |
| 5.6.3.7.1. Uzun Dönem İlişkisi | 106 |
| 5.6.3.7.2. Kısa Dönem İlişkisi..... | 107 |
| SONUÇ..... | 109 |
| KAYNAKÇA | 112 |
| ÖZGEÇMİŞ..... | 129 |

KISALTMALAR DİZİNİ

| | |
|--------|--|
| AB | : Avrupa Birliği |
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| ADF | : Genişletilmiş Dickey Fuller |
| ADR | : Amerikan Depo Makbuzları |
| ARDL | : Otoresif Dağıtılmış Gecikme |
| BIST | : Borsa İstanbul |
| BISTKF | : Borsa İstanbul Kapanış Fiyatları |
| CAPM | : Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli |
| CDR | : Karasal Depo Makbuzları |
| CSIS | : Stratejik Uluslararası Çalışma Merkezi |
| DF | : Dickey Fuller |
| DYY | : Doğrudan Yabancı Yatırımlar |
| DİBS | : Devlet İç Borçlanma Senedi |
| DPT | : Devlet Planlama Teşkilatı |
| EVDS | : Elektronik Veri Dağıtma Sistemi |
| GDR | : Küresel Depo Makbuzları |
| GSMH | : Gayrisafi Milli Hâsıla |
| GSYİH | : Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla |
| ICAPM | : Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli |
| IDR | : Uluslararası Depo Makbuzları |
| IMF | : Uluslararası Para Fonu |
| KVSH | : Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri |
| OECD | : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü |
| PP | : Phillips Perron Testi |

| | |
|--------|--|
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TSPAKB | : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği |
| TÜİK | : Türkiye İstatistik Kurumu |
| VAR | : Vectör Otoregresif Model |
| YASED | : Uluslararası Yatırımcılar Derneği |
| YPY | :Yabancı Portföy Yatırımları |
| YPYNH | : Yabancı Portföy Yatırımları Net Hareketler |



TABLolar DİZİNİ

| | |
|---|-----|
| Tablo 1: DYY ve YPY Arasındaki Farklar..... | 18 |
| Tablo 2: Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları..... | 47 |
| Tablo 3: Yabancı Portföy Yatırımlarına Yönelik Literatür Özeti..... | 77 |
| Tablo 4: Çalışmada Kullanılan Veriler..... | 89 |
| Tablo 5: ADF Birim Kök Testi Sonuçları..... | 97 |
| Tablo 6: PP Birim Kök Testi Sonuçları..... | 98 |
| Tablo 7: Gecikme Uzunluğu Belirleme (YPNH ,BISTG, TÜFE, DOVIZ)..... | 99 |
| Tablo 8: Sınır Testi ve Eşbütünleşme Sonuçları (Model 1)..... | 100 |
| Tablo 9: ARDL (1,1,1,0) Modeli Tahmin Sonuçları..... | 101 |
| Tablo 10: Uzun Dönem Sonuçları ARDL (1,1,1,0)..... | 103 |
| Tablo 11: Hata Düzeltme Modeli Sonuçları ARDL(1,1,1,0)..... | 103 |
| Tablo 12: Sınır Testi ve Eşbütünleşme Sonuçları (Model 2)..... | 105 |
| Tablo 13: ARDL (2,1,1,1) Modeli Tahmin Sonuçları..... | 106 |
| Tablo 14: Uzun Dönem Sonuçları ARDL (2,1,1,1)..... | 107 |
| Tablo 15: Hata Düzeltme Modeli Sonuçları ARDL(2,1,1,1)..... | 107 |

ŞEKİLLER DİZİNİ

| | |
|--|-----|
| Şekil 1: Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması..... | 13 |
| Şekil 2: Uluslararası Sermayenin Türleri..... | 13 |
| Şekil 3: Uluslararası Çeşitlendirme..... | 25 |
| Şekil 4: Yabancı Yatırımcıların Yerel Piyasalara Katkısı..... | 28 |
| Şekil 5: CUSUM ve CUSUMQ Test Sonuçları (YPNH – (BISTG, TÜFE, DOVIZ)) | 104 |
| Şekil 6: CUSUM ve CUSUMQ Test Sonuçları (YPNH – (BISTG, TÜFE, DOVIZ)) | 108 |



GRAFİK DİZİNİ

Grafik 1: Yabancı Portföy Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Seyri.....50



GİRİŞ

Küreselleşme olgusunun tarihi seyirdeki son evrimi olan finansal küreselleşme ile birlikte finansal liberalizasyon süreçleri, gelişmiş ülke ekonomilerinden başlayarak bilhassa 1980'lerde ve 1990'larda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde de yayılmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyon süreçleri neticesinde yabancı sermaye akımları kolay ve hızlı bir şekilde ülkeler arasında dolaşabilme olağanına sahip olmuştur. Bir ülkedeki yaşayan kişi ve kuruluşların kendi ülkeleri dışında farklı ülkelerde kazanç elde etmelerine olanak sağlayan yabancı sermaye akımı olan yabancı yatırım temel olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar; doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve yabancı portföy yatırımları (YPY) olarak isimlendirilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar, ev sahibi ülke dışında işletme kurmak, farklı bir şirkete hissedar olmak ya da farklı bir veya daha fazla şirketle birleşmek şeklinde yapılan yatırımlardır. DYY'ler uzun vadeli yatırımlardır ve ayrıca yatırım yapan ülkeye yönetim hakkı tanımaktadır. Yabancı portföy yatırımları ise genellikle yabancı piyasalarda yapılan hisse senedi, mevduat sertifikası, tahvil gibi finansal araçlara yapılan yatırımlardır. DYY'lere göre kısa vadeli bir yatırım olduğundan dolayı sıcak para olarak adlandırılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere biri olan Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımları 1980 öncesinde daha kapalı bir ekonomiye sahip olmasından dolayı oldukça sınırlı düzeyde olmuştur. 1975 ve 1980 döneminde Türkiye'ye yönelik portföy yatırımı gerçekleşmezken, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ve diğer yatırımlarda ise oldukça düşük düzeyde yatırımlar gerçekleşmiştir (Erkiletlioğlu ve Gürler, 2007: 19-20).

24 Ocak İstikrar Kararları ile birlikte finansal serbestleşme süreci başlamıştır. Bu süreçle birlikte Türkiye'nin dış ticaret hacminde gerçekleşen artışlar kendini yabancı sermaye hareketlerinde de devam ettirmiştir. 1986 yılından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin kurulmasıyla birlikte Türkiye'ye gelmeye başlayan portföy yatırımları 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı Kararla birlikte daha da artış göstererek devam etmiştir.

Türkiye piyasalarının yabancı yatırımlara açıldığı 1989 yılından itibaren gerçekleşen net portföy yatırımları kriz dönemleri dışında genellikle yükselme

eğiliminde gerçekleşmiş ve yerli yatırımcılara göre yabancı yatırımcıların alışları daha yüksek gerçekleşmiştir. Yabancı portföy yatırımlarında daha önceki dönemlerde borç senetlerinin hacmi daha fazla iken, son dönemlerde bu yükseliş hisse senetlerine yönelmiştir.

Bu çalışmada hisse senedi getiri endeksi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki ölçülmeye çalışılmaktadır. Çalışma beş bölümden meydana gelmektedir. Çalışmanın birinci kısmında genel olarak yabancı sermaye kavramı tanımlanmıştır.. Yabancı sermaye tanımlamaları yapıldıktan sonra bu yatırımların sınıflandırılması şekilleri üzerinde durulmuştur. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları arasındaki farklardan ve yabancı sermaye yatırımlarının ortaya çıkışına neden olan içsel ve dışsal nedenleri açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde yabancı portföy yatırımları incelenmiştir. Bu bölümde yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler, yabancı portföy yatırımlarının faydalarından, modellerinden, karşısındaki engellerden ve yabancı portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlardan bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları üzerinde durulmuştur. Ayrıca Türkiye'de finansal serbestleşme süreci ve bu süreç sonunda Türkiye'de gerçekleşen yabancı portföy yatırımları anlatılmış ve yabancı portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisine katkıları üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölümde yabancı portföy yatırımları ile ilgili dünyada ve Türkiye'de yapılmış olan çalışmaların literatür özeti taranarak aktarılmıştır.

Beşinci bölümde ve son bölümünde ise yabancı portföy yatırımları ve borsa performansı arasındaki ilişki ekonometrik yöntemler çerçevesinde değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Bu kısımda genel olarak yabancı sermaye yatırımı, yabancı sermaye yatırımlarının ortaya çıkışını sağlayan içsel ve dışsal nedenlerden, yabancı sermaye yatırımlarının sınıflandırılması ve doğrudan yabancı yatırım ile portföy yatırımları arasındaki farklardan bahsedilmektedir.

1.1. Kavram ve Tanım

Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini kuşatan yabancı sermaye akımlarının başlangıcı daha eski dönemlerde dayansa da genel olarak Bretton Woods sistemi yıkıldıktan sonra sermaye hareketlilikleri hızlanmaya başlamıştır (Efe, 2002: 1). Bretton Woods sistemine göre Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dışındaki tüm Uluslararası Para Fonu (IMF) üyeleri ulusal para değerlerini ABD dolarına, ABD ise ulusal parasını altına endekslemiştir (Seyidoğlu, 2016: 25).

Altın-dolar bağlantısının kopmasıyla gerçekleşen Bretton Woods sisteminin (uluslararası para sistemi) çökmesiyle birlikte dünya ekonomileri büyük krizlere girmişler ve bu krizlerden çıkış yolu olarak da liberalleşme yolunu seçerek yabancı sermaye yatırımlarına yönelmişlerdir (Keskin, 2014: 7)

Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte dünya ekonomilerinde yaşanan kriz sonrası sanayileşmiş ülkelerdeki sermayeler reel yatırımlar yerine finansal yatırımlara doğru yönelmiştir. 1980'lere kadar ABD, Japonya, Batı Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ülkelere yönelik olan sermaye akımları 1990'lardan itibaren Latin Amerika ülkeleri, Doğu Avrupa ülkeleri ve Asya ülkeleri gibi gelişen ya da gelişmekte olan ülkelere doğru yöneldiği görülmektedir (Açıkalin ve Ünal, 2009: 21).

Ülkelerin 1980'lerin başından itibaren liberalleşme yönünde yaptıkları yenilikler ile birlikte uluslararası pazarların oluşumu hızlanmıştır (Akdiş, 2002: 2). Teknoloji ve özellikle iletişim teknolojisi alanındaki hızlı gelişme ve ilerlemelerle birlikte ülkelerarası fiziki uzaklık engeli ortadan kalkmış ve ülkeler her geçen gün birbirine daha da yakınlaşmıştır. 1990'lı yıllarda yaşanan küreselleşme de denen bu olgu toplumsal hayatın her alanını etkilemiştir.

Küreselleşme siyasal, ekonomik, sosyal ve kültürel alana kadar her anlamda toplumsal hayatı etkilemişse de tarihsel sürece bakıldığında küreselleşmenin daha çok ekonomik yönü ağır basmaktadır (Efe, a.g.t.: 1).

Küreselleşmenin ağır basan ekonomik yönü, hızla gelişen teknoloji ile birlikte farklı ülkelerin finans piyasalarını birbirine yaklaştırmış ve ekonomik sınırlar büyük ölçüde azaltılarak küresel bir ekonomi oluşmaya başlamıştır. Bu doğrultuda uluslararası sermayenin niteliği, kaynakları, işleyişi ve hacminde önemli değişiklikler meydana gelmiştir (Vural, 2009: 5). Örneğin; 90'lardaki sermaye hareketleri ile 70'lerdeki sermaye hareketleri kaynak ve nitelik açısından farklılık göstermektedir. 90'larda sermaye hareketleri daha çok arbitraj kazancı sağlayan, spekülatif nitelikli hareketlerdir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58). Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemin sermaye hareketlerinin vadesi kısa ve oynaklığı fazladır (Açıkalmın ve Ünal, 2009: 25).

Küreselleşme ve liberalleşme ile birlikte hem yerel hemde yabancı piyasalarda büyük sermaye hareketlilikleri gerçekleşmiştir. Gerçekleşen sermaye hareketlilikleri ile birlikte geniş ve farklı sermaye piyasası ürünleri oluşumu sağlanmıştır (Dodd, 2002: 1). Bu süreçte, uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru bir kayma göstermiştir. Bunun sebebi gelişmiş ülkelerin hammaddeye ihtiyacı olması, gelişen ya da gelişmekte olan ülkelerin ise sermayeye ihtiyacı olmasıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler karşılıklı kazanç sağlamaktadır. Bu açıdan yabancı sermaye hareketleri, hem hammaddeyi sağlayan ülkenin hem de sermayeyi sağlayan ülkenin ekonomik refahlarını arttırmalarına olanak sağlar. (Byrne ve Fiess, 2011: 2).

Yabancı sermaye yatırımları, gelişmekte olan ülkelerin ekonomisine sermaye sağlayarak bu ülkelerin ekonomik büyümesini ve gelişmesini sağlarken (Neumann, Penl ve Tanku, 2009; 488), gelişmiş ülkelerde ise yapılan yatırım karşılığında sermayesinin karlılığını yükseltmektedir (Karagül, 2010: 170).

Yabancı sermaye yatırımı "uluslararası sermaye yatırımları, denizaşırı yatırım, dış yatırım" gibi isimler alabilmektedir. En basit tanımıyla yabancı sermaye yatırımı; bir ülkedeki yerleşik kişi ve kuruluşların kendi ülkeleri dışında başka ülkelerde servet edinmelerine denilmektedir (Karluk, 2003: 48).

Başka bir tanıma göre yabancı sermaye; ülkelerin hammadde kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek, mevcut üretim faktörlerini etkin bir şekilde kullanmak için ülkelerin ihtiyaç duyduğu ve ülke içinde bulunmayan ve bu nedenle ithalatına gerek duyulan sermayedir (Çatıkkaş, 2000: 2).

Hazine Müsteşarlığı'nın 2002 yılındaki Yabancı Sermaye Raporu'na göre ise yabancı sermaye yatırımı (Hazine Müsteşarlığı, 2002: 10):

1. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından alım satımı gerçekleştirilen konvertible döviz ile efektif cinsinden sermaye,
2. Yabancı sermaye bulunduran kuruluşlarda, yabancı gerçek ve tüzel kişilerin payına düşen kar, satış, tasfiye ve tazminat değerleri ile birlikte lisans, know-how, teknik yardım, yönetim ve franchise anlaşmaları karşılığında ödenecek meblağların, dış kredi anapara ve faiz ödemelerinin transferi ya da transfer edilebilir bedeller,
3. Makine, alet, teçhizat ve bu nitelikteki mallar, malzeme, makine aksamı ve Hazine Müsteşarlığı'nın sermaye payı olarak kabul edeceği meblağlar,
4. Patent ve ticari marka gibi fikri mülkiyet haklarından müsteşarlıkça kabul edilenler, şeklinde anlatılmaktadır.

Aynı raporda konuyla ilgili Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nin yapmış olduğu tanıma göre ise yabancı sermaye yatırımları;

- Şirketin dağıtılmayan ve yatırıma tekrar aktarılan kazançlardaki payı,
- Nakit aynı sermaye yoluyla ana şirketten hisse ve borç senetleri alımı,
- Şirkete sağladığı kredileri,
- Şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımları,
- Sağladığı ticari ve diğer kredileri içermektedir.

Literatürdeki diğer yabancı sermaye yatırım tanımları şu şekildedir;

Bulutoğlu (1970) ise; “bir ülkenin karşılığını ödemeksizin yabancı ülkelere sağladığı ekonomik kaynaklardır” olarak ifade etmiştir.

Uras'a göre yabancı yatırım; bir ülkenin bedelini faiz ya da borçlanma şeklinde ödeyerek ekonomisine kazandırdığı teknolojik ve iktisadi kaynaklardır (Uras, 1979: 19).

Seyidoğlu'na göre; “bir ülkedeki gerçek ve tüzel kişilerin başka bir ülkeye sermaye sağlamaları ve bir gelir elde etme karşılığında başka şahıs ve kurumlara

devredilmeye hazır mali kaynaklardır” şeklinde tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 412).

Çetenak ise yabancı sermayeyi “ bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan sağlayacağı ve ekonomik gücü ile ulusal varlıklarına ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgisel (know-how) ve hizmetsel kaynaklardır” olarak tanımlamıştır (Çetenak, 2006: 7).

Yalçınar ise; “yabancı yatırımcıların farklı bir ülkenin yerleşik kişi ve kuruluşlarına sermaye aktarması veya o ülkeden bir aktif satın alarak karşılığında fon göndermesi” olarak tanımlamıştır (Yalçınar, 2012: 89).

Ülkeler arasındaki kaynak transferleri ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlikleri finanse ederek ödemeler dengesi açıklarını kapatmaktadır. Ülkelerdeki tasarrufların sermaye eksikliğini karşılamaması ve ayrıca borç ile finansmanın da maliyetli ve riskli olması nedeniyle yabancı yatırım, ülke ekonomileri için çok büyük önem taşımaktadır (Zengin, 2003: 51). Yabancı sermaye dikkatli yönetilirse ülke ekonomilerinin gelişmesi ve büyümesine yardımcı olabilir. Yabancı yatırımın sermayeyi alan ülke açısından avantaj ve dezavantajları Genç’e göre şöyledir (Genç, 2015: 9).

Avantajları;

- “Yabancı yatırım bir ülkeye üretim yatırımları yapmak için ek kaynak sağlamaktadır.
- Özkaynak yatırımları yapılarak şirketler için risk paylaşımı sağlanır.
- Yabancı yatırım sayesinde dış ülkelere uygulanan makroekonomik politikalar daha disipline olur.
- Yabancı yatırım sayesinde teknoloji ve yönetim alanında beceri kazanılır.
- Şirketler yabancı hissedarları sayesinde ihracat pazarlarına kolaylıkla ulaşırlar.
- Ev sahibi ülkeler sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla likidite elde ederler.
- Yerel piyasalar genişlik ve derinlik kazanır.
- Yabancı yatırımlar dolayısıyla finansal sektörün bilgi ve becerisinde artma sağlanır.

Dezavantajları;

- Yerel para aşırı değer kazanır.
- Dışarıdan gelebilecek şoklara daha fazla maruz kalınır.
- Finansal piyasalarda ve döviz piyasasında volatilité artar.
- Sterilizasyon maliyetleri artar.
- Yerel sermaye piyasalarında bozulma ve varlık enflasyonu yaşanır.
- Yerli piyasanın kontrolündeki yabancı sermayeli kuruluşlarda kayıplar yaşanması” olarak sıralamıştır.

Araştırmanın bundan sonraki bölümünde, yabancı sermayenin literatürde yapılan sınıflandırılmasına değinilerek, araştırmanın amacı gereği DYY ve YPY ile iki yatırım türü arasındaki farklar üzerinde durulmaktadır.

1.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri

Yabancı yatırım hareketlerinin en önemli sebebi ülkelerin finansman ihtiyaçlarıdır. Ülkeler finansman ihtiyacını karşılamak adına özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yapısal uyum süreçleri ve finansal serbestleşmeler sermaye hareketlerinin yönünü ve büyüklüğünü artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal liberalizasyon sayesinde sermaye giriş çıkışları kolaylaşmıştır. Ülkelerin yabancı ülkelere kolay girip çıkması sayesinde hızlı ve hacimli sermaye akımları için uygun taban hazırlanmıştır (İnandım, 2005: 16).

Yatırımcıları geliştirmekte olan ülkelere yatırım yapmaya yönelten iç ve dış ekonomik etmenler bulunmaktadır. Bazı ekonomistler sermaye hareketlerinin gerçekleşmesinde dış dünya koşullarının, yani yabancı koşulların daha önemli olduğunu savunmaktadır. Bu etmenler itici faktörler (push effect) olarak ifade edilmektedir. Bazı ekonomistler ise sermaye hareketlerinin gerçekleşmesinde iç dünya koşullarının yani yatırımın gerçekleştiği ülkenin ekonomik koşullarının sermaye hareketlerini belirlemede daha etkili olduğunu savunmaktadırlar. Bu etmenler ise çekici faktörler (pull effect) ifade edilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların gerçekleşmesinde daha çok çekici faktörler etkili olduğu gösterilirken, yabancı portföy yatırımlarının gerçekleşmesinde ise daha çok itici faktörlerin etkili olduğu gösterilmektedir (Kar ve Tatlıöz, 2008: 7 -12).

1.2.1. İtici Faktörler

Yatırım yapacak olan ülkenin genel ekonomik durumunda yaşanan olumsuz faktörleri ve ayrıca farklı bir ülke için ise dışsal faktörler olup ülkeden dışarıya sermaye çıkışına neden olan faktörleri ifade etmektedir. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir;

➤ Gelişmiş Ülke Piyasalarında Karlılığın Azalması ve Düşük Faiz Oranları

Gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk ve düşük faiz oranları sermaye hareketlerinin itici kuvvetlerinden biridir. Faiz oranları yükseldikçe sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise sermaye, faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere yönelmektedir (Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 25).

1990'larda yaşanan uluslararası faiz oranlarındaki düşüş, ABD gibi gelişmiş ülke ekonomilerinde durgunluk oluştururken, Latin Amerika ve Asya gibi gelişmekte olan ekonomilerde canlanmalar yaşanmasını sağlamıştır. Bu sebeptir ki yüksek faiz oranları, yatırımcıları yüksek getirisi olan gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönlendirmiştir (Calvo ve diğerleri, 1996: 2).

➤ Bölgesel Ticaret Anlaşmaları

Yabancı sermaye akımlarına neden olan diğer bir itici faktör de, ülkelerin aralarındaki ticaret artırmak, mevcut engelleri yok etmek veya azaltmak üzere iki veya daha fazla ülkenin bir araya gelerek imzaladıkları anlaşmalar ya da ortaklıklardır. Ülkelerin aralarında yapmış oldukları anlaşma ve ortaklığın amacı, anlaşmaya taraf olan ülkelerin arasında mal, sermaye, hizmet ve işgücünün kolayca dolaşımını sağlayarak bu ülkeler arasında serbest ticaret bölgesi oluşturmaktır (Yalçınar, 2012: 113).

➤ Portföy Çeşitlendirmesi

Gelişmiş ülkelere doğru yabancı sermayenin yönelmesinde etkili olan diğer itici bir faktörde de yabancı yatırımcıların portföylerini daha da çeşitlendirmek istemeleridir (Genç, 2015: 45). Büyük kurumsal yabancı yatırımcılar emeklilik ve yatırım fonları gibi araçlara yatırım yaparak hem daha fazla kazanç sağlarlar hem de gelişmekte olan ülke ekonomilerine de büyük katkı sağlarlar (Açıkalın ve Ünal, 2009: 61).

1.2.2. Çekici Faktörler

Yatırım yapılacak olan ülkenin genel ekonomik durumuyla ilgili faktörlerdir, yani ülkenin kendi içsel değişkenleridir. Bu değişkenleri şu şekilde sıralayabiliriz;

➤ **Sermaye Akımları Üzerindeki Denetimlerin Kalkması ve Finansal Serbestleşme**

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri zamanla kaldırmaları ve finansal liberalizasyona gitmeleri, yabancı sermayenin bu ülkelere girmesini kolaylaştırmıştır (Kaya, 1998: 29). Bu süreçle birlikte gelişmiş ülkelerdeki fazla tasarruflar daha hızlı bir şekilde gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye ihtiyacını karşılamak için ülkelere yönelmiştir (Kar ve Tatlıöz; 2008: 9).

➤ **Ulaşım ve İletişim Teknolojilerindeki İlerlemeler**

Ulaşım ve iletişim alanındaki gelişmeler ve ilerlemeler hem gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında işlem yapmayı kolaylaştırmıştır hem de ulaşım ve iletişim alanındaki maliyeti düşürmüştür. Dolayısıyla da uluslararası sermaye hareketliliği hızlanmıştır (Kar ve Tatlıöz, 2008: 9).

➤ **Gelişmekte Olan Ülkelerin Hammadde ile İşçilik Maliyetindeki Düşüklük**

İşgücü maliyetlerinin düşük olması yatırım yapacak olan ülkelerdeki şirketlerin maliyetlerini azalttığı için işgücü ve hammadde maliyetlerinin düşük olduğu bölgeler, doğrudan yabancı yatırımları çeken faktörler arasında bulunmaktadır (Candemir, 2009: 661). Gelişmekte olan ülkelerde bulunan hem ucuz hammadde ve doğal kaynaklar hem de düşük işgücü maliyetleri gelişmiş ülkelerin buraya yatırım yapmalarını teşvik etmektedir.

➤ **Vergi Oranları**

Doğrudan yabancı sermaye yatırım kararının verilmesinde etkili olan diğer bir faktör de kurumlar vergisindeki farklılıklardır. DYY'ler, vergi oranlarının düşük olduğu ülkelerde gerçekleşebildiği gibi bazen de getiriler ülkelerin farklı şubelerine aktarılabilir ve düşük vergi avantajından yararlanılabilmektedir (Kar ve Tatlıöz, 2008: 10). Sermaye akımlarının ülke ekonomilerine girmesini isteyen ülkeler gerekli teşvik ve düzenlemeleri yaparak yabancı yatırımcıları ülkelerine çekmektedirler (Genç, 2015: 54).

➤ **Döviz Kuru Politikaları**

Yatırım yapan ülkeler yatırım yapılan ülkelerin döviz kuru politikaları ile yakından ilgilenmektedirler. Çünkü yatırım yapan ülke birden fazla ülkede faaliyet gösterdiği için birçok para birimleriyle karşılaşmaktadırlar (Kar ve Tatlıöz, 2008: 10). Bu yüzden döviz kurlarındaki hareketlilik ve belirsizlikler hem yatırım yapan ülkenin karlılığını hem de yatırımın yönünü belirlemektedir (Gövdere, 2003: 5; Kar ve Kara, 2004: 71).

Bir ülkenin yerel para biriminin farklı bir ülkenin yerel parası birimi karşısında değerinin düşmesi sonucunda üretim ve işçilik maliyetleri azalacağından bu durum doğrudan yabancı yatırımlara hem bölgesel fiyat avantajı sağlamakta hemde doğrudan yabancı yatırımın ülkeye girişini artırmaktadır (Goldberg, 2009: 1). Yabancı portföy yatırımları açısından döviz kuruna reel anlamda bakılan ülkelerde portföy yatırımları ve döviz kuru arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Fakat döviz kurunda gerçekleşen bir artış enflasyon oranında ya da enflasyon oranından daha yüksek olursa portföy yatırımları ile döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişki olması muhtemeldir (Yalçiner, 2001: 5).

➤ **Özelleştirme Uygulamaları**

Özelleştirme kamuya ait olan mülklerin özel sektöre devredilmesi olarak tanımlanabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanan özelleştirme çalışmaları yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin özel mülkiyet oluşturma doğrultusunda uygulamaya başladıkları ekonomi politikaları ilk andan itibaren hem doğrudan yabancı yatırım yapan şirketlerin hem de kurumsal ve bireysel portföy yatırımcılarının dikkatini çekmiştir (Genç, 2015: 56).

Özelleştirme uygulamalarıyla birlikte yabancı yatırımlar bir sabit yatırım tamamen satın alınabileceği gibi (direkt yabancı yatırım), yapılan yatırıma ait menkul kıymetlere yatırım yapılarak, o işletmeye hissedar olarak da katılabilirler (Kar ve Tatlıöz, 2008: 11).

➤ **Makroekonomik İstikrar**

Makroekonomik istikrar; düşük enflasyon, düşük işsizlik, düşük reel faiz oranları, yüksek ve istikrarlı ekonomik büyüme ve bütçe açıklarının kontrol edilebilir düzeyde olması demektir. Makroekonomik istikrar, hem bir ülkenin kendi tasarruflarını

yatırıma dönüştürmesine hem de yabancı tasarrufların kendi ülkesinde yatırıma dönüşmesini teşvik eder (Kar ve Tatlıöz, 2008: 11).

Gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarının yükselmesi, enflasyon oranlarının düşmesi, bütçe açıklarının azalması gibi makroekonomik değişkenlerde görülen iyileşmeler yabancı sermayenin yönünü belirleyen önemli faktörlerden biridir. Hatta makroekonomik değişkenlerinde istikrarı sağlamış olan bir ülkede yabancı yatırım artışı olması o ülke için büyük avantajdır.

➤ **Bürokrasinin Niteliği ve Siyasi İstikrar**

Bürokrasinin niteliği ve siyasi istikrar, yabancı yatırımları etkileyen özellikle de doğrudan yabancı yatırımı etkileyen diğer önemli faktörlerden biridir.

Bir ülkede siyasi ve ekonomik istikrar sağlanamaması, o ülkenin makroekonomik parametrelerinde volatilitenin yüksek olmasına ve yabancı yatırım girişlerini olumsuz etkilemektedir (Çinko, 2009: 121). Bu yüzden siyasi ve mali istikrarı sağlamış ülkelerde yabancı sermaye akımı daha kolaydır.

➤ **Bilgi Şeffaflığı**

Gelişmekte olan ülkelerde kamuyu aydınlatma platformunun oluşturulması ve finansal piyasalarda şeffaflığın oluşturulması yabancı sermaye girişini kolaylaştıran ve yatırım yapılmasını teşvik eden faktörlerden biridir. Yatırımcıların bilgiye kolay ve doğru bir şekilde ulaşması bu anlamda önemli bir faktördür.

1.3. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sınıflandırılması

Yabancı sermaye yatırımları literatürde farklı şekillerde sınıflandırılmıştır. Bazı kaynaklar aktif ve pasif sermaye yatırımları olarak bazı kaynaklar ise doğrudan ve dolaylı sermaye yatırımları şeklinde sınıflandırılmaktadır.

TCMB tarafından hazırlanan Ödemeler Dengesi İstatistikleri'nde Finans Hesabı adı altında şu şekilde sınıflandırılmıştır (TCMB, 2014: 6):

- Doğrudan yatırımlar
- Portföy yatırımları
- Diğer yatırımlar

IMF tarafından hazırlanan istatistiklerde yabancı yatırımları varlıklar hesabı adı altında; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar, , finansal varlıklar ve rezerv varlıklar olarak sınıflandırmıştır (IMF, 2002: 8).

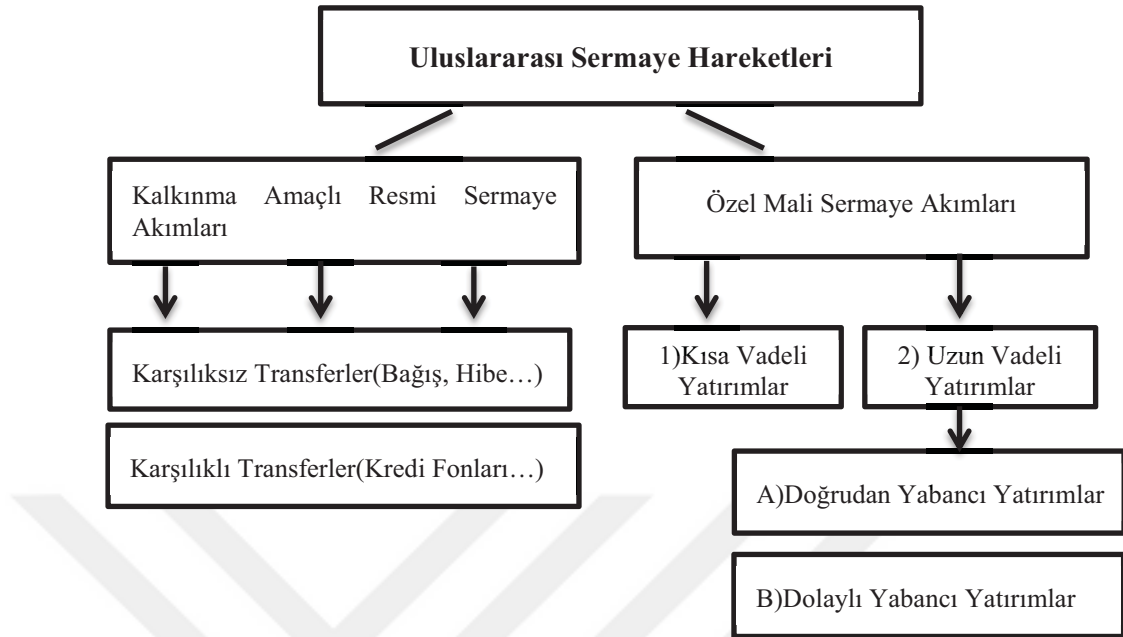
Yabancı sermaye yatırımlarını İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV) ise 13 gruba ayırarak sınıflandırmıştır (İKV, 2002: 46).

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

Salvatore (2007), yabancı sermaye yatırımlarını iki şekilde sınıflandırarak doğrudan DYY ve YPY olarak gruplamıştır (Salvatore, 2007: 418).

Dursun ise yabancı sermaye yatırımlarını Şekil 1'deki gibi sınıflandırmıştır;

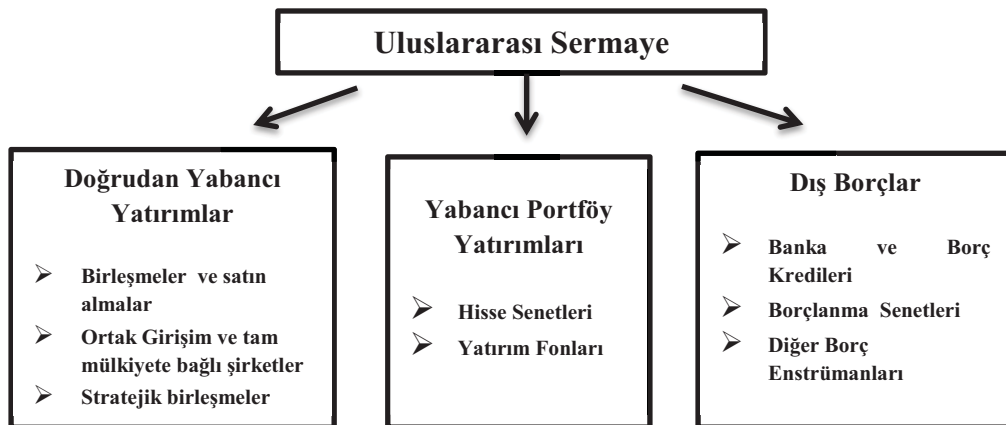
Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması



Kaynak: Gülten DURSUN, “Yabancı Doğrudan Yatırımları ve Belirleyicileri”, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2004, s.8

Gür ise yabancı sermaye yatırımlarının türlerini şu şekilde bölümlendirmiştir;

Şekil 2. Uluslararası Sermaye Türleri



Kaynak: Gür, N. “Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri”, MÜSİAD Araştırma Raporları, 2014, s. 90.

Yabancı sermaye yatırımları çok farklı şekillerde sınıflandırılrsa da çalışmanın amacı gereği sadece doğrudan yabancı yatırımlar ve özellikle yabancı portföy yatırımları üzerinde durulacaktır.

1.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Foreign Direct Investments)

DYY'ler çıkışının ilk zamanlarında “yabancı sermaye yatırımı” veya “özel yabancı sermaye yatırımı” olarak adlandırılırken daha sonraları “direkt yatırım”, “doğrudan dış yatırım”, “dolaysız yabancı sermaye yatırımı” ve son olarak “doğrudan yabancı sermaye yatırımı” gibi isimler almıştır.

DYY için literatürde yapılan tanımlamalardan bir kısmı şu şekildedir;

YASED'e (1988: 9) göre ise DYY; *“firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satın alma, yeni kurulacak firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini artırarak kendine bağlı duruma getirmesi yoluyla yaptıkları yatırımlardır.”*

Karluk'a (1996: 534) göre DYY; *“bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi (know-how) ve yatırımcının kontrol yetkisi de beraberinde getiren yatırımlardır.”*

Seyidoğlu'na (2003: 451) göre DYY; uluslararası alanda faaliyet gösteren bir şirketin kurulu olduğu ülke sınırları dışında başka bir ülkede yeni bir şirket kurması ya da mevcut şirketi satın alması olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle DYY'ler ülke ekonomilerine birçok şekilde girebilmektedir. DYY'ler, Bir ülkede bulunan bir işletmenin ev sahibi olduğu ülke dışında farklı bir ülkede sil baştan bir işletme kurması şeklinde yapılabileceği gibi varolan bir işletmeye ortak olarak girerek işletmenin geliştirilmesi şeklinde de gerçekleşebilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2006: 157).

Ergül'e (2004: 147) göre DYY; yerleşik oldukları ülke dışında farklı bir ülkede faaliyette bulunmak isteyen şirketlerin sermayelerini, teknolojilerini, bilgi ve tecrübelerini, teknik ve yönetimlerini birleştirerek oluşturdukları girişimlerdir.

Emir ve Kurtaran'a (2005: 38) göre DYY; *“bir işletmenin üretimini ana merkezin bulunduğu ülke dışında farklı ülkelerde tek olarak veya hissedarlarıyla birlikte yeni bir işletme kurması veya mevcut olan o ülke içindeki bir işletmeyi satın alarak duruma getirmesi olarak tanımlanmaktadır.”* Bu tanımların ışığında uluslararası alanda

faaliyet gösteren şirketler daha geniş bir coğrafyaya yayılmaktadırlar ve aynı zamanda başka ülkedeki şirketleri de kendine bağlı hale getirmektedir diyebiliriz.

Doğrudan yabancı yatırım hareketlerinde sadece maddi varlıkların transferi yapılmamakta aynı zamanda maddi olmayan varlıklarda transfer edilmektedir. Sermaye ile birlikte yatırımcı beraberinde teknik bilgi ve yönetim bilgisini de götürmektedir. Yani sermayeyi getiren taraf hem fona sahip olmakta hem de sahip olduğu fonu yönetme hakkını elde etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar bu yönüyle de portföy yatırımlardan ayrılmaktadır. Portföy yatırımlarında tahvil, bono gibi yatırım araçlarıyla sermaye transfer edildiği için fonun yönetimi yatırım yapan kişinin elinde olmamaktadır (Sarılı, 2010: 26).

Ayrıca uluslararası yatırımcının, bir işletmenin sermayesinin %10'unu veya daha fazlasını elinde bulundurması halinde bu durum "dış yatırım" olarak değerlendirilmektedir. Ancak şirket üzerinde yönetim hakkını sağlayan sermaye miktarı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde söz konusu pay yatırımcıya yönetim hakkı verirken bazı ülkelerde bu pay yönetim hakkı vermemektedir (Efe, 2002: 4).

Uluslararası sermaye hareketlerinden biri olan doğrudan yabancı yatırımlar, büyük bir neden olmamak kaydıyla ülke ekonomilerinden kolay kolay çıkmayan bir yatırım türüdür. Bu özelliğinden ötürü "soğuk yatırımlar" diye de ifade edilir (Becker ve Noone, 2009: 2).

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD)'nin yaptığı tanımlamaya göre ise doğrudan yabancı yatırımlar; "bir ülkede evsahibi olan kişi ve kuruluşların, farklı bir ülkede daimi bir ekonomik kazanç sağlamak gayesiyle yaptığı yatırım olarak ifade etmektedir" (OECD, 2008: 17). Buradaki daimi kazanç elde etme ifadesiyle doğrudan yabancı yatırımların uzun vadeli bir yatırım olduğu ifade edilmektedir. IMF bu durumu şöyle ifade etmektedir (IMF, 1993: 86):

"Doğrudan yatırım, uluslararası bir yatırım türüdür. Kendi ülkesinin dışında faaliyet gösteren yabancı yatırımcının "sürekli kazanç elde etme amacı" olarak tanımlanabilir. Burada söz konusu olan süreklilik, doğrudan yatırımı gerçekleştiren yabancı yatırımcı ile yatırım yapılan şirket arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ifade eder."

Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Çok uluslu şirketler, belli bir ana merkezi bulunan ve bu merkeze bağlı olarak farklı ülkelerde faaliyet gösteren şubelerden ve bağlı birimlerden oluşan işletmelerdir (Seyidoğlu, 2003: 731).

Çok uluslu şirketlerin yabancı ülkelerde yaptığı yatırımlar iki şekilde olabilmektedir. Bunlardan birincisi yatırım yapılan ülkenin ana merkez olan ülke ile aynı üretimi yapmasının söz konusu olduğu yatay yatırımlardır. İkincisi ise yatırım yapılan ülkede, ana merkezde üretilen ürünlerin işlenmesi, satışı veya dağıtımının yapılmasını içeren dikey yatırımlardır (Dursun, 2004: 15).

1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımları (Foreign Portfolio Investments)

Uluslararası sermaye hareketlerinden biri olan yabancı portföy yatırımları, yatırımcının yerleşik olduğu ülke dışında yabancı ülkelerde yapmış olduğu menkul kıymet alım satım işlemleridir.

Yabancı portföy yatırımları, uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası ile para piyasası arasındaki temel fark, bu iki piyasadaki işlemlerin vadesi ve bunu yanında sermaye piyasalarında işlemlerin tamamen tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin alım satımı ile gerçekleşmekte olmasıdır (Seyidoğlu, 2001: 480-498).

Uluslararası sermaye akımlarından biri olan YPY, yatırımcıların yabancı sermaye piyasalarında döviz kuru riski ve bilgi edinme riskleri gibi tehlikeler olarak finansal getiri elde etmek amacıyla çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapmaları olarak tanımlanabilir (Tezcanlı vd., 1994: 8).

Başka bir tanımda ise YPY, yerleşik bulunulan ülke dışında başka bir ülkede yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve rezerv varlıklar dışında kalan bir yıldan uzun vadeli tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymet yatırımlarıdır (Çeken, 2003: 55).

Yabancı portföy yatırımları uzun vadeli sermaye hareketi olmasına rağmen doğrudan yabancı yatırımla karşılaştırıldığında DYY'lerden daha kısa süreli bir yatırımdır. Yani DYY'lerden daha kısa süreli olması ve kolay transferi nedeniyle de "sıcak para" olarak da adlandırılmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarını açıklayan diğer bir kıstas ise sahip olunan yönetim hakkı yüzdesidir. Uluslararası standartlara göre yapılan yatırımın yabancı portföy yatırımı olması için sahip olunan oy hakkı, yönetim yüzdesi %10'u aşmamalıdır (İMKB, 2013: 20-21). Bu oranın %10'u aşması durumunda bu yatırım YPY olarak değil DYY olarak değerlendirilir. Ayrıca yabancı portföy yatırımlarında yönetim hakkı diye bir durum söz konusu değildir. Yönetim hakkına sahip olma durumu doğrudan yabancı yatırımlar için söz konusudur.

IMF, yabancı portföy yatırımlarını, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar dışında kalan borç menkulleri ve hisse senedi işlemleri ve pozisyonları olarak tanımlamış ve borç kağıtları olarak da tahvil, bono, notlar, devredilebilir mevduat sertifikaları, ticari kağıtlar, varlığa dayalı menkul kıymetler, para piyasası araçları ve buna benzer finansal piyasalarda işlem gören enstrümanlar olarak sıralamıştır (IMF, 2009: 87-110).

Portföy yatırımları, uluslararası ve piyasalararası olarak iki şekilde yapılabilmektedir. Bir ülkenin, özel veya resmi kuruluşlarının ihraç ettiği tahvil ve hisse senetleri yatırımcılar tarafından o ülke piyasasında alınıp satılıyorsa uluslararası portföy yatırımı, aynı işlemin ülke dışında bir yerde gerçekleşmesi de piyasalar arası portföy yatırımı olarak değerlendirilir (Doğukanlı, 2001: 219).

Portföy yatırımları menkul kıymet alımı şeklinde ortaya çıkan ve ülkenin üretim kapasitesini artırıcı bir etkisi olmayan yatırımlardır. Burada, yatırım yapılan ülkede bir şirket kurulması ya da mevcut bir şirkete sermaye desteği yapılması ayrıca teknoloji, ticari sırlar ve yönetim bilgisi gibi gayri nakdi transferler yapılması söz konusu değildir (Yılmaz, 2014: 9). Portföy yatırımlarında söz konusu olan transfer sadece sermaye transferidir.

Yabancı portföy yatırımlarında kısa vadede kar elde etmek istenmesi nedeniyle ve likiditelerinin yüksek olmasının da etkisiyle buldukları ülkedeki siyasi ve ekonomik koşullardan oldukça etkilenmektedirler (Bostan, 2010: 5). Bu durumda yatırımcı sadece getirisini değil aynı zamanda riskini de dikkate alarak portföyünü oluşturmalıdır (Seyidoğlu, 2001: 375). Çünkü bu tür yatırımlar piyasanın durumundan hemen etkilendikleri için ülke her an mali kriz riski taşımaktadır. Yatırımcılar olumsuz bir hava sezdiklerinde derhal ülkeyi terk etmekte ve ülke büyük bir ekonomik krizle

karşı karşıya kalmaktadır. 2001 yılında da ülkemizde bu sorunun neden olduğu mali kriz 1994’de Meksika, 1997’de Güneydoğu Asya ve 1998’de Rusya’da yaşanmıştır (Arıkan, 2006: 3).

Ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan yabancı portföy yatırımları, iki temel kısımdan oluşmaktadır. Birincisi varlıklar ikincisi yükümlülüklerdir. Varlıklar, yurtiçi yerleşiklerin yabancı piyasalardan yaptıkları menkul alım ve satımlarını ifade etmektedir. Varlıkların (-) negatif olması durumunda yabancı piyasalardan alımların satımlardan fazla gerçekleştiğini, varlıkların (+) pozitif olması durumunda ise satımların alımlardan fazla gerçekleştiğini ifade etmektedir. Yükümlülükler bölümü ise kendi arasında iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi kamu sektörü, bankalar ile diğer kurumların tahvil ihracı yaparak borçlandığı rakamları göstermekte, ikincisi ise yabancı yerleşiklerin yurtiçi piyasalarda gerçekleştirmiş oldukları menkul kıymet alım satım işlemlerini göstermektedir (Çetenak, 2006: 37).

1.4. Yabancı Portföy Yatırımları ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki Farklar

Doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları arasındaki farklar şu şekilde sıralanabilir (Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 8);

Tablo 1. DYY ve YPY Arasındaki Farklar

| DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR | YABANCI FORTFÖY YATIRIMLARI |
|---|---|
| - Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırım yapılan sermaye karşılığında yatırımcının yönetime katılma hakkı vardır. | - Yabancı portföy yatırımlarında ise sermaye yatırımcıya yönetime katılma hakkı vermez. |
| - Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırımcı sermayesinin yanında teknoloji, işletmecilik bilgisi gibi gayri maddi transferler de yapmaktadır. | - Yabancı portföy yatırımları da ise sadece sermayesini götürebilmektedir. |
| - Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli ve kolay kolay ülkeyi | - Yabancı portföy yatırımları ise DYY'lara göre daha kısa vadeli dirler |

| | |
|--|--|
| terk etmemektedirler. | ve ülkeyi aniden terk edebilmektedirler. |
| - Doğrudan yabancı yatırımlarda kazanç elde etme işletmenin kar elde etmesine bağlıdır. | - Yabancı portföy yatırımlarında ise ana para ve faizin geri ödenme şartları bellidir. |
| - Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. | - Yabancı portföy yatırımları ise finansal kurumlar ve bireysel yatırımcılar tarafından yapılmaktadır. |
| - Doğrudan yabancı yatırımlarda reel sektöre yatırım yapılarak ülkeye doğrudan katkı sağlanmaktadır. | - Yabancı portföy yatırımlarında mali piyasalara yatırım yapılarak dolaylı yoldan katkı sağlanmaktadır |

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Bu kısımda yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler, yabancı portföy yatırımlarının faydalarından, modellerinden, karşısındaki engellerden ve yabancı portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlardan bahsedilecektir.

Yabancı portföy yatırımları, bir işletmenin ödenmemiş sermayenin tamamının %10'dan daha az paya sahip, ticaret dışında kalan banka kredileri ve gayri menkul, tahvil, doğrudan yatırım ile hisse senetlerinin bir parçası olmayan araçlara yapılan yatırımlardır (Gökkent, 1997: 6).

Hisse senetleri, satın alınan şirketin toplam ödenmemiş sermayesinin %10'undan daha az bir yatırımdan oluşması yabancı portföy yatırımları sayılırken, doğrudan yabancı yatırımlarda ise satın alınan şirketin ödenmemiş sermayesinin %10'undan daha fazla bir oranda paya sahip olmak gerekmektedir. Yatırım türünü belirlemede diğer bir husus ise hisse senetlerinin satın alınma sebebidir. Hisse senetleri yatırım amacı ile alınırsa yabancı portföy yatırımı, şirketi kontrol etmek amacı ile alınırsa doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedir (Kaya, 2011: 84).

Portföy yatırımları, çoğunlukla özel işletmelerin çıkardıkları tahvil, bono ve hisse senetleri ile birlikte devlet tarafından çıkarılan tahvillere yatırım yapılması ile gerçekleşmektedir. Yüksek getiri ve risk potansiyeline sahip olan yabancı portföy yatırımlarının ülkeler arasında hızlı bir şekilde yer değiştirmelerinin sebebi, yabancı portföy yatırımlarının çoğunlukla ülkelerin ekonomik değişkenlerine göre hareket etmelerinden kaynaklanmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarının ülkenin makroekonomik göstergelerine bağlı olması durumu nedeniyle aşağıdaki gibi bazı faktörlere de duyarlı olması muhtemeldir (CSIS, 2002) ;

- Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı,
- Döviz kurlarında istikrar,
- Genel makroekonomik istikrar,
- Merkez bankası tarafından tutulan döviz rezervlerinin düzeyleri,

- Yabancı bankacılık sisteminin genel durumu,
- Tahvil ve hisse senedi piyasasının likiditesi,
- Faiz oranları.

Bu genel ekonomik göstergelere ek olarak, portföy yatırımcıları ekonomik politika ortamlarına ve özellikle aşağıdaki gibi faktörlere de bakarlar (CSIS, 2002) ;

- Geri dönüş temettü ve sermayenin kolaylığı,
- Sermaye kazancı vergileri,
- Hisse senedi ve tahvil piyasalarının düzenlenmesi,
- İç muhasebe ve bilgilendirme sistemlerinin kalitesi
- Uyuşmazlık çözüm sistemlerinin hızı ve güvenilirliği,
- Yatırımcının haklarının korunma derecesine de bakarlar.

2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Bu bölümde ülkelerarası finansal piyasalarda gerçekleşen gelişmelerin ardından yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler anlatılacaktır.

2.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalarda Gerçekleşen Gelişmeler

Bu kısımda öncelikle finansal piyasalarında gerçekleşen serbestleşme ve yabancı portföy yatırımlarını etkileyen etmenler üzerinde durulacaktır.

2.1.1.1. Finansal Piyasaların Liberalleşmesi

1980'lerin ilk yarısından itibaren uygulanan finansal liberalleşme ile birlikte hem yerel piyasalarda döviz ve faiz üzerindeki sınırlandırmalar ortadan kalkmış hem de uluslararası piyasalarda yabancı sermaye akımları üzerindeki kontroller kalkmıştır.

Liberalizasyon olarak da nitelendirilen finansal serbestleşme süreci, 1970'li yılların sonunda sanayileşmiş ülkelerde başlamış ve 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkeleri de kapsayarak küresel bir hale gelmiştir. Liberalizasyon sürecinde yapılan gelişmelerin en önemlileri, ülkelerin yerel piyasalarında kredi engelleri ve faiz oranları üzerindeki sınırlandırmaların kaldırılması, ülkeler arası ödeme aracı olan kurların serbest piyasada dolaşımına izin verilmesi ve ayrıca uluslararası piyasalarda yabancı sermaye akımlarının serbestleştirilerek piyasaların etkin hareket etmesi sağlanmıştır (Alp, 1999: 85).

2.1.1.2.Teknoloji Alanındaki Gelişmeler

İletişim ve bilişim teknolojileri ile birlikte ulaşım alanındaki ilerlemeler ve gelişmeler hem gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarda işlem gerçekleştirmek kolaylaştırmıştır hem de iletişim ve ulaştırma alanındaki maliyetleri düşürmüştür. Dolayısıyla da uluslararası sermaye hareketliliği hızlanmıştır (Kar ve Tatlıöz, 2008: 9).

Teknolojide yaşanan bu ilerlemeler yabancı yatırımcıları çok uzak yerlerde de bulunsalar farklı finansal merkezlerde işlem gerçekleştirmelerine, bu işlemi gerçekleştirirken ona yardımcı olan enformasyona ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Ayrıca uluslararası piyasalar arasındaki bilgisayar bağlantıları ile finansal yatırım araçlarının değişim ve saklama maliyetleri daha düşük olmakta ve bu işlemler günün 24 saatinde gerçekleşebilmektedir (Başoğlu, 2000: 91).

2.1.1.3.Finansal Ürünlerin Çeşitliliğinin Artması

Finansal piyasalarda yaşanan liberalleşme ile birlikte finans piyasaları birbirine daha da yakınlaşmış ve buna ek olarak yeni finansal araçlarda çeşitlilik kazanmıştır.

1980'lerde yaşanan gelişmelerle birlikte hem piyasalarda ve hizmetlerde hemde finans piyasalarında kullanılan araçlarda yenilikler meydana gelmiştir. Dünyada tahmini olarak paranın veya diğer finansal araçların yararlanabildiği 150 yakın ürün bulunmaktadır (Akdiş, 2002: 5).

Menkul kıymet piyasalarının genişlemesi ve yayılması birlikte aşağı yukarı her türlü bireysel ve kurumsal yatırımcının ihtiyaçlarını karşılayacak türde yeni finansal araçlar ortaya çıkmış ve yatırımcıya sunulmuştur. Birkaç örnek vermek gerekirse opsiyonlar, swap kontratları, varlığa dayalı menkul kıymetler, vadeli kontratlar, değiştirilebilir tahviller ve opsiyon ekli tahvil ve senetleri verebiliriz.

2.1.2. Yatırım Yapan ve Yatırım Yapılan Ünelere Özgü Faktörler

Yabancı yatırımcılar çeşitli nedenlerden dolayı başka bir ülkeye portföy yatırımları yaparlar. Yabancı yatırımcıları kendi ülkeleri dışında başka bir ülkeye yatırım yapmaya yönelten faktörler itici faktörlerdir. Bir ülkenin büyüme hızının yavaşlaması, faiz oranlarının düşük olması yada düşeceği konusunda söylentiler olması ve ayrıca finansal piyasa ürünlerinin çeşitliliğinin az olması gibi etmenler yabancı

portföy hareketlerine sebep olabilir. Bu faktörlere itici faktörler denilmektedir (Enders, 2004: 53).

Ancak yabancı portföy akımlarının sebebi sadece itici faktörler olmayabilir. Bir ülkenin kredi değerliliğinin yüksek olması, düzenli bir muhasebe sisteminin bulunması faiz oranlarının yüksek olması, gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme olması, yatırımcının iletişim olanağının gelişmesi, ülkedeki büyüme hızının yüksek olması ve portföy çeşitlendirme isteği gibi faktörler bir ülkeden başka bir ülkeye yabancı portföy akımlarına neden olabilir. Bu tür yapılan yatırım ülkeye özgü faktörlere bağlıysa bunlara çekici faktörler denir (Gündoğdu, 2014: 13).

1990'larda, gelişmiş ülke piyasalarından gelişmekte olan ülke piyasalarına kayan yabancı portföy yatırımlarında, düşük getiri oranlarına sahip gelişmiş ülkelerde yabancı sermayenin farklı ülkelere kaymasında itici faktör etkili olurken, yüksek getiriye sahip olan gelişmekte olan ülke piyasaları ise çekici faktör olmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 27).

1980'li yılların sonları, 1990'lı yılların başlarında sermaye akımlarında görülen artışta, dışsal koşullardaki değişmelerin etkisi büyüktür. Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranı düşüşleri ve büyüme hızı yavaşlamaları, sermayenin bu ülkelere kaçmasına yol açmıştır (Aslan, 1997: 76).

Ancak portföy akımlarındaki artışın sebebi, kuşkusuz sadece kaynak ülke koşullarına bağlanamaz. Ev sahibi ülkenin kredi değerliliği, getirilen yeni düzenlemeler, fırsatlardan yararlanarak portföy çeşitlendirme isteği ve yatırımcının enformasyon olanağının gelişmesi gibi faktörler de kalkınmakta olan ülkelere yönelik portföy akımlarını motive edici rol oynamaktadır (Aslan, 1997: 77).

Portföy yatırımlarındaki artışın nedenleri, ekonomistlerin arasında önemli bir tartışma konusu olmuştur. Bazı iktisatçılar, ABD faiz oranlarındaki düşme ile bu akımlardaki patlamanın aynı zamana rastlamasını ileri sürerek, bu artışları ABD faiz oranlarının "itme etkisi" ile açıklamaktadırlar. Başka bir grup iktisatçı ise, bu artışların nedeni olarak yeni gelişen piyasalardaki yatırım fırsatlarının "çekme etkisini" göstermektedirler.

Başka bir grup iktisatçı ise yabancı portföy yatırımlarının nedeni olarak birçok Latin Amerika ülkesinin borç krizinden sonra uyguladıkları geniş çaplı reformlara

dikkat çekmektedir (Aslan, 1997: 76). Birçok ülkede uygulanan bu reformlar, borç indirimi anlaşmaları ile büyüme ve kredi değerliliği artış beklentileri yaratarak, yatırımcılar için güven ortamı oluşturmuşlardır (Calvo ve diğerleri, 1993: 108).

Portföy sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere doğru kaymasının bir diğer nedeni olarak da “pozitif dışsallık” etkisi gösterilmektedir. Yurt dışına yayılan yabancı sermayenin oluşturduğu “pozitif dışsallık” etkisi, sermayenin bir ülkeye girdikten sonra o ülkenin çevresindeki ülkelere yayılmasına da olanak sağlamaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 28). 1990’ların başında özellikle Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerinin, makro göstergelerinde iyileşme sağlamış Meksika ve Şili gibi ülkelerin yanında, Brezilya gibi makro göstergelerinde düzelme sağlamamış ülkelere de yönelmesi “pozitif dışsallıkla” açıklanmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarına konu olan ülkeler için portföy yatırımlarında önemli olan faktörler şunlardır (Öztekin ve Erataş, 2009: 6-7);

- Döviz kurlarında istikrar
- Yüksek ekonomik büyüme
- Merkez bankası tarafından tutulan yabancı döviz rezervi
- Genel makroekonomik istikrar
- İkincil piyasalardaki işlemlerin derinliği
- Yatırım riski göstergesi olan kredi notları
- Faiz oranları
- Tahvil ve hisse senetlerinin likiditesidir.

2.1.3. Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi

Uluslararası portföy yatırımlarında amaç, yurtiçi piyasalarda yapılan portföy yatırımlarında olduğu gibi birbiriyle yüksek korelasyona sahip olmayan finansal varlıkları bir araya getirerek, beklenen getirileri düşürmeden riski azaltmaktır (Çetenak, 2006: 28).

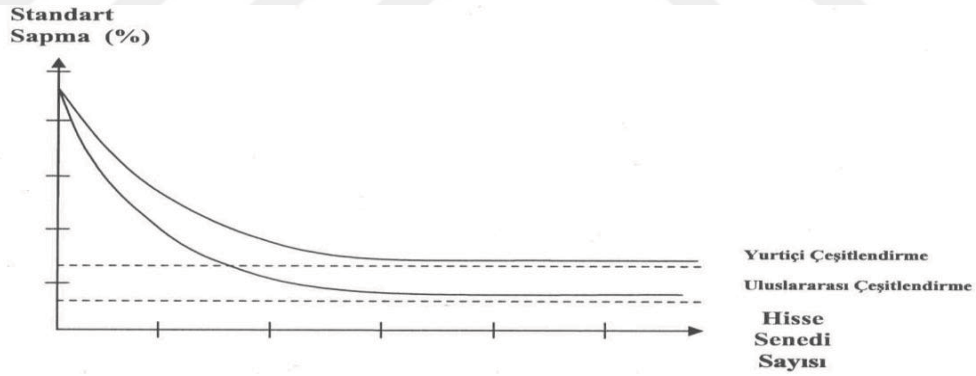
Yatırım araçlarının riskleri ve beklenen getirileri üzerindeki belirsizlikleri, çok sayıda menkul kıymetin bir araya getirilmesiyle oluşturulan portföylerin etkin yönetilmesiyle azaltılabilmektedirler. Bu sayede uluslararası çeşitlendirme yoluyla yatırımcılar risk-getiri dengesini kurmaktadır (Berk, 2003: 439).

Her ülkenin siyasi ve ekonomik göstergelerinin farklı olması bu ülkelerin aynı anda farklı gelişmelerle karşı karşıya olmasını gerektirir. Bu nedenle yerli menkullerin yanında yabancı menkullerle çeşitlendirilmiş bir portföyde ülkeler arası olumlu ve olumsuz etkilerin birbirini dengelemesi sayesinde daha istikrarlı bir getiriye ulaşılması daha mümkün olmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 398).

Yatırımcının portföyünü uluslararası menkullerle çeşitlendirmesi, yalnızca yerli menkullerden oluşan bir portföye kıyasla aynı risk düzeyinde daha yüksek getiri elde edilmesine veya aynı beklenen getiri oranının daha düşük riskle elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Seyidoğlu, 2003: 398). Aksi takdirde, yalnızca yurtiçi menkul kıymetlere yatırım yapıldığında hem gereğinden fazla risk elde edilir hem de daha fazla potansiyel getiriden mahrum kalınabilmektedir.

Bir portföyde uluslararası portföylerin bulunması, portföyün tüm riskinin yarı yarıya düşmesini sağlamaktadır. Şekil 3’de görüldüğü üzere, yabancı portföylerle çeşitlendirilmiş bir yatırım, yurtiçi portföylerle oluşturulan bir yatırıma göre oldukça risksizdir (Çetenak, 2006: 28).

Şekil 3. Uluslararası Çeşitlendirme



Kaynak: Bruno Solnik, “**International Investments**” Addison- Wesley Publishing Company, 3rd Edition, Massachusetts, 1996, s. 106. Aktaran; Çetenak, E. H., Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana, 2006, s28.

Şekil 3’deki standart sapma ifadesi ülkelerin riskini göstermektedir. Şekilde de görüleceği üzere yabancı portföylerle çeşitlendirilmiş bir portföy yatırımının riski yurtiçi portföylerle çeşitlendirilmiş bir yatırıma göre daha az risklidir.

ABD üzerine yapılan bir araştırmada, yalnız bu ülke hisse senetlerinden oluşturulan bir portföyün tam çeşitlendirmesi ile riskin, tipik bir Amerikan hisse senedi

riskinin yüzde 27'si civarında gerçekleştiği görülmüştür. Başka ifadeyle, bu ülkede tam bir portföy çeşitlendirmesi yapıldığında kişisel hisse senedi yatırımına göre portföy riski %73 oranında daha az olmaktadır. Öte yandan, ABD dâhil tüm uluslararası hisse senetlerinin kullanılmasıyla oluşturulan portföylerde ise riskin tipik bir Amerikan hisse senedi riskinin %11,7'sine kadar düşürülebileceği ortaya çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle, yabancı portföy ile çeşitlendirilmiş bir yatırım, sadece yurtiçi portföylerden oluşan yatırıma göre riski daha azdır.

2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Faydaları

Son yıllarda portföy akımlarında yaşanan artışlar özellikle gelişmekte olan ülkeler için faydalar sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye ve teknoloji sınırlıdır. Sermayenin sınırlı olması uluslararası piyasalardan sermaye ihtiyacını karşılamayı gerektirir.

Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine sağlanan yabancı kaynak akışı, sermaye maliyetlerini azaltıcı, yatırımları artırıcı ve kaynakların verimli kullanılmasını sağlayıcı bir etki sağlaması söz konusu olmaktadır (Açıkalin ve Ünal, 2007: 16-17). Ayrıca ekonomik büyüme için gerekli olan sermaye tedarikinde de yabancı sermaye büyük önem arz etmektedir (Kandır, 2008: 199).

Gelişmiş ülkelerdeki yabancı yatırımcıların kendi ülkelerinde düşük getiriye sahip olmaları, sermayelerinin yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere yönelmesi, dünya kaynaklarının dağılımının etkinliğini artıracak ve gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere doğru sermaye akımına yol açacaktır. Bu durum aynı zamanda ulusal tasarruflar ile sınırlandırılmış az gelişmiş ülkelerdeki emek faktörü içinde fayda sağlayacaktır (Kula, 2003: 142).

Önemli bir finansman kaynağı olan yabancı sermaye, hem ülkeye ilk girişinde hem de yatırımlardan elde ettiği kazançları tekrar yatırıma dönüştürerek ülkenin sermaye birikimini artırabilmektedir. Ülkeye kazandırılan dövizin, uzun dönemde ihracatı artırması ve ithalatı azaltması sonucunda sermaye ithalatı yapan ülkelerin ödemeler dengesi açığının kapanması yönünde olumlu etkileri olacaktır (Kaya, 2011: 88).

Ekonomistler genel olarak yabancı portföy yatırımlarının bir ekonomide reel sektöre üç şekilde fayda sağladığını kabul etmektedirler (Pal, 2006: 3). Birincisi,

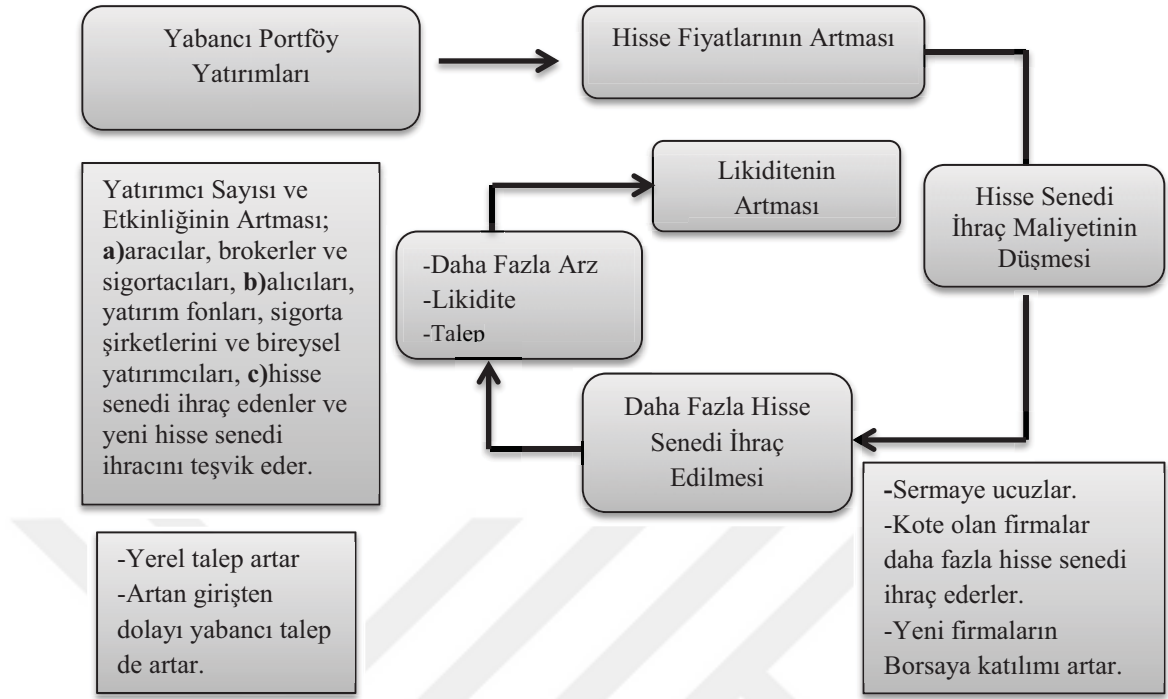
yabancı portföy yatırımları gelişmekte olan ÷lkeye borç yükü yaratmayan bir yabancı yatırım kaynağı sağlamaktadır. Sermayesi sınırlı olan gelişmekte olan ÷lkelere yabancı portföy yatırımlarının yapılması ÷lkeye yabancı dövizini sağlayarak, ÷lkedeki döviz baskısını azaltır ve böylece gerekli olan yatırım mallarının ithalatı kolaylaşır.

İkincisi, yabancı sermaye akımının artması sermayenin etkili bir şekilde dağıtılmasını sağlayarak verimliliği artırır. Bu görüşe göre, doğrudan yabancı yatırımlarında gerçekteştiği gibi yabancı portföy yatırımlarında da sermaye, sermayesi çok fakat getirisi az olan ÷lkelere sermayesi az fakat getirisi fazla olan ÷lkelere doğru akışa neden olmaktadır. Sermayesi yeterli olmayan ÷lkelere kaynakların akışı sermaye maliyetlerini azaltmakta, yatırımları artırmakta ve üretimi çoğaltmaktadır.

Üçüncüsü ve en önemli faydası, yerel sermaye piyasasını etkilemesidir. Genel görüşe göre, yabancı portföy yatırımlarının en önemli faydalarından biri yerel sermaye piyasalarında fiyatları yukarı doğru artırıcı hareket ettirmesidir. Bu fayda firmaların fiyat/kazanç oranı üzerinde önemli etkiye sahiptir. Daha yüksek bir fiyat/kazanç oranı finansman maliyetlerini düşürücü bir etki yaratır ve böylece daha yüksek yatırım miktarına yol açabilir. Düşük sermaye maliyeti ve menkul kıymet piyasasına talebin artması yeni hisse senedi ihracını teşvik edebilir.

Yabancı portföy yatırımlarının yerel piyasalara katkısı aşağıdaki Şekil 2'deki gibidir.

Şekil 4. Yabancı Yatırımların Yerel Piyasalara Katkısı



Kaynak: Pal, Parthapratim, "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic development: A Case Study of India", Sao Paulo, Brazil, 2006, s.4, Aktaran; Kaya, Abdulkadir, "Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymet Piyasalarına Etkileri" Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum, 2011, s90.

Yabancı portföy yatırımları, yerel sermaye piyasalarında disiplin ve uzmanlık sağlayabilir. Daha derin ve daha geniş piyasalarda yatırımcılar yeni ve gelişen yatırım fırsatlarını araştırmada kaynaklarını kullanmak için önemli teşviklere sahip olacaklardır. İşletmeler ihtiyaç duydukları fonları yabancı portföy yatırımlarıyla sağladıklarında, yabancı portföy yatırımlarının hem miktar hem de nitelik olarak daha fazla bilgi talebiyle karşılaşacaklardır. Sunulan daha fazla bilgi ve açıklama, şeffaflığı artıracaktır (Kaya, 2011: 93).

Gelişmiş ülke piyasalarının, gelişmekte olan ülke piyasalarına göre daha etkin olduğu gerçektir. Yabancı sermaye girişi etkinliği artırıcı, rekabeti yoğunlaştırıcı bir rol oynayarak büyüme hızını arttırmaktadır. Böylece dinamik kazançlar sağlanmaktadır (Aslan, 1997: 82).

Gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımı yaparken dikkat ettikleri faktörlerin bazıları şunlardır (Kaya, 2011: 94);

- Yabancı yatırımcının beklediği, gelişmekte olan ülkenin menkul kıymet piyasasındaki yatırımın getiri oranı,
- Yerel menkul kıymet piyasalarının etkinliği,
- Politik risk,
- Vergiler ve işlem maliyetleri,
- Yatırım yapılan ülkedeki standartlar, düzenlemeler, muhasebe, uygulamalar vb.,
- Yatırım yapılan ülkede yatırımcılar üzerindeki baskılar ve sınırlamalardır.

Yatırımcıların portföylerini uluslararasılaştırmalarının birkaç cazip faydaları bulunmaktadır. Portföy yatırımlarını uluslararasılaştırmanın spesifik olarak cazip faydaları şunlardır (Bartram ve Dufey, 2001: 2);

- Yabancı piyasaların büyümesine katılma,
- Yatırımcının tüketim sepetini finansal riskten koruma,
- Çeşitlendirme etkisi ve ihtimali,
- Piyasa segmentasyonundan dolayı olağandışı getirilerdir.

Her şey eşit olduğunda, bir yatırımcı yabancı menkul kıymet yatırımlarından büyük bir refah oranında yararlanacaktır.

- Daha yüksek beklenen getiri,
- Getirinin varyanslarının daha düşük olması,
- Yatırımcının kendi ülkesindeki yabancı menkul kıymetlerin getirilerinin korelasyonunun daha düşük olması,
- Yatırımcının tükettiği ithal mal ve hizmetlerin payının daha büyük olmasıdır.

2.3. Yabancı Portföy Yatırım Teorileri

Yabancı portföy yatırımları, yatırımcıların uluslararası piyasalarda uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinme riskleri gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancıyla faiz ve kar payı gibi gelirler elde etmek istemesi amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yaptığı yatırımları ifade eder. Buradaki portföy oluşturmadaki temel amaç riski düşürmek ve getiriye artırmaktır.

Portföy teorisi, yatırımcılara aynı risk oranında yüksek beklenen getiriye veya aynı beklenen getiri oranında daha düşük risk oranını içeren portföylerin oluşturulmasında yol göstermektedir (Studies, 2013: 6). Portföy teorilerini açıklayan temelde iki tane yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi geçmişte kalmış ve varsayımlarının bir bilimsel dayanağı olmayan geleneksel portföy teorisidir. İkincisi ise günümüzde kabul edilen modern portföy teorisidir. Diğer bir ifade ile Markowitz'in ortalama varyans modelidir. Fakat bunların haricinde modern portföy teorilerinin parçası olarak kabul edilebilen teorilerde bulunmaktadır. Bunlar Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli(CAPM), Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli(ICAPM) ve Faktör Modellerdir (Aksoy, 2014: 57).

2.3.1. Geleneksel Portföy Teorisi

Geleneksel portföy teorisi, 1950'li yıllara kadar yaygın olarak kullanılan bilimsel bir dayanağı olmamasına rağmen, uygulama kolaylığı sebebiyle hala kullanılabilen bir teoridir.

Geleneksel portföy teorisinde, portföy yönetiminin kendine özgü teknikleri olan bir bilim olduğu kabul edilmemekle birlikte portföy oluştururken bilimsel teknikler kullanmaktan ziyade yatırımcıların sezgilerinden yararlanarak oluşturulan bir portföy yaklaşımıdır (Ercan ve Ban, 2005: 189). Bu yaklaşımla, yatırımcılara getiriye artırmak riski azaltmak amacıyla aşırı çeşitlendirme yapmaları tavsiye edilmektedir.

Teoriye göre, “yumurtaların farklı sepetlere konulması” olarak ifade edilen çeşitlendirme ile portföye alınan yatırım araçlarının sayısı artırılarak portföy riskinin azaltılabileceği, bu amaçla “portföyde ne kadar çok yatırım aracı varsa o kadar az portföy riski oluşur” politikası kabul edilmiştir. Ancak bu teoride yatırım araçları ile getirileri arasındaki ilişki ihmal edilmiş olup sadece çeşitlendirme odaklı olarak geliştirilmiştir (Aksöyek ve Yalçınar, 2011: 383).

Geleneksel portföy teorisinde uygulanan çok çeşitlendirmenin sonucunda birçok olumsuzluklar meydana gelmektedir. Bu olumsuzlukların bazıları şunlardır (Özcan, 2013; 21).

- Oluşturulan portföyde riskine katlanılmaması gereken menkul kıymetler de satın alınabilir,

- Çok sayıda alınan menkul kıymetlerde, yöneticiler bazı menkul kıymetlerin tam bilgisine ulaşamayabilir,
- Çok sayıda menkul kıymet alınması sonucunda hepsinden yüksek getiri elde edilmeyebilir,
- Aşırı miktarda menkul kıymet alınması işlem maliyetleri ve menkul kıymet analizi maliyetlerini artırabilir.

Geleneksel portföy teorisi, portföye alınacak olan menkul kıymetler arasındaki ilişkileri dikkate almamakta ve menkul kıymet seçiminde sayısal yöntemlere fazla yer vermemektedir. Menkul kıymetler arasındaki ilişkileri dikkate almamasından dolayı günümüz portföy yönetimince geleneksel portföy teorileri yerine yatırım araçları arasındaki ilişkileri korelasyon katsayıları ile açıklayan Markowitz'in ortalama varyans modeli olan modern portföy teorisi geliştirilmiştir.

2.3.2. Modern Portföy Teorisi

Modern portföy teorisi, Harry Markowitz tarafından 1952 yılında ortaya konulmuş bir teori olup Markowitz'in Ortalama Varyansı olarak da ifade edilmektedir. Geleneksel portföy teorisinde, portföydeki yatırım araçlarının getirileri arasındaki ilişkiler dikkate alınmadan yalnızca portföydeki finansal araçların sayılarını artırarak riskin azaltılabileceği savunulmaktadır. Aksine modern portföy teorisinde ise portföy çeşitlendirmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı portföydeki finansal araçların arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de riski azaltmakta faydalı olabileceğini savunmaktadır. Ayrıca bu model "Bütün Yumurtalarını Aynı Sepete Koyma" ifadesini matematiksel olarak ele alan bir teoridir (Civan, 2007: 314).

Modern portföy teorisinde iki aşama vardır. Birinci aşamada menkul değerlerin gelecekteki performansı hakkında bilgi edinerek deneyim kazanılır. İkinci aşamada ise alınan bilgiler doğrultusunda portföy seçimi yapılır (Civan, 2007: 312).

Modern portföy teorisinin temelini oluşturan Markowitz teorisine göre, yatırımcılar risk ve getiriye göre hareket etmektedirler. Yatırımların getirisi normal dağılıyorsa yatırımcının amacı, portföyün beklenen getirisini maksimum riskini minimum yapmaktır. Diğer bir deyişle, daha yüksek getiri elde etmek için belli bir risk düzeyi tercih edilmekte, düşük bir risk ile de belli bir getiri kazanılmaktadır. (Aksoy, 2014: 58).

Markowitz, geleneksel portföy teorisine üç önemli katkı sağlamıştır. Birincisi, portföy yönetiminde kısımların ya da parçaların toplama eşit olduğunu ispatlamaya çalışmış ve portföy riskinin portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullar altında portföyün sistematik olmayan riskinin sıfır olabileceğini kanıtlamıştır. İkincisi, mali yatırımcıların bazı portföyleri aynı getiriye sağlamalarına rağmen riskinin fazla olmasından dolayı, bazı portföylerin ise aynı riske rağmen daha az kazanç sağlamalarından dolayı seçmeyeceklerini, bu durumda bazı portföylerin diğer portföylere göre daha üstün olduklarını ve bunu üstünlük prensibi olarak kabul etmesidir. Üçüncüsü ise portföylerin seçilmesinde etkin sınır söz konusudur ve bu etkin sınır birden fazla hesaplama ile gerçekleştirilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 189).

Modern portföy yaklaşımına göre yatırımcılar, genellikle tek bir menkul kıymete yatırım yapmamakta, birikimlerini çeşitli menkul kıymetler arasında dağıtmaktadır. Bunu yapmaktaki amaç ise yatırımcıların birikimlerini çeşitli menkul kıymetler arasında en uygun şekilde paylaştırarak, belli bir getiri düzeyinde riski en aza indirmek veya belli bir risk düzeyinde getiriye en yükseğe çıkaracak şekilde portföy oluşturmaktır.

Portföy riskinin azaltılması Markowitz yaklaşımında, menkul kıymetlere ayrılan kaynakların oranlarına, menkul kıymetlerin standart sapmalarına ve menkul kıymetlerin getirileri arasındaki kovaryanslara bağlı olarak değişmektedir (Civan, 2007: 314-315).

Markowitz portföy teorisinin temel varsayımları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Drake ve Fabozzi, 2010: 429);

- Yatırımcılar rasyoneldir.
- Yatırımcılar yatırım kararlarını sadece risk ve getiriye göre verirler, riski minimum getiriye maksimum yapmak isterler.
- Yatırım araçlarının getirisi ve riski arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur.
- Sermaye piyasaları güçlü formda etkindir, çok sayıda alıcı satıcı vardır, herkes bilgiye kolay ulaşır ve bilgi fiyatlara anında yansır.
- Yatırım araçları için getiri olarak ortalama beklenen getiri, risk olarak ise beklenen getirideki sapmanın derecesi standart sapma kullanılmaktadır.

- Portföy getirisi olarak ağırlıklı ortalama getiri, portföy riski olarak ise yatırım araçları arasındaki ilişkiyi dikkate alan portföyün standart sapması kullanılmaktadır.
- Portföye karar verilirken her bir yatırımcının risk ve getiri beklentileri farklı olacaktır (farksızlık eğrileri farklılık gösterecektir).
- Yatırımların getirileri normal dağılmaktadır.

2.3.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, Sharpe (1963), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından bir yatırım aracının pazar riski (sistemik riski) ile getiri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla geliştirilmiş doğrusal bir modeldir. Model, yatırım araçlarının pazar risklerine uygun makul bir getiri sunma durumlarını incelemektedir (Aksoy, 2014: 70-71).

CAPM portföy analizinin temelini oluşturan sermaye pazarı teorisinden geliştirilmiştir. Model pazarın dengede olduğu durumda riskin pazar fiyatını belirleyerek, tek bir varlık için uygun risk ölçüsünü geliştirmekte, beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkiyi yepyeni bir şekilde tanımlamaktadır. Markowitz modern portföy teorisi üzerine kurulan sermaye pazarı teorisi risksiz finansal varlıkları modele dahil etmiştir. Risksiz finansal varlığın modele dâhil edilmesi sermaye pazarı teorisinin gelişmesini sağlamıştır. Bu durum Markowitz'in portföy teorisini daha da ileri götürmesini sağlamış ve belirsizlik koşulları altında varlıkları değerlemenin temel teorisini oluşturmuştur (Özçam, 1997: 20).

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, yatırım yapmayı planladığımız finansal araçların sahip olduğu riske doğrultusunda bir getiri elde edilip edilmeyeceğini sorgulamakta ve ayrıca henüz pazarda işlem gerçekleştirilmemiş bir varlığın dahi, beklenen getirisini açıklayan kuramsal bir çerçeve oluşturmaktadır. Teorinin gerçek yatırım ortamı uygulamaları ile ilgili birçok eksiklikleri olmasına rağmen, gerek bilimsel, gerekse uygulamalı çalışmalarda kullanılmaktadır (Karan, 2013: 199).

CAPM birçok güçlü varsayımlara sahiptir. Bunlar (Civan, 2007: 339 - 340);

- Yatırımcılar sadece portföyün beklenen getirisini ve varyansını göz önüne alarak yatırım yaparlar ve beklenen getiri ve riske göre kazançlarını maksimize ederler.
- Menkul kıymetlerle ilgili yatırımlar yatırımcılar tarafından belli bir dönem için planlanırlar.

- Risksiz alış ve satış oranı eşittir.
- Yatırımcılar tüm varlıklar için beklenen getiri ve risk hakkında homojen beklentilere sahiptirler.
- Fiyatlar yatırımcılar için veridir. Vergi ve komisyon yoktur. Borçlanma ve borç verme faiz oranları eşittir.
- Getiriler nominal olarak gösterilmektedir.
- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı bulunur. Yani piyasada tam rekabet koşulları geçerlidir.
- Her yatırımcı aynı bilgi setine sahiptir ve bilgiye ulaşım maliyeti sıfırdır.
- Tüm yatırımcılar bilgileri benzer şekilde yorumlar ve değerlendirir. Aynı bilgi setine sahip oldukları için beklenen getiri ve varyans kovaryansı matrisi aynıdır.
- Piyasada risksiz menkul kıymetler bulunmaktadır. Risksiz faiz oranı üzerinden istenilen miktarda borç alıp verme olanağı bulunmaktadır. Kurumsal ya da bireysel yatırımcı olmanın tutar üzerinde hiçbir etkisi yoktur.
- Her yatırımcı herhangi bir menkul kıymete istediği kadar yatırım yapabilmektedir. Yatırım sadece işlem gören finansal araçlarla sınırlıdır.
- Menkul kıymet alım satım maliyeti sıfırdır. Ayrıca gelir, değer, artış ve muamele vergileri de sıfır sayılmıştır.
- Kısa vadeli ödünç satış işlemleri serbesttir. Her yatırımcı istediği menkul kıymete, istediği kadar alış satış yapabilir.

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, yaygın olarak kullanılan bir yatırım modelidir. Hisse senedi piyasalarının etkin olması durumunda bu model, hisse senedi fiyatlarının açıklanmasında önemli bir dayanak oluşturmaktadır. Bu modelde, riskli hisse senetlerinin yanında yatırımının risksiz bir faiz oranından parasını borç verme veya alma imkânının olduğu varsayılmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 391).

2.3.4. Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (ICAPM)

Ulusal piyasada yatırım yapılması durumunda pazar riski ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koyan Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, uluslararası yatırım yapılması durumunda yetersiz kalmaktadır. CAPM'ın yerine alternatif olarak uluslararası piyasalarda uygulanmak üzere kurulan yeni model Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (ICAPM)'dir (Aksoy, 2014: 89).

Yatırımların uluslararası sermaye piyasalarında fiyatlandırılması durumunda beklenen getiri şu formülle hesaplanır;

$$r_j = r_f + \beta_w(r_w - r_f)$$

$$\beta_w = \text{cov}(r_j, r_w) / \text{var}(r_w)$$

Burada;

r_j : Menkul kıymette veya j portföyünde denge veya beklenen getiri,

r_f : Dünya risksiz faiz oranı,

r_w : Dünya piyasası beklenen getirisi,

$\text{cov}(r_j, r_w)$: m piyasası portföyü ile j portföyü arasındaki kovaryansı,

$\text{var}(r_w)$: Piyasa portföyünün varyansı,

β_w : Dünya piyasalarının beta katsayısıdır.

Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, yukarıdaki eşitlikteki gibi kabul edilecek olursa, yatırımcı yabancı varlıklara yatırım yaparak yüksek getiri elde edemeyecektir. Getiri sadece uluslararası çeşitlendirilmiş portföydeki varlıkların pazar riskini karşılayacaktır (Doğukanlı, 2012: 260).

Finansal piyasaların uluslararası düzeyde entegre olması ve gelişmesiyle CAPM'ın ICAPM'a uyarlanması iki varsayımın eklenmesi ile gerçekleşmiştir. Eklenen varsayımdan ilki tüm dünyadaki yatırımcılar farklı harcama eğilimlerine sahiptirler, ikincisi ise satın alma paritesi tam olarak geçerlidir (Kurt, 2007: 76-77).

Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile ilgili üç tane soru dikkate alınmaktadır (Civan, 2007: 341);

Birincisi ülkelerarası serbest ve açık sermaye hareketlerine karşı birçok engel vardır. Bu engeller uluslararası yatırımcılar ve portföy yöneticileri tarafından yeni bilgi alımını engellemekte ve sonucunda portföyün beklenen getiri ve riskini hesaplamak zorlaşmaktadır.

İkincisi işlem limitlerine bağlı olarak uluslararası portföy hesaplaması yapmak için hiçbir yol bulunmamaktadır.

Son olarak satın alma paritesinin her zaman tutulduğunu farzederek –uzun ve kısa dönemli- uluslararası getirilerde tek bir risk oranı yoktur. CAPM, risk oranını taban olarak kullanmakta ICAMP ise uluslararası yatırımcıları tek döviz ile işlem yapmaya zorlamaktadır. Bu durumda ICAMP uygulamada uygun bir model olarak görülmemektedir.

2.3.5. Faktör Modeller

Faktör modelleri, genellikle menkul kıymet getirilerini açıklamaya çalışan ekonometrik modellerdir. Bu modellerde hisse senedi getirileri çeşitli faktörler ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Hisse senedi bağımlı değişken olarak, hisse senedini açıklamaya çalışan faktörler ise bağımsız değişken olarak alınmaktadır. Buradaki temel varsayım menkul kıymet getirileri ile bu bağımsız değişkenler arasında yüksek düzeyde korelasyon olmasıdır (Karan, 2013: 230).

Tek Faktörlü Model, hisse senedi getiri oranı ile tek bir faktörün arasında korelasyon olması beklenen doğrusal ekonomik modeldir. Tek Faktör modelinde her menkul kıymetin getirisinin piyasa endeksi ya da piyasa ortalama getirisi ile olan beta katsayıları kullanılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 234).

Tek faktör modelinin iki avantajı vardır. Birincisi Markowitz modeline göre basit olmasıdır. Tüm menkul değerlerin getirilerinin bir tek ortak faktöre dayandığı varsayımı tek faktör modeline önemli avantaj sağlamıştır. Tek faktörlü modelin ikinci avantajı ise çeşitlendirmeye olanak sağlamasıdır (Karan, 2013: 235).

1984 yılında Perold tarafından geliştirilen Çok Faktörlü Model, hisse senedi getirilerini açıklamada tek bir faktörün kullanılmasının yetersiz olduğu düşünülerek geliştirilmiştir. Çok Faktörlü Modellerde iki veya daha fazla faktörlerle hisse senedi arasında korelasyon açıklanmaya çalışılmıştır (Aksoy, 2014: 103). Burada hisse senedi getirilerinin sadece pazar endeksine bağlı olmadığı diğer faktörlerin de etki ettiğini düşünmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 628).

2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Karşısındaki Engeller

Artan portföy yatırımlarının bir çok faydası olmasına bu yatırımlara ilişkin bu fayda ve avantajları önleyici bir çok da engeller bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan piyasalar gelişmiş piyasalara göre bu durumdan daha çok etkilenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde, sık sık değişen makroekonomik politikalar nedeniyle ekonomik ve politik risk faktörleri oluşmaktadır. Bu risklerin başında, parasal istikrarsızlık, para ve maliye politikası uyumsuzluğu, önemli bütçe açıkları ve aşırı değerlenmiş döviz kuru gelmektedir. Ayrıca gayri safi milli hasılaya göre yetersiz kalan kapitalizasyon düzeyi, ticaret araçlarının sınırlı likiditesi düzensiz finansal sistem bu ülkelere özgü kurumsal engellerdir (Aslan, 1997: 87).

Entegrasyonu engelleyen en önemli faktörlerde birisi de makroekonomik istikrarsızlıklardır. Bu faktörler, özellikle yüksek ve değişken enflasyon oranları, düşük kredi oranları ve döviz kuru kontrolleridir. Ayrıca ülkeler arasındaki muhasebe kuralları ve hesap standartları farklılıkları da yatırım kararlarını etkilemektedir.

Yabancı yatırımları sınırlayan diğer bir engel ise yasal sınırlamalardır. Sermaye akımları ve döviz işlemleri üzerindeki kontroller, piyasa girişine yönelik engeller, menkul değer işlemlerinde enformasyon yetersizliği, yüksek işlem maliyetleri ve komisyon ücretleri ve yüksek gelir oranları özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişini ciddi biçimde kısıtlamaktadır (Aslan, 1997: 90-91).

Yabancı yatırımcıların sermaye akımlarıyla ilgili kontroller, yabancı yatırımcılara uygulanan yüksek vergi oranları, menkul kıymet işlemlerine her ülkede uygulanan farklı bürokratik işlemler, menkul kıymet alım satımında uygulanan yüksek maliyet işlemleri, yatırımcının ihtiyaç duyduğu gerçek ve kaliteli bilginin sağlanmaması, ülkeler arasındaki farklı muhasebe kuralları, piyasaların likidite ve etkinlik seviyelerinin düşük olması gibi sorunlar bulunmaktadır. Bunun yanında bazı piyasalarda döviz kontrollerinin sürdürülmesi de önemli bir engeldir. Bu engeller ulusal sermaye piyasalarının uluslararası piyasalarla tam olarak entegre olmasını ve yatırımcıların uluslararası piyasalarda yatırım yapmasını engellemektedir (Kurt, 2007: 72).

Yabancı portföy yatırımlarına karşı tüm bu olumsuzluklara rağmen, bu yatırımlara karşı olma ve hatta girişini engelleme anlayışı tamamen yanlış bir düşüncedir. Çünkü küreleşmenin ve teknolojik gelişimin ulaştığı nokta düşünüldüğünde, gerek finansal gerekse yapısal bir takım kontrol mekanizmaları oluşturularak portföy yatırımları istenildiği şekilde ekonomik yararlar sağlayacak biçimde yönetmek ve yönlendirmek belli ölçüde mümkündür. Şu unutulmaması gereken

bir gerçektir ki; sermaye sınırlı bir üretim unsurudur ve özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere her ekonominin bu sınırlı kaynağa ihtiyacı vardır (Açıkalın ve Ünal, 2007: 16).

2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Bu bölümde portföy yatırımlarında kullanılan alacak hakkı veren tahvil ve finansman bonusu gibi sabit getirili finansal araç yatırımları ve ortaklık hakkı veren hisse senedi ve ülke fonları gibi yatırım araçları incelenecektir.

2.5.1. Sabit Getirili Finansal Yatırım Araçları

Uluslararası sermaye akımlarına sebep olan ve yatırımcısına alacak hakkı sağlayan finansal araçlar; yabancı piyasalara ihraç edilen finansman bonoları, tahviller ve mevduat sertifikalarıdır.

Devletlerin, ödemeler dengesi açıklarını kapatmak ve borçlanma maliyetini azaltmak gayesiyle, yabancı yatırımcıların ülkelere girişini kolaylaştıran düzenlemeler gerçekleştirmeleri, yabancı piyasalardaki devlet tahvillerine ve hazne bonolarına olan yatırımı artıran etmenlerdir. Ayrıca devlet tahvillerinin ve hazne bonolarının risklerinin az olması ve kolay paraya çevrilebilmelerinden dolayı bu finansal araçlar portföy yatırımları için hem vazgeçilmez hemde alternatifsiz bir yatırım aracı olmuşlardır (Öztekin ve Erataş, 2009: 6).

Devlet veya özel işletmelerin uluslararası piyasalarda tahvil ihraç etmelerinin üç önemli nedeni vardır. Birinci nedeni, yabancı ülkede yapılacak tahvil ihracına daha çok yatırım yapılacağı inancıdır. İkinci nedeni, işletmeler belirli bir para birimi türünden bir projenin finansının ödenmesini isteyebilir. Bu doğrultuda ise ilgili para biriminin en çok kullanıldığı kaynakları tercih etmek isteyebilirler. Üçüncü nedeni ise tahvil ihraç etmek, yatırımcıyı kur riskine karşı korumaya da yatırım maliyetinin azalmasına olanak sağlamasıdır (Madura, 2012: 70).

Tahvil ihracı yapılarak gerçekleşen yabancı portföy yatırımları, euro tahvil piyasalarına ve yabancı tahvil piyasalarına ihraç edilerek yapılmaktadır. Yabancı tahviller, yabancı ülkelerin belli bir miktar parasına bağlanmakta ve o ülkede satışa sunulmaktadır. Ayrıca, bu tahviller hükümetler açısından finansman aracı olarak kullanılmaktadır. Euro tahviller ise aynı anda birden fazla ülkede birden fazla para

birimiyle satışı yapılabilmektedir. Ayrıca, bu tahviller yurt içi ekonomik işlemler üzerindeki engeller sebebiyle meydana gelmiştir. Bu durum euro tahvil piyasalarının hızlı bir şekilde ilerlemesini sağlamıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10-18).

Uluslararası sermaye piyasalarına bir başka giriş yolu olan finansal araçlar ise mevduat sertifikası ve hazine bonusu bilhassa gelişmekte olan ülke ekonomilerinin, fon sağlamakta zorlandıkları dönemlerde kullandıkları finansal araçlardır (Doğukanlı, 2001; 278).

Finansman bonoları çok uluslu şirketlerin kendi teminatsız borç senetlerini ihraç etmeleriyle yapılan yatırım aracıdır. Finansman bonolarının vadesi birkaç gün ile 12 ay arasında değişmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise finansman bonolarını 1-2 yıl olmak üzere daha uzun vadeli olarak ihraç edebilmektedirler (Kaya,1998: 74).

Mevduat sertifikaları, aslında vadeli bir mevduat senedir. Yapılan yatırım karşılığında mevduat sertifikası verilmektedir. Ayrıca mevduatı tutarı yatırım yapan tarafından değil borç alan tarafından (bankaca) belirlenmektedir. Bu yatırım türünün vadesi en az 30 gün ve genellikle uzun vadeli bir yatırımlardır (Çelebican, 1979: 274).

2.5.2. Hisse Senedi Yatırımları

Ortaklık hakkı veren finansal araçlar diğer adıyla hisse senedi ve türevleri çok farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Bu yatırımlar yabancı yatırımcıların yerel piyasalardan doğrudan aldığı hisse senetleri, müşterek fonlar, American Depository Receipts (ADR), Global Depository Receipts (GDR) olarak bilinen depo sertifikaları olarak gerçekleşebildiği gibi ayrıca yabancı piyasalarda doğrudan hisse senedi ihracı olarak da gerçekleşebilmektedir.

Gelişmekte olan piyasalarda yatırım fonları dahil yabancıların hisse senedi alımı portföy yatırımları içinde en hızlı gelişen araç olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, muhasebe ve bilgi standartlarını iyileştirilmesi ile geniş özelleştirme, yatırımcıları hisse senedi yatırımlarına özendirilmektedir (Demircan, 2003: 1).

Yabancı yatırımcıların yurtiçi pazarlardan direkt hisse senedi alımları, belli bir piyasadandan yabancı yatırımcıların hiç aracısız hisse senedi alıp satmasını ifade etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler buna izin vermektedir. Bunun asıl sebebi

ise ülkeye dışarıdan kaynak sağlamaktır. Yabancı yatırımcıların buldukları ülke dışında farklı ülkelerden hisse senedi satın almalarının üç sebebi vardır. Birincisi yatırımın kazancının yüksek gerçekleşeceği beklentisi, ikincisi yatırım yapılan ülkenin ekonomik koşullarının kendilerine olumlu dönüş yapacağı düşüncesi ve üçüncüsü ise kendi ülkelerindeki yaşanacak olumsuz bir duruma karşı portföy çeşitlendirmesi yaparak kendilerini korumaya alma düşüncesidir.(Madura, 2012: 75).

Portföy yatırımcılarının yerel pazardan hisse senedi alımı yapması zahmetli, maliyetli ve zaman alıcıdır. Yatırımcıların bu yolu seçmesi için, yatırımcı bilincinin gelişmiş olması, gelişmekte olan piyasalar ile onların karakteristikleri hakkında bilgi sahibi olunması ve en önemlisi hisse senedi satın alacağı firmanın faaliyetlerinden sürekli olarak bilgi edinebileceği kanallara sahip olması gerekir. Ayrıca, doğrudan hisse senedi alacağı ülkenin kurum ve kanunlarına tabi olması gerekir. Aksi halde bu durum yabancı yatırımcı açısından risk unsuru olabilir (Uzunoğlu, 1998: 101).

Yabancı yatırımcıların yurtiçi piyasadaki direkt hisse senedi almalarının yanı sıra, uluslararası pazarlarda da işletmelerin hisse senedi ihracı yapması şeklinde oluşan finansal araçlarda vardır. Birçok büyük işletmelerin, uluslararası piyasalardan hisse senedi ihraç etmeye başlaması kurumsal ve bireysel yatırımcıları da buldukları ülke dışında hisse senedi satın almaya teşvik etmiştir (Madura, 2012: 75). Ancak işletmelerin hisse senetlerini yabancı ülke piyasalarına kaydettirmeleri hayli zor bir süreçtir. Bilhassa gelişmiş ülke piyasalarında hisse senedi ihracı kaydettirme koşulları açısından hayli ağır koşullar bulunmaktadır. Bu nedenle hem işletmelere hem de bireysel yatırımcılara önemli kazanımlar sağlayan finansal araçlar depo sertifikalarıdır (Doğukanlı, 2012: 311).

2.5.3. Depo Sertifikaları

Yabancı piyasalara hisse senedi ihraç etmenin bir başka yöntemi ise depo sertifikalarıdır. Depo sertifikaları, ADR ve GDR olarak isimlendirilen ve hisse senetlerini temsil eden depo makbuzlarının uluslararası piyasalarda satımının gerçekleştirilmesidir (Doğukanlı, 2001: 242). Başka bir deyişle bir depo işletmesine kaydı tutulan belli tutarlardaki hisse senedini temsil etmesi için basılan ve depo edilen hisse senedinin sahip olduğu tüm haklara sahip olan finansal araçlardır. Bu bakımdan depo sertifikaları, yabancı sermaye piyasalarında fon imkânı sunarken, aynı zamanda da

yabancı yatırımcıların hisse senetlerine yaptığı yatırımın avantajlarını da sunmaktadır (Yalçiner, 2012: 96).

Depo sertifikaları, satışı hedeflenen ve kote olunan piyasaya göre ADR, GDR, CDR ve IDR gibi farklı isimlerle anılabilir. Makbuzlar, yalnızca ABD hisse senedi piyasasında işlem görüyorsa ADR, farklı uluslararası piyasalara eş zamanlı ihraç ediliyorsa GDR, Avrupa piyasalarına yönelik ise Continental Depository Receipts (CDR) ve ABD doları dışında diğer yabancı para birimleri cinsinden, Euro veya diğer ABD dışı piyasalara yönelik olarak ihraç ediliyorsa International Depository Receipts (IDR) olarak adlandırılır (Arıkan, 2006: 7).

Bir işletme depo sertifikası ihraç etmek istiyorsa, ilk önce sponsor olarak oluşturulan bir banka ile anlaşma yapması gerekmektedir. Daha sonra bu banka hisse depo sertifikası, hangi ülkede ihraç edilecekse o ülkenin saklama bankasında menkul kıymetinin saklanması garantilemektedir. Bir sonraki aşama ise yabancı ve yerel bankalar arasında anlaşma gerçekleştirilir. Yabancı saklama bankasında bulunan bu hisselerin karşılığında depo sertifikalarının ihracını yapılıp ve ilgili borsaya kabul edilmesi için başvuruda bulunulur. Ve son olarak borsaya kabul edilen bu depo sertifikaları kotasyon edilen ülkede başka hisse senetleri gibi işlemleri gerçekleştirilir (Doğukanlı, 2012: 314).

Belirli piyasalarda işlem gören ADR'ler, derinliği olan ve likiditesi yüksek olan varlıklardır ve özellikle ABD'de yaygın olarak kullanılır. Amerika'da ihraç edilmiş ve Amerika'da alınıp satılabilen yabancı bir ülkenin hissedarlığını göstermektedir. ADR programları sayesinde şirketler yatırımcı tabanını genişletmekte ve hisse senedi fiyatlarını artırmaktadırlar. Bu özellikle küçük ölçekli ulusal sermaye piyasaları olan ülkelerdeki sermayesi geniş tabana yayılmış büyük şirketler için geçerli olmaktadır (TSPAKB, 2007: 209).

2.5.4. Müşterek Fonlar

Müşterek fonlar, yabancı yatırımcılara, kaynakları toplama ve yeni gelişen piyasalarda yatırım yapma imkânı veren araçlardır. Bu fonlar, yatırım yapılan yerlere göre farklı isimler almaktadır. Hiçbir ülke ayrımı yapmadan bütün dünya piyasalarına yatırım yapma hakkı olan fon, Global Fondur. Belirli bir bölge kapsayan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yatırım gerçekleştirilen fonlar, Bölgesel Fondur. Bir ülkede

birçok işletmeye yapılan yatırımı kapsayan fon, Ülke Fonudur. Ve son olarak yeni özelleşen işletmelere ve belirli bir sanayi alanındaki işletmelere yapılan yatırım fonu ise Özel Fondur (Doğukanlı, 2001: 245).

Müşterek fonlar, yabancı yatırımcıların dolaysız olarak ülke piyasalarından hisse senedine yatırım yapmanın taşıdığı farklı riskleri ve ek maliyetleri azaltmaktadır. İşletmelerin mali tabloları üzerinde bilgi elde edememe riski, yatırım işlemlerinde oluşan yüksek maliyet riski ve sermaye ve kar getirisinin ülkeye geri getirme riskinden dolayı ülke fonlarına yatırım yapmak avantajlıdır. Ayrıca söz konusu fonlar ile yatırımcılar (İnandım, 2005: 17);

- Minimum maliyetle tek bir yabancı ülke pazarında spekülasyon yapabilmekte,
- Ülke fonları ile seçici davranarak kendi kişisel uluslararası portföylerini oluşturabilmekte,
- Pratikte bireysel olarak ulaşılması olanaksız olan gelişen ülke piyasalarında çeşitlendirme yapılabilmektedirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

Bu bölümde Türkiye'de gerçekleşen finansal liberalleşme ve bu süreç sonunda Türkiye'ye yönelen yabancı portföy akımları ile yabancı portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisine katkıları üzerinde durulacaktır.

3.1. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci

Türk finans sektörünün başlangıcı 1930'ların başından itibaren kurulan kamu sermayeli ihtisas ve kalkınma bankalarına dayanmaktadır. Türkiye'nin yabancı sermaye ile tanışması ise İkinci Dünya Savaşı sonrasına rastlamaktadır. İlk düzenleme 1947'de Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile başlamasına karşın kabul edilen ilk yasal düzenleme 1954 yılında çıkan 6224 sayılı Yabancı Sermaye'yi Teşvik Kanunu'dur (İşeri ve Aktaş, 2005: 371-385).

1980 öncesinde daha kapalı bir ekonomiye sahip olan Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımları oldukça sınırlı düzeyde olmuştur. 1975 ve 1980 döneminde Türkiye'ye yönelik portföy yatırımı gerçekleşmezken, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ve diğer yatırımlarda ise oldukça düşük düzeyde yatırımlar gerçekleşmiştir (Erkiletlioğlu ve Gürler, 2007: 19-20).

Türkiye'de, yabancı sermaye yatırımları açısından, 1980 yılı başları önemli bir başlangıçtır. Türkiye'de finansal piyasaların liberalleşmesi, 24 Ocak 1980 istikrar kararları ile birlikte başlamıştır. 24 Ocak Kararları reform programındaki asıl amaç, yalnızca içe dönük ithal ikameye dayalı sanayileşme stratejisinden vazgeçerek, dışa açık büyüme ve sanayileşme stratejisine geçmektir (Açıkalin ve Ünal, 2009: 35). Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile dış açıkları giderme, ekonomide devletin rolünü azaltma, genel fiyat düzeyini istikrarlı kılma ve kaynakların piyasa koşullarına göre tahsisini sağlama amacına yönelik bir ekonomik reform paketi benimsenmiştir (Aslan, 1997: 104).

1981 ve 1986 yılları arasında sermaye piyasasının altyapısını oluşturan çalışmalar yapılmıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve yeni yatırım araçları kullanıma girmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nu takiben 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması ile

bankalar ve diğ er finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu denetimine tabi olmuşlardır (Çetenak, 2006: 36). 1985'lerin sonuna gelindiğinde İMKB işlemlere başlamıştır. İMKB kurulmasıyla Türk finans piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonu yolunda önemli mesafeler kat edilmiş ve yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'ye çekilmesi hedeflenmiştir (Çatıkkaş ve Okur, 2008: 162).

1989 ve 1990 yıllarında sermaye hareketlerinin liberalleşmesi ve konvertibiliteye ilişkin önemli adımlar atılmıştır. 1989 yılında Resmi Gazete'de yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar'ın yürürlüğe girmesi ile birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sağlanmıştır. Bu kararın en önemli özelliği uluslararası sermaye hareketlerini tamamen serbest hale getirmesidir. 32 Sayılı Kararın ardından 1990 yılında IMF ile yapılan anlaşma neticesinde TL'nin konvertibilitesi kabul edilmiştir (Tezcanlı ve diğ erleri, 1994: 66). 32 Sayılı Karar'ın getirdiği yenilikler şöyle sıralanabilir (Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, Aktaran; Yılmaz, 2014: 29-30);

- Türkiye'de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişiler, bankalar vasıtasıyla yurt dışına serbestçe Türk parası gönderebilirler.
- Türkiye'ye döviz ithali serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de Türk parası ile ödeme, tahsilat ve tevdiatta bulunmaları serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, bankalar, yetkili müesseseler, PTT, kıymetli maden aracı kuruluşları ile yurt dışında döviz alım satımına yetkili kuruluşlardan döviz satın almaları ve bunlara döviz satmaları, dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları, efektif olarak kullanmaları, bankalar vasıtasıyla yurt içinde ve yurt dışında tasarruf etmeleri serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişiler; bankalar, yetkili müesseseler, PTT, kıymetli maden aracı kuruluşları ve aracı kurumlarla döviz alım-satımı yapabilirler.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişilerden Türkiye'de yapacakları işlemler nedeniyle döviz kabul etmeleri serbesttir.

- Türkiye’de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişilerin, bankalar vasıtasıyla yurt dışına döviz transfer ettirmeleri serbesttir. Bakanlık yurt dışına döviz transferi yapılabilecek diğer kuruluşları belirlemeye yetkilidir.
- Türkiye’de ve dışarıda yerleşik gerçek kişilerin, bankalar aracılığıyla kişisel sermaye hareketlerine ilişkin yurt dışından yurt içine ve yurt içinden yurt dışına yapacakları transferler serbesttir.
- Türkiye’deki yerleşik kişilerin, yurt dışında yatırım yapmak veya ticari faaliyette bulunmak amacıyla şirket kurmaları, ortaklığa katılmaları ve şube açmaları için nakdi sermayeyi bankalar aracılığıyla, aynı sermayeyi ise gümrük mevzuatı hükümleri çerçevesinde ihraç etmeleri serbesttir.
- Menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye’de menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeleri ve bunların halka arz ve satışı Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümleri çerçevesinde yapılır.
- Kamu kurum ve kuruluşları hariç olmak üzere, Türkiye’de yerleşik tüzel kişilere ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Sermaye Piyasası Kuruluna kaydettirilmesi koşuluyla yurt dışında satışı serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, bankalar ve sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar vasıtasıyla yurt dışındaki mali piyasalarda işlem göre menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini bankalar aracılığıyla yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişilerin, her türlü menkul kıymet ile diğer sermaye piyasası araçlarını Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetler ve araçlara ait gelirler ve bunların satış bedellerini bankalar aracılığıyla transfer ettirmeleri serbesttir.

1989 ve 1990 yıllarında uluslararası sermaye hareketlerinde yaşanan serbestleşme ile birlikte Türkiye’ye giren yabancı sermaye, özellikle de kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. 1989 yılından itibaren artan bu yabancı sermaye ise 1993

yılından itibaren ülke dışına yöneldiği gözlenmiştir. Bu durum Türkiye’de sermaye piyasası ve borsanın, dış parasal dalgalanmalardan etkilendiğini gösteren bir gerçektir (Aslan, 1997: 107). Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerinde yaşanan giderek artan dalgalanmaların etkisiyle finansal krizlerin tehdidi altına girmiştir. 1994, 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler milli gelirde %6 ile %9,5 arasında değişen oranlarda küçülme yaratmış ve makroekonomik göstergelerde ciddi bozulmalara sebep olmuştur (Boratav, 2010: 171-172).

3.2. Türkiye’ye Yönelen Yabancı Portföy Yatırımlarının Gelişimi

24 Ocak İstikrar Kararları ile finansal serbestleşme süreci, Türkiye’nin dış ticaret hacminde yükselişler gerçekleştirmiştir ve bu artışlar daha sonra kendini yabancı sermaye yatırımlarında da göstermiştir. Türkiye’ye 1986 yılından itibaren İMKB’nin kurulmasıyla gelmeye başlayan portföy yatırımları ve 1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı Kararla birlikte bu yatırımlar daha da artış göstererek devam etmiştir (Güneş, 2007: 18).

Türkiye piyasalarının yabancı yatırımlara açıldığı 1989 yılından itibaren gerçekleşen net portföy yatırımları kriz dönemleri dışında genellikle yükselme eğiliminde gerçekleşmiş ve yerli yatırımcılara göre yabancı yatırımcıların alışları daha yüksek gerçekleşmiştir. Yabancı portföy yatırımları içerisinde borç senetlerinin hacmi önceki dönemlerde yeterince fazla iken, son dönemlerde bu yükseliş hisse senetlerine yönelmiştir (Gümüş, 2010: 62-63).

Ödemeler dengesi istatistiklerinde yer alan yabancı portföy yatırımları, iki temel kısımdan oluşmaktadır. Birincisi varlıklar ikincisi yükümlülüklerdir. Varlıklar, yurtiçi yerleşiklerin yabancı piyasalardan yaptıkları menkul alım ve satımlarını ifade etmektedir. Varlıkların (-) negatif olması durumunda yabancı piyasalardan alımların satımlardan fazla gerçekleştiğini, varlıkların (+) pozitif olması durumunda ise satımların alımlardan fazla gerçekleştiğini ifade etmektedir. Yükümlülükler bölümü ise kendi arasında iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi kamu sektörü, bankalar ile diğer kurumların tahvil ihracı yaparak borçlandığı rakamları göstermekte, ikincisi ise yabancı yerleşiklerin yurtiçi piyasalarda gerçekleştirmiş oldukları menkul kıymet alım satım işlemlerini göstermektedir (Çetenak, 2006: 37).

Türkiye’de gerçekleşen yabancı portföy yatırımları, varlıklar, yükümlülükler ve net portföy yatırımları olarak Tablo 2 ve Grafik 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. Türkiye’ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları (milyon \$)

| | Portföy Yatırımları (Net) | Varlıklar | Yükümlülükler | Hisse Senetleri | Borç Senetleri |
|------|---------------------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|
| 1986 | 146 | 0 | 146 | 0 | 146 |
| 1987 | 282 | 25 | 307 | 0 | 307 |
| 1988 | 1.178 | 6 | 1.184 | 0 | 1.184 |
| 1989 | 1.386 | 59 | 1.445 | 17 | 1.428 |
| 1990 | 547 | 134 | 681 | 89 | 592 |
| 1991 | 623 | 91 | 714 | 147 | 567 |
| 1992 | 2.411 | 754 | 3.615 | 350 | 2.815 |
| 1993 | 3.917 | 893 | 4.480 | 570 | 3.910 |
| 1994 | 1.158 | 17 | 1.123 | 989 | 134 |
| 1995 | 237 | 433 | 703 | 195 | 508 |
| 1996 | 570 | 1.361 | 1.950 | 191 | 1.759 |
| 1997 | 1.634 | 669 | 2.344 | 8 | 2.336 |
| 1998 | -6.711 | 1.601 | -5.809 | -518 | -4.571 |
| 1999 | 3.429 | 713 | 4.188 | 428 | 3.760 |
| 2000 | 1.022 | 560 | 1.615 | 489 | 1.126 |
| 2001 | -4.515 | 752 | -3.727 | -79 | -3.648 |
| 2002 | -593 | 2.054 | 1.503 | -16 | 1.519 |
| 2003 | 2.465 | 1.353 | 3.851 | 905 | 2.946 |
| 2004 | 8.023 | 1.363 | 9.411 | 1.427 | 7.984 |
| 2005 | 13.457 | 1.213 | 14.670 | 5.669 | 9001 |
| 2006 | 7.415 | 3.987 | 11.402 | 1.939 | 9463 |
| 2007 | 833 | 1.947 | 2.780 | 5.138 | -2.358 |
| 2008 | -4.181 | 1.244 | -3.770 | 716 | -4.486 |
| 2009 | 227 | 2.711 | 2.938 | 2.827 | 111 |
| 2010 | 16.083 | 3.534 | 19.617 | 3.468 | 16.149 |
| 2011 | 22.204 | -2.688 | 19.516 | -985 | 20.501 |
| 2012 | 41.029 | -2.657 | 38.372 | 6.276 | 32.096 |
| 2013 | 24.020 | -2.601 | 21.419 | 842 | 20.577 |
| 2014 | 20.216 | 746 | 20.962 | 2.559 | 18.403 |
| 2015 | -15.458 | 6.129 | -9.329 | -2.395 | -6.934 |
| 2016 | 6.339 | 1.511 | 7.850 | 823 | 7.027 |
| 2017 | 24.476 | -394 | 24.082 | 3.192 | 20.890 |
| 2018 | -2.863 | 3.118 | 255 | -908 | 1.163 |
| 2019 | 7.896 | -107 | 7.789 | 1436 | 6.353 |

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinin sağlanması ile birlikte yabancı portföy yatırımlarına yönelik yatırımlarda 1986 yılından itibaren artış görülmeye başlanmıştır. 1986 yılında net portföy yatırımı 146 milyon dolar tutarında gerçekleşmiştir. Bu dönemden itibaren daha da artış göstererek 1987 yılında 282 milyon dolar, 1988 yılında 1 milyar 178 milyon dolar olarak 1989 yılında ise 1 milyar 386 milyon dolar seviyesine yükselmiştir. Yabancıların ilk hisse senedi alımı ise 1989 yılında başlamış ve 17 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

1990 ve 1991 yılında azalan net portföy yatırımları 1992 yılında 2 milyar 411 milyon dolar ve 1993 yılında ise 3 milyar 917 milyon olarak gerçekleşmiştir. Hisse senetleri bu dönemlerde de artışını sürdürerek 1993 yılında 570 milyon dolar seviyelerine ulaşmıştır.

1994 yılında yaşanan finansal krizle birlikte devletin tahvil ihracının azalması sonucunda yabancı portföy yatırımları 1993 yılına göre %70 oranında azalmış ve 1 milyar 158 milyon dolar tutarında gerçekleşmiştir.

1994 yılı ardından 1995-1999 dönemlerinde yaşanan Latin Amerika, Rusya ve Asya krizlerinden de etkilenen yabancı portföy yatırımları düşüş trendinde hareket etmiştir. Bu krizler, finansal serbestleşme süreci sonucunda artış eğilimi gösteren yabancı portföy yatırımlarında ciddi kırılma noktası olmuştur. Bu dönemde ülkemizden çıkan yüksek miktarda portföy yatırımları net 6 milyar 711 milyon dolar tutarında gerçekleşmiştir. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999’da 3 milyar 429 milyon dolar, 2000 yılında ise 1 milyar 22 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2001 yılında ise Türkiye’de yaşanan finansal kriz sonucunda yabancı portföy yatırımlarında 4 milyar 515 milyon dolar tutarında çıkış yaşanmıştır. Bunun en büyük sebebini de yabancı yatırımcıların borç senetleri satması oluşturmaktadır.

2000’li yıllarda düzensiz bir şekilde gerçekleşen yabancı portföy yatırımları 2001 krizinden sonra toparlanmaya başlamıştır. Kriz sonrasında ekonomiyi ve özellikle finansal sektörü güçlendirmeye yönelik atılan adımlar ve iyileştirmeler sonucunda makroekonomik göstergelerde iyileşme görülmeye başlanmıştır. Makroekonomik istikrarında nispeten sağlanması ile birlikte yabancı portföy yatırımlarında artış başlamıştır.

2001 yılında yaşanan krizin ardından toparlanmaya başlayan yabancı portföy yatırımları net olarak 2003-2004 yılları arasında 2 milyar 465 milyondan 8 milyar 23 milyon dolara yükselmiştir. 2005 yılında 13 milyar 457 milyon dolar net portföy yatırımı gerçekleşirken 2006 yılında 7 milyar 415 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

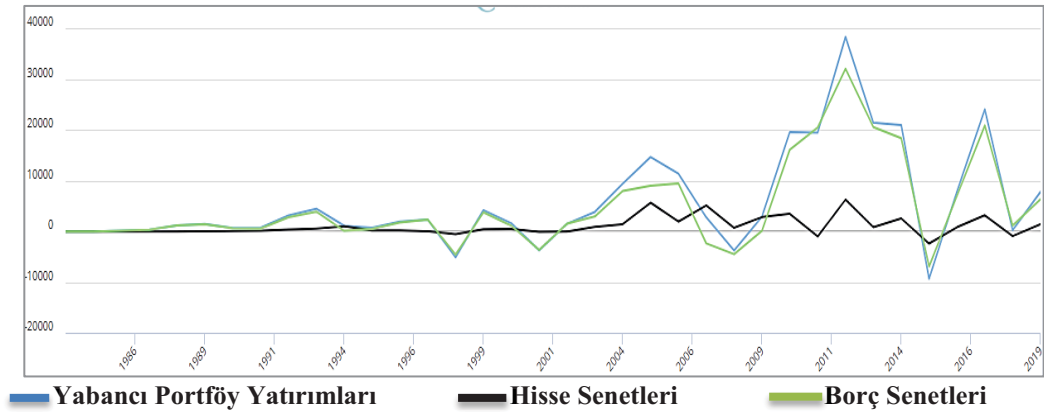
2007 yılına gelindiğinde, ABD konut piyasasında gerçekleşen olumsuzluklar sebebiyle oluşan global finansal kriz sonucunda net portföy yatırımlarında düşüş trendi başlamış ve 2006 yılına göre 6 milyar 582 milyon dolar düşerek 833 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir.

2007 yılında dünya genelinde hemen hemen tüm ekonomileri etkileyen küresel ekonomik kriz etkilerini 2008 yılında da hissettirmiştir. 2008 yılında portföy yatırımlarında net olarak 4 milyar 181 milyon dolar çıkış yaşanmıştır. 2009 yılından itibaren giderek yükselen yabancı portföy yatırımları tarihi yüksek seviyesini 2012 yılında görmüştür. 2012 yılında net portföy yatırımları 41 milyar 29 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. 2012 yılında ülke notunun yatırım yapılırlar seviyeye çıkacağı beklentisi ve akabinde bu beklentinin gerçekleşmesi, söz konusu dönemde portföy girişlerini hızlandıran önemli bir etken olmuştur.

2012 yılındaki tarihi seviyeden sonra 2013 ve 2014 yılında azalma trendinde devam etmiştir. 2015 yılına gelindiğinde ise tekrar tarihi bir rekor yaşanarak portföy yatırımlarında net 15 milyar 458 milyon dolar tutarında çıkış yaşanmıştır. Bu çıkışa etki eden faktörler ise AB gibi enerji ihracatçısı olan gelişmiş ülkelerde büyümeye yönelik ortaya çıkan endişelerdir. Bu endişeler ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarını hızlandıran önemli bir etken olmuştur.

2015 yılında portföy yatırımlarında ülkemizde yaşanan en yüksek miktarlı çıkışların ardından 2016 yılında azalma trendinde devam eden yabancı portföy yatırımları 2017 yılında tekrar yükselişe geçmiştir. 2016 yılında 6 milyar 339 milyon dolar gerçekleşen net yabancı portföy yatırımları 2017 yılında ise 24 milyar 476 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 1. Yabancı Portföy Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Seyri (Milyon \$)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Analitik Sunum, Nisan 2019, (2019 yılına ait veriler geçicidir).

Portföy yatırımlarında gerçekleşen dalgalanmaların gidişatı Grafik 1’de daha net bir şekilde incelenebilmektedir. Grafikte de görüldüğü üzere yabancı portföy yatırımlarında borçlanma senetleri hisse senetlerine göre daha çok tercih edilmektedir. Yabancı yatırımcıların, hisse senetleri alımlarından daha çok borç senetleri tercih etmelerinin sebebi, borç senetlerinin hisse senetlerine oranla değerini fazla kaybetmeden paraya çevrilmelerinin kolay olmasıdır. Yabancı yatırımcılar, bilhassa kriz dönemlerinde hisse senedini tercih ederek yüksek zararlar etmek yerine borçlanma senetlerini tercih ederek düşük zararları kabullenmek yoluna gitmişlerdir.

3.3. Türkiye’ye Yapılan Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Uluslararası yatırımcılar, yeni gelişen sermaye piyasalarında daha yüksek büyüme, daha yüksek getiri olanağından ve arbitraj imkânlarından faydalanmak istemektedirler. Bu istek doğrultusunda, uluslararası yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yaparken gelişmekte olan ülke piyasalarındaki menkul kıymetleri kendi portföylerine dahil etmektedirler (Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 50).

Diğer taraftan ise bazı gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik ve politik uygulamalar bu ülkelerde yatırım yapma olanağının düşmesine ve risk oranının fazlaşmasına sebep olmaktadır. Yatırımcıların, yatırım tercihlerini etkileyen faktörler bazıları aşağıdaki gibidir (Korkmaz, 2001: 71);

- Sermaye sorunu

- Enflasyon riski
- Güvenli bilgi ve verilere erişim
- İşlem maliyeti
- Muhasebe ve raporlama standartlarındaki farklılıklar
- Siyasi risk ve mülkiyet riski
- Faiz oranı riski
- Peşin vergi ve diğer vergiler
- Uluslararası yatırımcılara konulan sınırlamalar
- İşlemlerin yerine getirilmesi ve teslim sorunu
- Döviz kuru riski

Türkiye’de finansal serbestleşme süreci sonucunda yabancı sermaye hareketlerinde önemli gelişmeler yaşanmaya başlanmıştır. Finansal serbestleşme süreci sonucunda yabancı sermaye girişine sağlanan kolaylıklar sayesinde özellikle son yıllarda ülke ekonomisine büyük miktarlarda yabancı sermaye girişi sağlanmıştır. Türkiye ekonomisinde görülen yabancı sermaye akımının büyümesi, dünya ekonomisinde diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin oluşumu ile benzerlikler göstermektedir. Dolayısıyla, hem gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri hem de Türkiye’ye yönelen sermaye hareketlerinin özellikleri, aynı olmasa bile benzerdir.

Yabancı yatırımcıların ülke tercihleri göz önüne alındığında, kredi değerliliğinde artış, hukuksal altyapı, teknolojik düzey, yatırımın yüksek getiri olanağı, türev piyasaların varlığı, Avrupa Birliği (AB) süreci ve Borsa İstanbul’un gelişmiş piyasalarla düşük bağıntısı, Türkiye’ye gerçekleşen sermaye hareketlerinin artış sebeplerini gösterebilir. Fakat hali hazırda piyasalarda mevcut olan riskler ile geçmiş dönemlerde bu riskler nedeniyle gerçekleşen krizler, yabancı sermayenin sürekliliğinde veya ülkeyi terk etmesinde etkili olmaktadır. Bundan dolayı Türkiye’de gerçekleşen yabancı portföy yatırımlarını makroekonomik göstergelerle de açıklamak gerekmektedir.

3.3.1. Faiz Oranları

Faiz oranları yabancı portföy yatırımlarını etkileyen makroekonomik bir göstergedir. Ülkelerarası faiz farklılıkları yabancı portföy yatırımını etkilemektedir. Faiz

oranlarının yüksek olduğu ülkelerde yabancı portföy girişleri artmakta düşük olduğu ülkelerde ise yabancı portföy çıkışları artmaktadır.

Riski yüksek olan piyasalar açısından değerlendirildiğinde, yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkelerde yatırımcılar yüksek getiri elde etmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, yüksek faiz oranı politikası yabancı portföy hareketlerini bir ülkeden diğer ülkeye veya bir bölgeden başka bir bölgeye hareket ettiren bir faktör olduğu söylenebilir.

3.3.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık

Ödemeler dengesi, bir ekonomide yerleşik kişilerin, yurt dışına yerleşik kişiler ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin kaydedildiği istatistiki bir tablodur (Karluk, 1996: 406). Ödemeler dengesi istatistikleri; cari işlemler hesabı, sermaye hesabı ve finans hesabı, net hata noksan ve rezerv varlıklar olmak üzere beş kalemden oluşur.

Bir ülkenin yerel para biriminin değeri ile ödemeler bilançosu arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Ödemeler bilançosu fazlası olan ülke paralarının döviz piyasalarında değeri artarken, ödemeler bilançosu açığı veren ülkenin paralarının ise döviz piyasalarında değeri azalır (Seyidoğlu, 2007: 164). Yabancı ülke paraları karşısında değer kazanan ülkeler ise dış ticarete ihracat yaptığı ülkeleri kaybetmeye ve bununla birlikte ithalat giderlerini artırmaya başlar. İhracatı azalan ithalatı artan ülkelerde ise cari işlemler açığı oluşması finansman sorununu ortaya çıkarır. Bu durumda cari işlemler açığı sürekli artan Türkiye gibi ülkeler yüksek reel faiz oranları uygulayarak bu sorunu çözmeye çalışırlar. Yükselen reel faiz oranları ise ülkeye yabancı sermaye yatırımlarının çekilmesini sağlar.

3.3.3. Borsa İstanbul (BIST) Hisse Senedi Piyasası Getirisi

BIST getiri faktörü, Türkiye’de gerçekleşen yabancı portföy yatırımlarını etkileyen bir başka nedendir. Yabancı portföy yatırımcıların uyguladığı yatırım stratejisi sebebiyle, kuramsal olarak BIST getiri değişkeninin yüksek kazanç sunduğu zamanlarda yabancı portföy yatırımlarının artması, düşük kazanç sunduğu zamanlarda ise yabancı portföy yatırımlarının azalması olasıdır. BIST getiri değişkeninin sağladığı getiri, başka piyasaların sağladığı ortalama getiriden daha yüksek ise bu durum BIST’ı yatırım yapılması için daha çekici hale getirmektedir.

3.3.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru

Yabancı yatırımcıların bir ülkeye gelmesi veya o ülkeden çıkması reel döviz kurunda yaşanan gelişmelerle çok yakından ilgilidir. Bir ülkede yerel para biriminin değer kaybedeceğine üzerinde yapılan söylentiler ya da beklentiler, yabancı yatırımcıların olası sonuçlardan korunmak istemesi sebebiyle portföy yatırımları o ülkeyi terk edebilmektedir, benzer şekilde paranın değer kazanacağına dair beklentiler yada söylentiler olması durumunda ise o ülkeye portföy yatırımları akabilmektedir. Ayrıca, bir ülkede döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar veya farklı beklentiler olması durumunda yabancı portföy yatırımları hem nicelik hem nitelik bakımından değişikliklere maruz kalmaktadır. Bu durumda reel döviz kurunda istikrar arttıkça ülkeye gelen sermayenin kalıcılığı da aynı oranda artmaktadır (Çetenak, 2006: 42-43).

Bir ülkedeki genel fiyatlar seviyesindeki hızlı artışlar ve belirsizlikler yerli ve yabancı yatırımcılar içinde tercih edilmeyen bir durumdur. Yüksek ve belirsiz bir enflasyon oranına sahip olan ülkelerde, o ülkenin yerel para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki değerinin özellikle uzun dönemli tahmini de zorlaşmaktadır. (Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 25). Bu durumda döviz kuru artışının enflasyon oranında yada enflasyon oranının üstünde artması yabancı portföy yatırımları ile reel döviz kuru arasında pozitif yönde ilişki doğurmaktadır. Bir ülkede enflasyon oranının yüksek olması durumunda yabancı yatırımcıların elde edecekleri getiri azalabilmektedir.

3.3.5. Ekonomik Büyüme

Son yıllarda, özellikle gelişmiş ülkelerdeki büyüme hızlarının yavaşlaması, daha çok kazanç sağlamak isteyen yabancı yatırımcıları, gelişmekte olan ülke ekonomilerine doğru yönlendirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler büyümeye devam ettikleri sürece yabancı yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelere doğru bir hareket gösterecektir (Alkin, 2001: 1-2). Türkiye ekonomisinde de 2017 yılındaki 7.4 yüksek büyüme oranı, yabancı portföy yatırımlarının ülkeye yönelmesinde belirleyici olmuştur.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme artışında hisse senedi ve tahvil ihraçları önemlidir. Çünkü bu ihraçlar ekonomik gelişimin finansmanında önemli rol oynamaktadır. Özellikle hisse senedi ihraçları uzun vadeli ve ucuz finansman imkânı yaratmaktadır. Şirketlerin hisse senedi ihraçlarından elde ettiği finansmanla yatırımlarına kaynak oluşturması ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Özetle,

yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi anlamında önemli finansman desteği sağladığını söylemek mümkündür.

3.4. Portföy Yatırımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

Liberalizasyon sürecinde Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye hareketlerinin etkilerini, reel ekonomi üzerine etkileri ve sermaye piyasaları üzerine etkileri şeklinde incelemek mümkündür.

Yabancı sermaye girişlerinin reel ekonomi üzerinde, yurtiçi piyasalardaki likidite oranının artmasına ve piyasanın daha etkin olarak gelişmesine imkân tanımaktadır (Evans, 2002: 2). Hisse senedi portföy yatırımları yatırım alan ülke açısından hem ucuz hem de uzun vadeli bir finansman kaynağıdır (Tezcanlı vd., 1994: 28). Bu yatırımlardan elde edilen karlar tekrar yatırıma dönüştürülerek sermaye birikimin artmasına faydalı olmaktadır. Sermaye birikimi ile birlikte ithalat ve para arzında artış sağlanarak yatırım ve tüketim harcamaları artmaktadır. Bu durum yurtiçi tasarrufları azaltmakta ve dolayısıyla yurt içi hasılayı artırarak ülkenin büyümesine olanak tanımaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan enflasyonist yapı, borç yükü ile bütçe açıkları, ülkelerin uzun dönemli ekonomik planlar yapma imkanlarını engellemektedir. Bu nedenle, özellikle gelişmekte olan ekonomiler açısından yabancı portföy yatırımları ihtiyaç olan tasarruf açıklarını kapatmak için önemlidir. Ayrıca, yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girmesi, sermaye piyasalarının canlanmasına ve işlem miktarlarının önemli derecede artmasına olanak sağlar (Aslan, 2010: 66).

Gelişmekte olan piyasaların etkinliği ve derinliği az olduğundan, yabancı giriş çıkışları menkul kıymet fiyatlarında aşırı dalgalanmaya sebep olmaktadır. Yabancı sermaye çoğu zaman spekülatif hareket gördüğü piyasalara yönelmekte ve bu durum piyasayı kırılganlaştırmakta dolayısıyla da finansal krizler ortaya çıkmaktadır. Kırılganlaşma sebebiyle, Türkiye piyasası da diğer gelişmekte olan ülke piyasaları gibi 1990-1991 Körfez krizi ve 1998 Rusya krizi gibi başka ülkelerdeki ekonomik krizlerden olumsuz etkilenmiştir. Krizin yarattığı şoklar, 1990'lı yıllar boyunca kısa vadeli sermaye akımlarında ani ve yüksek oranda ülkeden sermaye çıkışları yaşanmasına neden olmuştur.

1993 yılında 3 milyar 917 milyon dolar olan net portföy yatırımları 1994 yılındaki kriz nedeniyle bu dönemde %70 oranında azalarak 1 milyar 158 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya krizi ise Türkiye'den çoğunluğu yabancı yatırımcıların sattığı menkul kıymetlerden kaynaklanan toplamda 6 milyar 711 milyon dolar portföy sermaye çıkışı yaşanmıştır (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 206).

Ayrıca istikrarsız bir ekonomik yapıda oluşan enflasyonist ortam kısa vadeli sermaye akımlarını cazip hale getirmekte ve bu durum faiz ve kurlardaki beklentilere göre belirlenmektedir. Örneğin geçmişte Türkiye'de olduğu gibi, kısa vadeli sermaye girişini artırmak amacıyla döviz kurlarındaki artış enflasyondaki artışın altında faiz oranları ise enflasyon oranının üstünde tutulmaktaydı. Bu uygulama sonucu olarak düşük döviz kuru ihracatı engellenmekte, ithalatı artmakta ve ülkenin kendi imkânlarının ötesinde ithalatı teşvik ederek cari işlemler açığı artmaktadır (Tezcanlı ve diğerleri, 1994: 29).

Ülkeye gelen yabancı sermaye, hem başlangıçta gelen sermayenin artmasını sağlar hemde yatırımdan elde ettiği karları tekrar yatırıma dönüştürerek gittiği ülkenin sermaye birikimini artırıcı etki yapar. Ayrıca ülkeye giren yabancı sermaye, hem ülkenin kredi derecesini artırmakta hemde ülkedeki döviz birikimini artırmakta ve bu sayede ucuz maliyet ile kolay borçlanabilme olanağı elde edilmektedir (Korkmaz, 2001: 74).

Sonuç olarak, kar iştahı ile hareket eden uluslararası yatırımlardan fayda elde edilmesinin yanı sıra reel ekonomiye ve finansal piyasalara zarar verebileceği konusuna da dikkat edilmelidir. Kar-zarar analizinin sağlıklı bir biçimde yapılması, riskleri en aza indirecektir ve yararları maksimum hale getirecek uygulamaların yapılması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz etmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde yabancı portföy yatırımları ile ilgili dünyada ve Türkiye’de yapılmış olan çalışmaların bazıları ayrı başlıklar altında aktarılacaktır.

4.1.Dünya’da Yapılmış Olan Çalışmalar

Errunza’nın 1977 yılında 29 ülkeyi konu edindiği çalışması, 1944 ve 1959 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmasında portföy çeşitliliğinin faydalarını araştırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının, uluslararası likidite pozisyonlarını pozitif yönde etkilediğini ve ülkelerin kalkınmasında faydalı olduğunu bulmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin, sermaye kontrollerini kaldırmaları, zamanında ve doğru bilgi vermeleri ve borsalarını iyileştirmek için uzun vadeli çaba sarf etmeleri gerektiğini belirtmiştir.

Kreicher 1981 yılında ABD ve üç Avrupa ülkesinin reel faiz oranları ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmanın sonucunda ise yabancı portföy yatırımı kararlarının döviz kuru, enflasyon ve reel faiz oranına karşı daha hassas ve duyarlı olduğu varsayımını savunduğunu bulmuştur.

Pain 1993 yılında çalışmasında, İngiltere’de yabancı portföy yatırımlarının artmasında etkili olan faktörleri araştırmıştır. Araştırmasında, yabancı portföy yatırımlarının üzerinde finansal serbestleşmenin ve beklenen getirilerin etkisini araştırmak için bir kontrol değişken belirleyerek ampirik bir inceleme yapılmıştır. Sonuç olarak, yabancı portföy yatırımları üzerinde finansal serbestleşmeye engel olan kısıtların önemli bir faktör olduğu belirlenmiştir.

Berennan ve Cao 1997 yılındaki çalışmalarında yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki bilgi farklılığına dayanan uluslararası portföy yatırım akış modeli geliştirmişlerdir. Model uygulamaları, ABD hisse senedi portföy akış verileri kullanılarak test edilmiştir. Yapılan analizler yerel yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre yerel piyasada bilgi avantajı sağladıklarında yüksek getirili yabancı varlıkları satın aldıklarını, getiri düştüğünde sattıklarını göstermiştir. Çalışmada elde edilen diğer bulgularda ise asimetric bilgi hipotezini destekler şekilde uluslararası portföy akışlarının yerel borsa endeksine göre hareket ettiği ve Amerika’nın gelişmekte olan ülkelere

portföy yatırım tutarlarının gecikmeli getirilerle ilişkili olduğudur. Bu bulgu Amerikan yatırımcılarının yabancı piyasalarda bilgi edinme konusunda dezavantajlı olduklarını göstermektedir.

Levine ve Zervos 1998 yılındaki çalışmalarında iki soruya cevap aramışlardır. Birincisi finansal liberalizasyondan sonra 16 tane gelişmekte olan ülkenin borsa büyüklüğünde, likiditesinde, volatilitesinde ve uluslararası piyasalara entegrasyonunda ne tür değişim yaşanmıştır? İkincisi uluslararası entegrasyon ile borsa büyüklüğü, likidite, volatilité, muhasebe standartları ve yatırımcıları korumaya yönelik düzenlemeler arasındaki ilişki nedir? Serbestleşme sonrasında hisse senedi piyasalarının daha oynak, daha entegre, daha likit ve daha çok büyüme eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada bunlara ek olarak yatırımcıların borsadaki firmalar hakkında bilgilere kolaylıkla ulaşmalarının da hisse senedi piyasasının gelişmesine katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Jaensubhakij 1998 yılında yapmış olduğu doktora tezinde 1980-1995 dönemini kapsayan gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki büyümeyi açıklayacak faktörleri özellikle de yabancı yatırımların serbestleşmesinin ve enflasyonun azalmasının yaratacağı etkiyi açıklamaya çalışmıştır. Çalışmanın sonucunda, döviz kuru belirsizliği yabancı yatırımcıların riskini artırarak hisse senedi piyasasının büyümesi için yabancı yatırımların serbestleşmesi faydasını sınırladığını belirterek enflasyonist koşullar altında nominal döviz kurunu korumanın yabancı yatırımcılar için riski artırabileceği tespit edilmiştir.

Liljebloom ve Loflund 2000 yılındaki araştırmalarında, Finlandiya borsasında portföy yatırımlarını belirleyen faktörler araştırılmıştır. Araştırmada yabancı sahiplik oranına göre işletmeye özgü veriler kullanılmıştır. Yabancı portföy yatırımları üzerinde işletmenin likidite, temettü verimi ve firma büyüklüğü gibi etkenlere ek olarak risk ve karlılığın da etkili olduğu bulunmuştur. Bunlara ek olarak yurtiçi ve yabancı ülke piyasaları arasında bilgi farklılığı olmadığı ve yabancı yatırımcıların performansları arasında da bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Freeman ve Bartels 2000 yılında beş güneydoğu Asya ülkelerinin(Bangkok, Jakarta, Kuala Lumpur, Manila ve Singapur) hisse senedi piyasasında aktif olarak faaliyet gösteren büyük yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırım

uygulamaları ve algılamalarını gösteren küresel bir anket yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda bu ülke hisse senedi piyasalarına yeteri kadar yabancı portföy yatırımı yapıldığı buna ek olarak bu piyasalarında yabancı kurumsal yatırımcılar ile daha olumlu bir şöhrete sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Demeritte 2000 yılındaki çalışmasında 1981-1986 döneminde Bahama ve Karayip bölgesindeki ülkeler için yabancı portföy yatırımları ile sermaye piyasalarının gelişimi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sermaye piyasasını temsilen Piyasa Değeri/GSYİH, İşlem Hacmi/GSYİH, İşlem Hacmi/Piyasa Değeri ve İşlem Gören Firma Sayısı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, finansal liberalizasyon sonrasında sermaye piyasasını temsil eden değişkenlerde artışlar meydana geldiği ve değişkenler arasındaki ilişkinin arttığı tespit edilmiştir.

Karolyi tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada Asya'da yaşanan finansal krizin yabancı yatırımcılar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Japonya'da toplam yabancı portföy yatırımlarındaki azalışın krizin piyasalar üzerindeki etkisini artırıp artırmadığı ya da pozitif geri bildirim davranışını yansıtıp yansıtmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın verileri Tokyo Borsasının haftalık kurumsal ve bireysel bazda yabancı yatırım rakamlarına dayanmaktadır. Yapılan analizler sonucunda, yabancıların krizden önce ve kriz esnasında pozitif geri bildirim ticareti yaptıklarını, bunun aksine Japon bankalarının, finansal kurumların ve yatırım şirketlerinin daha agresif yatırımcılar olduğunu göstermiştir. Çalışma sonucunda yabancı yatırımcıların kriz boyunca piyasanın istikrarını bozduklarına dair hiçbir kanıt elde edilememiştir.

Errunza 2001 yılında araştırmasında yabancı portföy yatırımlarıyla piyasa gelişimi, sermaye piyasalarının entegrasyonu, sermaye maliyeti ve piyasalar arasındaki ilişkinin etkilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi piyasasının gelişimi, sermaye piyasalarının entegrasyonu, sermaye maliyeti ve piyasalar arasındaki etkileşimin var olduğunu ortaya koymuştur.

Kim ve Wei 2002 yılındaki çalışmalarında yabancı portföy yatırımlarının kriz öncesi ve kriz anındaki davranışlarını araştırmışlardır. Aralık 1996 ve Haziran 1998 döneminde Kore Menkul Kıymet Borsası'ndaki yabancı yatırımcıların aylık piyasa pozisyonları veri olarak kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan örnekleme göre yabancıların Kore Borsasındaki ağırlıkları %15 civarında olduğundan dolayı yabancılar

Kore Borsasında etkin değillerdir. Bu çalışmada ortaya çıkan sonuç farklı durumda bulunan yatırımcıların tercihlerinin farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur. Bilgiye ulaşmada yaşanan farklılıklar sonucunda Kore’de şubesi bulunan yabancı yatırımcılar ile tamamen Kore dışından yatırım yapan yatırımcılar arasında yatırım tercihinde farklılık bulunmaktadır. Kore dışından yatırım yapan yatırımcılar Kore’de şubesi olan yabancı yatırımcılara göre daha fazla sürü davranışı sergilemektedir.

Dahlquist ve Robertsson 2002 yılındaki çalışmalarında 1993-1998 yılları arasında yabancı portföy yatırımları ile getiriler arasındaki ilişkiyi VAR modeli kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda net portföy alışlarının fiyatlardaki artışla ilişkili olduğu bulunmuştur. Ayrıca fiyatlardaki artışın etkisi ile firmadaki yabancı sahipliği arasında da güçlü bir ilişki olduğu ve yabancıların firmadaki paylarının artmasıyla fiyat üzerindeki etkilerinin daha güçlü hissedildiği sonucuna da varılmıştır.

Weiss ve Nikitin 2002 yılında yapmış oldukları çalışmalarında yabancı portföy yatırımlarının Çek Cumhuriyeti’ndeki yerel ticari firmaların hisse senetlerinin büyük bölümünü satın aldıklarında, bu firmaların performanslarındaki gelişmede ve yatırımlarında artmada deneyim kazandıklarını bunun aksine sahiplik türlerinde ve sahiplik ilişkilerinde performans veya yatırımları üzerindeki bağımsızlık etkilerini kaybettiklerini belirtmişlerdir. Büyük yabancı hissedarların karlılıklarındaki bu gelişmeler firmaların ücret veya istihdamı azaltmalarından kaynaklanmadığı anlaşılmıştır. Ayrıca birçok gelişmekte olan piyasada yabancılar tarafından alınabilecek hisse senedi oranını sınırlandıran düzenlemelerin var olduğu ve bu düzenlemelerin firmaların karlılıklarını ve yatırım oranlarının gelişmesinde önemli engeller olduğu belirtilmiştir.

Knill 2005 yılındaki çalışmasında küçük firmaların finansal yapıları üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisini incelemiştir. Çalışmada 53 ülkeden 187 binin üzerinde firmanın yıllık verileri kullanılmıştır. Çalışmada hem sermaye piyasaları hem de banka kredileri vasıtasıyla firmalara finansal açıklarını kapatmak için yabancı portföy yatırımlarının yardımcı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca mülkiyet haklarıyla ilgili düzenleme ve uygulamaların geliştiği ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının firmaların büyümesini artırdığı ve yabancı portföy yatırımlarına ilişkin sınırlamaların

kaldırılmasının küçük firmaların geleceği üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Baek 2006 yılındaki çalışmasında Asya ve Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen sermaye akımlarının belirlenmesinde itici ve çekici kuvvetlerin etkisini araştırmıştır. 1989-2002 döneminde 5 Latin Amerika ve 4 Asya ülkesinin çeyrek dönemlik verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Latin Amerika ülkelerine doğru yönelen yabancı portföyün dış faktörler tarafından itildiği anlaşılmıştır. Ayrıca Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen yabancı portföy yatırımının güçlü yerel ekonomik büyümenin çekiciliği yanında küresel finansal faktörlerin itmesi sonucu olduğu anlaşılmıştır. En dikkat çeken sonuç ise Asya ülkelerine yönelik gerçekleşen portföy yatırımının önemli nedenlerinden olan piyasa risk tutumunun Latin Amerika ülkelerine yönelik olan portföy yatırımlarında hiçbir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Pal 2006 yılındaki araştırmasında Hindistan'daki sanayi ve ekonomi üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda Hindistan'da yabancı portföy yatırımlarının ekonomiyi geliştirmediği bulunmuştur. Bunun üzerine Hindistan borsası üzerinde bir şüphecilik ve belirsizlik ortaya çıkmıştır. yabancı portföy piyasasında yaşanan dalgalanmalar, politika yapıcılar ile yöneticiler için bazı ciddi sorunlara sebep olduğu anlaşılmıştır.

Lin 2006'da 1997 Asya krizinin yabancı yatırımcılar ve yerel kurumsal yatırımcıların Tayvan hisse senedi piyasasındaki davranışları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada yabancı yatırımcıların ve yerel kurumsal yatırımcıların Tayvan hisse senedi piyasasında gerçekleştirdikleri günlük alım satım verileri kullanılmıştır. Veriler 31 Ağustos 1994 - 28 Ocak 2003 dönemini kapsamaktadır. Getiri ve satış değişimleri arasındaki ilişki zayıf, yabancı yatırımcılar için sonuçlar yerel kurumsal yatırımcılara göre daha güçlü sonuçlarına ulaşılmıştır.

Lay ve Wickramanayake 2007 yılında araştırmalarında, Singapur'da 1972 ve 1999 yılları arasında yabancı portföy yatırımları üzerinde döviz kurları ve faiz oranlarının etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda döviz kuru ve faizin yabancı portföy yatırımları üzerinde etkinin uzun dönemli olduğunu bulmuştur. Ayrıca GSYİH ve borsa ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişki ve ABD faiz oranı ile negatif yönlü ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Driessen ve Laeven 2007'de yaptıkları çalışmalarında uluslararası portföy çeşitlendirmesinin faydalarının ülkeler arasında nasıl farklılık gösterdiğini araştırmışlardır. 1985-2002 dönemindeki verilerle 52 ülkede yapılmıştır. Uluslararası yatırımın faydalarının gelişmekte olan ülkelerde bulunan yatırımcılar için çok fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcının kendi ülkesinin bulunduğu bölgenin yaptığı yatırımın faydasının daha fazla olduğu görülmüştür. Aynı zamanda yüksek ülke riski taşıyan ülkelere daha fazla kazanç elde edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada son 20 yılda yapılan çeşitlendirme ile sağlanan kazancın azalmakta olduğu görülmüştür.

Middleton, Fifield ve Power tarafından 2008 yılında yapılan çalışma Orta ve Doğu Avrupa'da yer alan 8 hisse senedi piyasasındaki çeşitlendirmenin olası faydalarını, Orta ve Doğu Avrupa hisse senedi getirilerinde ülke, sanayi ve zaman faktörünün önemini incelemektedir. 1998-2003 döneminde 6 yıllık periyotta Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Hırvatistan ve Letonya sermaye piyasalarındaki 187 hisse senedinin haftalık getiri verileri kullanılmıştır. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinden oluşan portföyün benzer şartlardaki Avrupa ve Dünya ülkelerine göre getiri ve risk olarak daha iyi performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ancak portföy çeşitlendirmesinin bu faydalarına rağmen çalışma bu bölgedeki yatırımcıların getiride yaşanabilecek değişimlere karşı dikkatli olması gerektiğini vurgulamaktadır.

Hearn ve Piesse 2010 yılında çalışmalarında çoğu gelişmekte olan ekonomide, hisse senedi piyasaları yatırım fonlarının önemli bir kaynağı olarak görülmekte olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca çoğu ülkede hem yabancı portföy yatırımlarının hem de doğrudan yabancı yatırımların kolaylaşmasının sonucunda bu piyasaların geliştiğinin görüldüğü ifade edilmektedir. Çalışmalarında Afrika'nın dört büyük piyasası olan Güney Amerika, Kenya, Mısır ve Morokko piyasalarındaki hisse senetleri maliyetleri tahmin edilmiştir. Analizde Üç Faktörlü Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, piyasanın büyüklüğü ve likiditesi, hisse senetlerinin değerinin ve maliyetinin tahmininde önemli bir faktör olmasına rağmen, piyasa büyüklüğünün likiditeden daha önemli olduğu anlaşılmıştır. Bunun yanında Morokko ve Mısır daha büyük hisse senedi maliyetlerine sahipken, en düşük maliyetli hisse senedi iki büyük uluslararası piyasa olan Londra ve Johannesburg piyasalarında görülmüştür.

Suzuki ve Tanimoto 2010 yılında çalışmalarında son yıllarda doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımlarındaki artışın ve sosyal sorumluluğun firmalarca kabullenmesindeki büyüyen ilginin Japon iş dünyasındaki en önemli iki konu olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarında Japon firmalarının sosyal sorumluluk kavramını kabullenmelerinin yabancı yatırımlarla ilgili olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda uluslararası firmalarla ilişkilerin derecesi, firma büyüklüğü ve belirli firma gruplarına üyeliğin sosyal sorumluluk kavramını firmaya yerleştirme ile pozitif yönde ilişkili olduğu anlaşılmıştır.

Wildmann 2011 yılında yaptığı çalışmada 2002-2007 döneminde aylık verileri kullanarak Alman bankalarının 30 gelişmekte olan ülke piyasasına yönelik yabancı portföy yatırımlarını incelemektedir. Çalışma sonucunda sermaye piyasası entegrasyonu ve verimliliğini açıklayan çeşitli göstergelerin Alman bankalarının yatırım kararlarını etkileyebileceğini görmüştür.

Chaudhry, Farooq ve Mustaq tarafından 2014 yılında yapılan çalışmada Pakistan'daki yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemeye çalışılmaktadır. Zaman serisi kullanılan çalışmada 1981-2012 dönemine ait yıllık veriler alınmıştır. Veriler Pakistan Devlet Bankası (Pakistan Ekonomisi İstatistik El Kitabı) ve

Dünya Kalkınma Göstergelerinden elde edilmiştir. Bu çalışmada En Küçük Kareler Yöntemiyle kısmi ayar otoregressif modeli kullanılmıştır. Net Portföy Yatırımları bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir. Piyasa değeri, ağırlıklı ortalama mevduat getirisi, ticari açıklık, geniş para, bir dönem gecikmeli bağımlı değişken ve Doğrudan Yabancı Yatırım bağımsız değişkenler olarak alınmıştır. Çalışma sonucunda, doğrudan yabancı yatırımların net portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilediği diğer tüm değişkenlerin ise net portföy yatırımları ile pozitif olarak ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Pakistan hükümeti finansal sektörünü terörizm ve etkilerinden korumalıdır.

Haider, Khan, Saddique ve Hashmi 2017 yılındaki çalışmalarında Çin'deki borsa performansı ve enflasyonun yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisinin araştırmaktadırlar. Bu amaçla, 2007 yılının ilk çeyreğinden 2015'in 4. çeyreğine kadar üç aylık dönem verileri kullanılmıştır. Net yabancı portföy yatırımlarına ilişkin veriler IMF'den alınmıştır. Zaman serisi olarak ADF ve VAR modeli kullanılmıştır. Durağanlık sonuçlarına dayanarak, otoregressif dağıtılmış gecikme modeli borsa

fiyatlarının ve enflasyonun FPI üzerindeki etkisini incelemek için kullanıldı. Sonuçlar, yabancı portföy yatırımlarının stokta önemli bir olumlu etki yarattığını fakat piyasa performansı, enflasyonun yabancı portföy yatırımları ile negatif ilişkili olduğunu göstermektedir. Çalışma aynı zamanda 2008'in Asya mali krizi ve 2015'in Şangay Kompozit Hisse Senedi Endeksi çöküşü gibi tarihsel olayların Çin'deki yabancı portföy yatırımlarını önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymaktadır. Yatırımcılar dış finans piyasalarına yatırım yaparken bu iki faktörü göz önünde bulundurmalıdır.

4.2.Türkiye’de Yapılmış Olan Çalışmalar

İMKB 1994 yılında yapmış olduğu çalışmada, 1989 ile 1994 yılları arasında yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Araştırma sonucunda ülke riski Türkiye’ye yapılan yabancı portföy yatırımlarını ülke riskinin etkilediği bulunmuştur. Ayrıca net portföy yatırımlarının, İMKB endeksi, hisse senedi alımları ve gecelik faiz oranlarıyla açıklanabileceği tespit edilmiştir.

Yüce 1997 yılındaki çalışmasında 32 sayılı karar ile 11 Ağustos 1989 tarihinden itibaren geçerli olan yabancı yatırımcıların İMKB’ye kote olan hisse senetlerine yatırım yapmasını ve aynı zamanda Türk yatırımcılarının yurtdışında piyasalarda yatırım yapmalarını engelleyen kararların ortadan kaldırılmasının hisse senedi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada 1 Ocak 1988 ve 31 Ağustos 1992 dönemini kapsayan 56 hisse senedine ait veriler kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, hisse senedi fiyat değişim oranlarının karar öncesi ve karar sonrası dönemde anlamlı bir değişikliğe uğramadığı fakat hisse senetlerinin çoğunluğunda varyansların anlamlı bir değişikliğe uğradığı görülmüştür.

Başoğlu 2000 yılındaki araştırmasında, portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki makro ekonomik değişkenler üzerinde oluşturduğu dengesizlikleri incelemiştir. Çalışma sonucunda; uluslararası portföy yatırımları ulusal faiz ve döviz kuru üzerindeki makro ekonomik istikrarı sağlamadığı ve fiyat mekanizmasının iyi işlemediği ekonomilerde büyüme, üretim ve istihdama yönelik iktisat politikalarını sınırlayıcı bir şekilde ortaya çıktığı görülmüştür. Bu çerçevede ulusal ekonomilerin kontrolsüz bir finansal serbestleşmeye gitmeden önce mutlaka makroekonomik istikrarı ve kalıcı büyümeyi gerçekleştirmeleri gerektiğini tespit etmişlerdir.

Balkan, Biçer ve Yeldan 2002 yılındaki çalışmalarında 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmada sadece yerel ve yabancı portföy yatırımları araştırılmış, 1992 ve 2002 dönemini kapsayan sermaye girişlerinin davranışını etkileyen makro ekonomik değişkenlerin belirlenmesinde zaman serisi analizi kullanılmıştır. Çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının sanayi üretim endeksi ile negatif yönlü ilişki, dışa açıklık, paranın gerçek değer getirisi, sermaye girişlerinin bir aylık gecikmeli değerleri ve borsa endeksi ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Darrat ve Benkato 2003 yılında çalışmalarında 1986 ve 2000 yıllarını kapsayan Türkiye' nin liberalleşmesinden sonra İMKB'nin gelişmiş piyasalara entegre olup olmadığını, olduysa ne derecede entegre olduğunu ve İMKB'nin diğer piyasalarla getiri ve oynaklık ilişkileri araştırılmıştır. Sonuç olarak, İMKB'nin diğer piyasalarla entegre olduğu anlaşılmıştır. Buna ek olarak İMKB'nin gelişmiş piyasalara göre daha oynak olmakla birlikte oynaklığının diğer piyasalarla bağlantılı olduğunu ilerleyen dönemlerde azaldığı sonucuna varılmıştır.

Somuncu ve Karan 2005 yılındaki çalışmalarında menkul kıymet ticareti yoğunluğu, olumlu geri bildirim işlemi ve toplu olarak hareket etme üzere yabancı portföy yatırımlarının sıklıkla yararlandıkları varsayılan üç temel yatırım davranışlarının İMKB'de geçerli olup olmadığını incelemiştir. 2001 ve 2004 yılını kapsayan çalışmada İMKB adına işlem yapan aracı kurumların ay sonu hisse senedi takas bakiyeleri kullanılmıştır. Sonuç olarak, İMKB'de yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre daha yoğun hisse senedi işlemi yaptıkları, yabancı yatırımcıların tüm dönem itibariyle olumsuz geri bildirim ticareti yaparken, yerli yatırımcıların tüm dönem için olumlu geri bildirim ticareti yaptıkları tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı yatırımcılar ile yerli yatırımcılar arasında sürü etkisi davranışı konusunda ayırt edici bir bulguya rastlanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

İşeri ve Aktaş 2005 yılındaki çalışmalarında İMKB'de portföy yatırımı olarak gerçekleşmiş olan sermaye hareketlerinin borsa endeksi üzerine etkisi araştırılmıştır. 1997 ve 2004 yılları arasında İMKB'de portföy yatırımı olarak oluşan sermaye hareketlerini borsa endeksi üzerindeki etkisi aylık ve yıllık olarak incelenmiştir.

Çalışma sonucunda, ilgili dönemde borsada düşüş yaşanırken yabancı yatırımcıların alım yaptıkları, borsada yükseliş varken ise yabancıların satış yaptıkları tespit edilmiştir.

Çetenak 2006 yılında yapmış olduğu çalışmasında, hisse senedi endeksi üzerinde yabancı portföy etkisini araştırmıştır. Araştırmada, İMKB’de işlem yapan yatırımcıların 1997:01 ve 2005:02 yılları arasındaki aylık verileri alınmıştır. Analiz VAR yöntemi kullanılarak ekonometrik olarak incelenmiştir. Veri setindeki İMKB-100 Getirisi ve Yabancı Portföy Yatırımları verilerini İMKB’den, Sanayi Üretim Endeksi verisini ise TCMB Veri dağıtım sisteminden almıştır. Çalışmada, hisse senedi getirisi üzerinde yabancı portföy ayırımlarının bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gürbüz 2006 yılında kısa vadeli sermaye girişinin, döviz kuru, faiz oranları, enflasyon oranları, özel kesim tüketim ve yatırım talebi gibi makroekonomik göstergeler üzerine etkilerini araştırmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişinin tüketim ve yatırım kararlarını olumlu, çıkışlarının ise olumsuz etkilediği anlaşılmıştır. Ayrıca yabancı çıkışlarının yatırım ortamını olumsuz etkilemesi nedeniyle ülkenin GSYİH düzeyinde önemli ölçüde düşüşe sebep olmuştur. Diğer taraftan, kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmanın, gecelik reel faiz üzerinde etkisi de olduğu tespit edilmiştir. Döviz kuru üzerinde yaptığı etkiye bakıldığında ise, sermaye girişlerinin yerel para birimine değer kazandırdığı, çıkışlarının ise değer kaybettirdiği anlaşılmıştır. Enflasyon oranlarının da reel döviz kuruyla beraber hareket ettiğini savunan çalışmasında, yerel paranın değer kazandığı dönemlerde enflasyon oranlarının düştüğü görülmüştür.

Akar 2006 yılında çalışmasında İMKB’de İMKB-100 endeksi fiyatlarıyla net yabancı işlem hacmi arasındaki nedenselliğe bakmıştır. Yabancı işlemleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik araştırılmıştır. Toda-Yamamoto nedensellik analizi yapılan çalışmada, Ocak 1997 ve Eylül 2005 dönemi aylık İMKB-100 kapanış değerleri ve yabancı işlem hacmi verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, iki yönlü nedensellik bulunmuş fakat endeks fiyatından net yabancı işlem hacmine doğru daha güçlü bir nedensellik bulunmuştur. Bu sonuca göre yabancı işlemlerinin hisse senedi fiyatlarını takip ettiği düşüncesine varılmıştır.

Pazarlıoğlu ve Gülay 2007 yılındaki çalışmalarında ülkemize yapılan net yabancı sermaye yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisini incelemektedir. Bu doğrultuda, 1992 yılının birinci çeyreği ile 2005 yılının dördüncü çeyreğini kapsayan

dönem için net yabancı portföy yatırımlarının durumunu açıklayan model oluşturulmuştur. Bu çalışma sonucunda, reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi destekleyen bulgulara ulaşılmış ve yapılan analizde reel faiz oranının üç gecikmeli değeri ile net yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir .

Kökocak ve Aslan 2007 yılında yabancı sermaye yatırımlarının sermaye birikimi üzerine etkilerini 1980 ve 2005 dönemini kapsayan veriler için, birim kök analizi, regresyon analizi ve VAR analizi yaparak incelemişler. Veri seti oluşturan değişkenler yabancı sermaye yatırımları ve sermaye birikimidir. Bu değişkenleri Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) ve OECD'den alınmıştır. Bu dönemde yabancı sermaye yatırımlarının sermaye birikimini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Yapılan regresyon analizinde sermaye birikimi ile yabancı sermaye yatırımları arasında doğrusal bir ilişkinin olduğu ve granger nedensellik testi ile de yabancı yatırımlar ile sermaye birikimi arasında nedensellik bulunduğu anlaşılmıştır.

Aydın 2008 yılında portföy yatırımcılarının uluslararası çeşitlendirme yapmaları beklenirken birçok yatırımcının portföyünü yerel varlıklardan tercih ettiğini belirtmiştir. Yerel tercihin yerel varlıklar üzerine olması literatürde “ equity home bias” olarak tanımlanır. Türkçe karşılığı “ portföy yatırımlarında yerel sapma”dır. Çalışmada Türkiye’de yerleşik yatırımcıların portföy yatırımlarında yerel sapma varlığını, gerçekleşen yabancı varlık oranları ile finans teorisinin önerdiği optimal oranların karşılaştırılması yapılmıştır. Bu amaçla Türkiye’de yerleşik yatırımcıların 2001 ve 2007 yılları arasında gerçekleştirdikleri portföy yatırımlarında yerel sapma Markowitz Ortalama-Varyans Modeli ile ICAPM kullanılarak araştırma yapılmıştır. Çalışma sonucunda, Türkiye’de yerleşik yatırımcıların portföy yatırımlarında yüksek düzeyde yerel sapma bulunmuştur. Türkiye’de yerleşik yatırımcılar uluslararası portföy yatırımlarının potansiyel faydalarına rağmen, portföylerinde bu yatırımları tercih etmemişlerdir.

Korkmaz ve Birkan 2008 yılında çalışmalarında küreselleşme ve teknolojik ilerlemeler sonucunda ekonomik entegrasyonun artmasına rağmen uluslararası çeşitlendirmede, gelişmekte olan ülkelerin yatırımcılara kayda değer bir çeşitlendirme faydası sunup sunmadığı incelenmektedir. Markowitz ortalama varyans modeline göre

uluslararası çeşitlendirilmiş portföyler oluşturulmuştur. Markowitz ortalama varyans modeli ile oluşturulan uluslararası portföylerin performans değerlemesi yapılmış ve Riske Maruz Değerleri hesaplanarak çeşitlendirmeden elde edilen tasarruflar sayısal olarak ifade edilmiştir.

Kandır 2008 yılında, araştırmasında yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım tercihlerinin tespit etmeye çalışmıştır. 2000 ve 2004 yılları arasını kapsayan çalışmasında, Türkiye'nin en büyük ve ikinci büyük 500 işletmesine ilişkin verilerden yararlanılmıştır. Araştırmada, çapraz kesit ve portföy regresyon analizleri ile inceleme yapılmıştır. Araştırmada, Türkiye'de yatırım kararlarını büyük oranda şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirlerinin etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Öztekin ve Erataş 2009 yılında çalışmasında, reel faiz oranları ile portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi Türkiye bazında incelemiştir. 1990 ve 2008 yılları arasındaki yıllık veriler kullanılan çalışmada, faiz oranları ile portföy yatırımları arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Kısa dönemli ilişkiye göre ise reel faiz oranları ile net portföy yatırımları dengesizlik uzun dönemde dalgalanarak düzeltilmekte olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak, yabancı portföy yatırımları üzerinde reel faiz oranlarının etkisinin önemli olduğu anlaşılmıştır.

Baklacı 2009 yılında “Hisse senedi getirileri ve yabancı yatırımcı işlemleri birbirini etkilemekte midir?” sorusunun yanıtını almak için yaptığı çalışmada % 10 anlamlılık düzeyinde yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir etki ve nedensellik olduğu belirtilmiştir. 14 tanesi İMKB-100 endeksinde işlem gören hisselerden olmak üzere 20 tane hisse senedi seçilmiştir ve bu hisselerin yabancı yatırım verilerini ve getirilerini değişken kabul ederek VAR analizi yapılmıştır. Hisse senetlerinin büyük bir kısmında yabancı yatırımcıların önceki ay elde ettiği getirilerin mevcut aydaki işlemleri üzerinde anlamlı bir etki yarattığı anlaşılmıştır. Her hisse senedi ve piyasa analizlerinden yabancı yatırımcıların hisse senedi getirilerine göre işlem stratejilerini belirlediği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan yabancı yatırım işlemleri de hisse senedi getirileri üzerinde etkili olması ve fiyat baskısı oluşturması da diğer elde edilen bulgulardır. Ayrıca yabancı yatırımcıların sıklıkla pozisyon değiştirdiğini ve bu durumun İMKB-30 ve İMKB-100 endeks getirilerini etkilediği

düşüncesini oluşturmuştur. Pozisyon değişikliğinin bu kadar sık olması da İMKB’de vergi uygulamaları ve çıkış engelleri olmamasıyla ilişkilendirilmiştir.

Vural 2009 yılındaki çalışmasında Türkiye’ye yönelen portföy yatırımları ve olası belirleyicileri arasındaki etkileşimi incelemektedir. Çalışmada 1992(1) ve 2008(12) döneminde Türkiye’ye yönelen portföy hareketlerini, İMKB-100 bileşik endeks getirisi, cari işlemler açığı, sanayi üretim endeksi ve ABD tahvil faiz oranları ile etkileşimi VAR modeli ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda, Türkiye’deki portföy yatırımları İMKB-100 bileşik endeks getirilerinden incelenen dönemde etkilenmediği, cari işlemler açığındaki artma ya da azalmaların portföy yatırımlarının oynaklığı artıran bir etkisi olduğu, ABD tahvil faiz oranı getirisinin düşmesinin Türkiye’ye yönelen portföy yatırımlarının miktarında bir dönem gecikmeyle artışa neden olduğu ve portföy yatırımlarının üretim endeksi üzerinde belirli bir dönemin sonuna kadar artırıcı ya da azaltıcı etkisi olduğu bulunmuştur.

Vergil ve Karaca 2010 yılında çalışmalarında yabancı sermaye hareketlerinin türlerini de dikkate alarak doğrudan yabancı yatırımları, yabancı portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerini de analiz dahil etmişlerdir. 1980 ve 2005 dönemi için yapılan panel veri analizinde, yabancı portföy yatırımlarının ile doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyüme üzerine pozitif bir katkısı varken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin negatif yönde etkisi olmuştur. Bu doğrultuda özellikle düşük gelirli ülkeler için büyüme hedeflerine ulaşmak için doğrudan yabancı yatırımlara ve yabancı portföy yatırımlarına ağırlık verilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Sarılı 2010 yılındaki tez çalışmasında Türkiye’de Aralık 2005 ve Haziran 2009 dönemleri arasında yapılan yabancı portföy yatırımlarının ekonomik göstergeler üzerindeki etkisini incelemektedir. Çalışmada kullanılan veriler; Net Sermaye = Dolaylı Yabancı Sermaye Girişi - Dolaylı Yabancı Sermaye Çıkışı, Dolar Kuru= Dolar Alış Kuru, A Tipi Değişken Fon Fiyatı, İMKB-100 Endeksidir. Yabancı portföy yatırımlarının makro ekonomik göstergeler ve İMKB-100 endeksi üzerindeki etkisini ekonometrik analiz yoluyla açıklarken zaman serisi analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı portföy yatırımları ile dolar kuru, faiz oranı, İMKB -100 endeksi, fon fiyatları arasında yüksek bir ilişki bulunmaktadır. Değişkenler arasında kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Eş bütünleşme analizi ile

değişkenlerin uzun dönemde dengeye gelip gelmeyeceği araştırılmıştır. Yabancı portföy yatırımları ile diğer değişkenlerin eş bütünleşen olup olmadıkları incelenmiş ve faiz, A tipi fon fiyatları, dolar kuru değişkenlerinin kümülatif net sermaye miktarı ile eş bütünleşen oldukları görülmüştür. Bu durum yabancı sermaye miktarı ile bu değişkenler arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak ekonomik göstergelerin kısa ve uzun dönemde de yabancı portföy yatırımlarından etkilendikleri tespit edilmiştir.

Gümüş 2010 yılındaki çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının İMKB üzerindeki etkisini incelemiştir. 1997 ve 2007 dönemine ait verileri ile İMKB-100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve piyasa değeri göstergeleri yabancı portföy alış ve satış tutarları ile karşılaştırılmıştır. Analizde eş bütünleşme ve nedensellik testi kullanılmıştır. Sonuç olarak, yabancı yatırımcıların alışları ile satışlarının, işlem hacmi İMKB-100 endeksi ve piyasa değeri üzerinde uzun dönemde bir etkinin olduğu ve yabancı yatırımcıların alışlarının endeksi pozitif olarak etkilediği, yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerini satmalarının ise endeksi negatif yönde etkilediği görülmüştür .

Kaya 2011 yılındaki doktora çalışmasında Türkiye’de yüksek değerlere ulaşan portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek ve bu yatırımların menkul kıymetler piyasasına etkisini incelemektedir. Çalışmada kullanılan veri seti YPY’nin belirleyicilerinin tespiti amacıyla İMKB’den hisse senedi alış ve satışı yapan yabancı yatırımcıların aylık alım satım değerleri ayrı ayrı bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır. Bağımsız değişkenler olarak bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değerleri, Dış Ticaret Dengesi, ABD Doları Faizi, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, ABD \$ Kuru, Döviz Rezervi, Ödemeler Dengesi, Tüketici Fiyat Endeksi, Ticari Açık [(ihracat + ithalat) * 100 / GSMH]290, Finansal Açık [(Net uluslararası sermaye girişi + uluslararası sermaye çıkışı) * 100 / GSYİH]291, İMKB 100 Endeksi, Türkiye’nin Ekonomik Riski, Finansal Riski ve Politik Riski aylık verileri kullanılmıştır. Çalışmada yararlanılan veriler, International Country Risk Guide, İMKB, Merkez Bankası ’nin resmi web sitesinden alınmıştır. Çalışmada 1998(01) ve 2010(12) dönemini kapsayan aylık veriler kullanılarak regresyon, eşbütünleşme ile granger nedensellik testi uygulanmıştır. Sonuç olarak, yabancı yatırımcıların önceki dönem alış ve satış tutarları, İMKB-100 endeksi ve GSYİH değişkenlerinin yabancı yatırımcıların alış ve satış kararları üzerinde en fazla etkili değişkenler olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı portföy yatırımlarının menkul

kıymetler piyasasına etkisinin incelendiği analiz sonuçlarına göre, söz konusu alış ve satışlar, İMKB-30, İMKB-50, İMKB-100 endeksleri, İMKB piyasa değeri ve İMKB işlem hacmi değişkenlerini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

Okuyan ve Erbaykal 2011 yılındaki İMKB’de yabancı işlemleri ve hisse senedi getirileri ilişkisi adlı çalışmalarında, İMKB hisse senedi piyasasında yabancılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini taban genişletme(base broadening) hipotezine göre incelemiştir. Ocak 1997 ile Aralık 2009 döneminde İMKB tüm endeksinde yabancı işlemlerinin aylık toplam işlem hacminin İMKB tüm endeksinin aylık toplam işlem hacmine oranı ve İMKB tüm endeksinin kapanış fiyatlarının logaritmik değerleri kullanılmıştır. İki değişken arasındaki eşbütünlük ilişkisi Sınır testi ve ARDL modelleri yardımıyla analiz edilmiştir. Sonuç olarak, yabancı işlem hacmi ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemde pozitif ilişki tespit edilmiş ancak bu ilişkinin kısa dönemde anlamlı olmadığı görülmüştür. Buna göre çalışmada İMKB’de taban genişletme hipotezinin uzun dönemde geçerli olduğu tespit edilmiştir.

Sayılğan ve Süslü 2011 yılındaki çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi getirileri üzerinde makroekonomik değişkenlerin etkisini incelemektedirler. Araştırma, gelişmekte olan Türkiye’de dâhil 11 ülke için yapılmıştır ve 1999 – 2006 yılları arasındaki üçer aylık verilerden yararlanılmıştır. faiz oranları, döviz kuru ve Standart and Poors 500 birleşik endeksi ve hisse senedi getirileri, Datastream veri tabanından, enflasyon oranı ve para arzı değişkenlerine ait veriler de IMF Uluslararası Finansal İstatistik veri tabanından, ülkelerin GSYİH’leri ve petrol fiyatlarına ait veriler Global Financial Data veri tabanından elde edilmiştir. Araştırmada, bağımlı değişken olarak hisse senedi getirileri, bağımsız değişken değişken olarak ise diğer yedi değişken kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, enflasyon oranı, döviz kuru ve Standart and Poors 500 endeksinin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Ancak diğer değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Elmas 2011 yılında yaptığı çalışmada İMKB’de hesaplanan endekslerin artış veya azalışlarında yabancı payında görülen bir değişimin (artış-azalış) etkisinin olup olmadığı, şayet yabancı payının endeksler üzerinde bir etkisi varsa bu etkinin tespit

edilmesi üzerinde durmuşlardır. Çalışmada İMKB’de yabancı payı ve İMKB’de hesaplanan 12 endeks değişkeni veri seti olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı yatırımcı hareketlerinin genel olarak İMKB-100 ve diğer endekslerin artış veya azalış hareketini başlatan olmadıkları, aksine yabancı yatırımcıların İMKB-100 ve diğer endekslerdeki hareketi takip ederek yatırımlarını artırdıkları ya da azalttıkları tespit edilmiştir.

Yıldız 2012 yılındaki çalışmasında Türkiye için yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ve bu faktörlerin belirlenmesi üzerine bir inceleme yapmıştır. Bunun için 1999-2009 dönemi boyunca rezerv, GSYİH, cari denge, büyüme hızı, Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS), enflasyon oranı, İMKB getiri oranı, kriz(2001-2008), ABD faiz, Dowjones sanayi endeksi, gelişmiş ülkelerin büyüme hızı değişkenleri ile portföy yatırımları arasındaki ilişki çoklu regresyon kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Yalnız orijinal değerlerle yapılan analizde çoklu regresyon sorunu ile karşılaşmış ve bu sorun faktör analizi ile çözülmüştür. Çalışmanın sonucunda, enflasyon ve büyüme hızı ile İMKB ve Dowjones endeksi etkili bulunmuştur.

Gümüş, Duru ve Güngör 2013 yılındaki çalışmalarında yabancı portföy yatırımları ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi 2006:12 – 2011:12 dönemindeki verileri aylık olarak kullanarak araştırmışlardır. Tüm değişkenler yabancı portföy yatırımları değişkeni hariç TCMB veri tabanından alınmıştır. Yabancı portföy yatırımları ise Merkezi Kayıt Kuruluşundan elde edilmiştir. Çalışmada VAR Granger Nedensellik analizi, Varyans Ayrıştırma Testi ve Dürtü yanıtı testleri yapılmıştır. Granger nedensellik testine göre yabancı portföy yatırımları Borsa İstanbul fiyat endeksi ve döviz kurunu etkilemektedir. Sadece sanayi üretim endeksi yabancı portföy yatırımlarını etkilemektedir. Varyans ayrıştırması da aynı sonucu vererek Borsa İstanbul fiyat endeksi ve döviz kurundaki değişmelerin yabancı portföy yatırımlarından kaynaklandığını göstermektedir. Diğer tüm değişkenlerdeki değişimler kendi şoklarından kaynaklanmaktadır.

Karahan ve İpek 2013 yılında yapmış oldukları çalışmalarında, Türkiye ekonomisinin 1989 ve 2011 yılları arasındaki veriler analiz edilerek ülkeye yönelen yabancı sermaye akımlarının gelişimi hacimsel ve kompozisyonel olarak değerlendirilmiştir. Türkiye ekonomisi finansal serbestleşme sürecini tamamladığı 1989

yılından itibaren yüksek miktarda yabancı sermayeye ev sahipliği yaptığı görülmüş. Ancak Türkiye ekonomisinde her kriz sürecine paralel olarak sermaye akımlarında dalgalanmalar yaşanmıştır. Türkiye ekonomisi, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekme konusunda yeterli başarıyı sağlayamadığı görülmüştür. Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırımlardan aldığı pay 1994-2004'te %1'i aşmamış, 2006 yılında ise en fazla %6 olmuştur. Portföy yatırımları ve diğer yatırımların ise bu süreçte oldukça oynak ve dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür. Bu tür finansal sermaye akımları Türkiye ekonomisinin krizlere karşı kırılganlığını arttırmaktadır. Özellikle portföy yatırımları ve diğer yatırımlar dalgalanma aralığının oldukça geniş olması nedeniyle istikrarsız ve ekonomide kırılganlık artırıcı niteliklere sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Özcan 2013 yılında çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a etkisini araştırmıştır. Veri seti değişkenleri olarak Yabancı Portföy Yatırımları Alış Değişim Oranı, Yabancı Portföy Yatırımları Satış Değişim Oranı, Yabancı Portföy Yatırımları Net Alım Değişim Oranı, Yabancı Portföy Yatırımları İşlem Hacmi Değişim Oranı, BIST 100 Endeksi Getirisi, BIST Tüm Endeksi Getirisi, BIST İşlem Hacmi Değişim Oranı ve BIST'te İşlem Gören Firmaların Piyasa Değeri Değişim Oranı kullanılmıştır. 1997(02) ile 2013(04) dönemine ait aylık BIST-100, BIST-TUM ve BIST işlem hacmi verileri kullanılarak eşbütünleşme, hata düzeltme ve granger nedensellik analizleri yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı portföy yatırımları ile BIST-100, BIST-TUM ve BIST işlem hacmi ve piyasa değeri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Eşbütünleşme analizi sonrasında yapılan hata düzeltme modellerinin büyük çoğunluğunun çalıştığı görülmektedir. Nedensellik sonucuna göre ise yabancı portföy satış ve BIST işlem hacmi arasında ve yabancı portföy yatırımları işlem hacmi ile BIST-100 ve BIT-TUM endeksleri arasında karşılıklı nedensellik bulunmuştur.

Direkçi ve Kaygusuz 2013 yılındaki çalışmalarında Türkiye'de 1990:1-2012:4 arası dönemde yaşanan kısa vadeli sermaye akımlarının, ulusal makroekonomik değişkenlerden, cari açık, faiz oranı, enflasyon oranı ve milli gelir ile olan etkileşimi analiz edilmiştir. Uygulanan değişkenlere ait zaman serileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) ve Hazine Müsteşarlığından elde edilmiştir. Bu analiz için ARDL sınır testi kullanılmıştır. Bu test sonucunda kısa vadeli sermaye akımlarının bağımlı değişken olduğu model istatistiksel olarak anlamlı

çıkmiştir. Ayrıca reel döviz kuru ve enflasyon oranından kısa vadeli sermaye akımlarına doğru hem uzun hem de kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Duru 2013 yılındaki çalışmasında 2006:12 – 2011:12 arasında 1 ve temel makroekonomik faktörleri ile İMKB'deki yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Makroekonomik değişkenler olarak Türkiye'deki cari denge, bütçe dengesi, sanayi üretim endeksi, Türk Lirası ve Amerikan doları arasındaki kur, TÜFE, İMKB-100 endeksi, bankalar arası aylık ortalama faiz oranı kullanılmıştır. Araştırmada, otokorelasyon, ADF and PP Testleri, Var Granger Nedensellik Testleri, Etki- Tepki Fonksiyonları, Varyans Ayrıştırması yöntemlerinden yararlanılmıştır. Tüm bu testler sonucunda, İMKB-100 endeksini, yabancı portföy yatırımları pozitif olarak etkilemiştir, Türk Lirası ve Amerikan Doları arasındaki kur dengesini de yabancı portföy yatırımları negatif olarak etkilediği tespit edilmiştir. Fakat tüm değişkenler, yabancı portföy yatırımlarına etki etmemiştir.

Gündoğdu 2014 yılında çalışmasında Ocak 1998 ve Nisan 2013 dönemi için üç aylık veriler kullanılarak ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını ve iki değişken arasında bir nedensellik olup olmadığını araştırmaktadır. Gayri Safi Yurt içi Hasıla verileri (Harcamalar cinsinden istatistiki hata çıkarıldıktan sonra)'nin 1987:Q1-1997Q4 arası veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nin arşivinden elde edilmiştir. 1998-1-2014-2 arası veriler Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı Temel Ekonomik Göstergeler Arşivinden elde edilmiştir. Portföy yatırımları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Genel İstatistikler, Ödemeler Dengesi Ayrıntılı Sunum (5. El kitabı), Finans Hesabı II-B.2 serisinden elde \$ olarak elde edilmiştir. Döviz kuru, 08.11.2014 tarihi itibarı ile döviz kuru satış olarak 1\$=2.2719 olarak alınmış ve portföy yatırımları TL cinsine dönüştürülmüştür. Çalışmanın sonucunda, ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ifade eden eşbütünleşme vektörü elde edilmiştir. Portföy yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif yönlü olarak etkilemektedir. Ancak VAR modeline bağlı olarak hata düzeltme modelinden elde edilen hata terimi pozitif olarak elde edilmiştir. Bu da hata düzeltme mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir. Granger nedensellik testine göre ise portföy büyümenin nedenseli iken büyüme portföyün nedenseli değildir. Portföyün GSYİH'nın nedenseli

olması bize Türkiye’de gerçekleşen büyümenin reel sektörden değilde portföy yatırımlarından yani sıcak para girişinden kaynaklandığını göstermektedir.

Karpuz ve Kızıltan 2014 yılındaki çalışmalarında, reel döviz kuru ile Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli yabancı yatırımlar arasında nedensellik ilişkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Veriler TCMB web sitesinden aylık olarak 2003:01 – 2014:03 dönemi için elde edilmiştir. Reel efektif döviz kurlarının hesaplanmasında fiyat şişkinliklerini temsilen birinci olarak birim işgücü maliyetleri, ikinci olarak tüketici fiyatları ve üçüncü olarak üretici fiyatları baz alınmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise aynı kaynağın “Ödemeler Bilançosu Analitik Sunum” içerisindeki Portföy Hesabı ve Diğer Yatırımların toplamından oluşmaktadır. Bu çalışma göstermiştir ki; 2003:01 – 2014:03 verileri esas alınırda Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasında çift yönlü ve anlamlı bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu çift yönlü ilişkinin kırılması hem reel kurlarda istikrar hem de kısa vadeli spekülasyon yatırımların yabancılar açısından cazip olmaktan çıkarılmasına bağlıdır. Ekonominin genel yapısı kısa vadeli istikrarsızlıkları tek başına önlemeye müsait değildir. Asıl sorunun yapısal dönüşümün ekonominin iç dinamikleriyle, eksik olan sermaye faktörünü tamamlanma becerisine kavuşturacak önlemlerin alınması gerektiği şeklinde ifade edilebilir.

Keskin 2014 yılında yapmış olduğu tezinde yabancı portföy yatırımlarının makroekonomik parametreler ve BIST üzerine etkisini incelemektedir. Çalışmada veri seti olarak Yabancıların BIST’te yaptığı alımlar, Yabancıların BIST’te yaptığı satımlar, Yabancıların BIST toplam işlemleri, BIST Ulusal-100 Endeks Kapanışları, BIST Ulusal-100 Endeks Getirileri, Reel Efektif Döviz Kuru, TÜFE ve Mevduat Faiz Oranları kullanılmıştır. “ Ülkemize yönelen yatırımlar olumlu ekonomik koşullarda BIST’deki yatırımları artırırken kriz dönemlerinde ise azalma gözlenmektedir” hipotezi çerçevesinde Ocak 2003 ve Mayıs 2014 dönemleri baz alınarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak, borsada yaptıkları alım-satım işlemleriyle endeks üzerinde değişim yaratan yabancı portföy yatırımları, finans piyasalarının işlerliği ve düzenliliği açısından yakından takip edilmesi gereken bir olgudur. Kar iştahı ile hareket eden yabancı yatırımcılar, olumsuz ekonomik koşullarda piyasayı bir anda terk edebilmektedirler. Bu haliyle yabancı portföy yatırımlarının piyasada volatiliteleri ve kırılabilirliği artırıcı yönü önemli düzeydedir.

Genç 2015 yılındaki çalışmasında, Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen temel makroekonomik değişkenleri tespit etmek ve yabancı sermaye ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Çalışmada veri seti olarak YPY, DYY, BIST-100 endeksi, döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, GSYİH, faiz oranı, ticari açıklık, finansal açıklık ve birim işçi maliyeti kullanılmıştır. Bu değişkenler Nisan 1991 ve Mart 2014 yılları arasındaki üç aylık verilerden meydana gelmektedir. YPY, DYY, faiz oranı, döviz kuru, BIST-100 değişkenleri TCMB EVDS web sitesinden elde edilmiştir. Tüketici Fiyat endeksi değişkeni, IMF web sitesinden elde edilirken, GSYİH, Birim işçi maliyeti, Ticari açıklık değişkenleri <http://stats.oecd.org/> web sitesinden elde edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörler Maki(2012) çoklu yapısal kırılma testi ve dinamik EKK ile, yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ise ARDL sınır testi ile incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörler, ticari açıklık, birim işçi maliyeti, GSYİH ve enflasyon oranları olarak bulunmuş ve bu değişkenlerden enflasyon oranı DYY girişlerini negatif yönde etkilemekte, diğer değişkenler pozitif olarak etkilediği tespit edilmiştir. BIST-100 endeksi, GSYİH, finansal açıklığın ve faiz oranının kısa dönemde yabancı portföy yatırımları girişlerini pozitif olarak etkilediği, uzun dönemde ise BIST-100 getiri endeksi YPY girişlerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Çöldemli 2015 yılındaki çalışmasında, cari işlemler dengesi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada 2003-2013 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmış olup bu veriler TCMB EVDS’den elde edilmiştir. Çalışmada ADF ve Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda, nedensellik testine göre, YPY’lerden cari işlemler dengesine doğru nedenselliğin var olduğu, fakat cari işlemler dengesinden YPY’lere doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

Arslan ve Çiçek 2017 yılındaki çalışmalarında, Türkiye’de 2006:01 – 2016:04 yılları arasındaki reel döviz kuru ile yabancı portföy yatırımları karşılıklı ilişkiyi ölçmüşlerdir. Çalışmada, reel döviz kuru ve yurt içi faiz oranı değişkenlerine ait çeyrek dönemlik serilerden faydalanılmıştır. Kullanılan veri seti TCMB EVDS’den alınmıştır. Yapılan etki-tepki analizi sonucuna göre, YPY’lerde oluşan bir şokun, döviz kurunu çok az düzeyde negatif olarak, reel döviz kurunda oluşan şokun ise YPY’leri pozitif olarak

etkilediği tespit edilmiştir. Sonuç olarak, reel döviz kuruna etkileyen en önemli değişkenin YPY olduğu anlaşılmıştır.

Özcan 2018 yılını yapmış olduğu çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının 2005-2015 yılları arasında BIST üzerindeki etkisini incelemektedir. Bu bağlamda yabancı portföy yatırımlarının bu dönemler arasındaki BIST'ın ortalama getirisine, işlem hacmine, hisse senetlerinin fiyatlarına, BIST'ın piyasa değerine ve BIST'deki halka arzlara etkisi incelenmiştir. Sonuç olarak, 2005-2015 yılları arasında yabancı portföy yatırımları BIST üzerinde işlem hacmi, piyasa kapitalizasyonu, derinliği, tanınırlığı, piyasa değeri, halka arz değerleri ve halka arz edilen şirket sayıları, BIST bazında olmasa bile hisse senedi bazında getirileri ve fiyatlarında etki ederek BIST'ın mali olarak büyümesine katkı sağladığı tespit edilmiştir.

Şenol ve Koç 2018 yılındaki çalışmalarında 2006:01-2016:04 dönemine ait çeyrek veriler kullanılarak yabancı portföy yatırımlarını etkileyebilecek makroekonomik değişkenler ve borsa endeksleri VAR yöntemiyle incelenmiştir. Veriler EconStats, TCMB, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve BIST'ten alınmıştır. Çalışma sonucunda yabancı portföy yatırımları girişi, makroekonomik değişkenler, Euro bölgesi ve ABD faiz oranları ve S&P500 endeksi arasında uzun dönemli ilişkilerin bulunduğu görülmüştür. Etki tepki grafiklerinde yabancı portföy yatırımlarından, BIST-100 endeksine, faiz oranına ve döviz kuruna tepki gösterdiği görülürken, BIST-100 endeksinden ve döviz kurundan yabancı portföy yatırımlarına tepki olduğu anlaşılmıştır. Varyans ayrıştırmasında ise yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen değişimlerin, döviz kuru, BIST ve faiz oranı tarafından açıklandığı, buna karşılık BIST-100 ve döviz kurunda meydana gelen değişimlerin, Türkiye'ye gelen portföy yatırımları tarafından açıklandığı tespit edilmiştir. Yani iki analiz sonucu da birbirini desteklemektedir.

Özer 2018 yılındaki çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının BIST 100 endeks getirileri üzerinde etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada 2002:01-2018:09 tarihleri arasında BIST 100 endeks verileri ve yabancı portföy yatırımlarına ait aylık veri seti kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ticari kredi faizi ve Amerikan Doları kullanılmıştır. Eş bütünleşme testi ile BIST 100 ve yabancı portföy yatırımlarının uzun dönemde birlikte hareket ettikleri tespit edilmiştir. Ancak Granger nedensellik testi ile iki değişken arasında nedensellik bulunamamıştır. Varyans ayrıştırma testinde ise

BIST 100 endeks getirilerinin üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisinin mevcut olduğu ancak etki ağırlığının kur değişkeni etkisine göre az olduğu anlaşılmıştır.

Baydaş ve Polat 2018'deki çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının BIST 100 endeksine etkisini araştırmıştır. Değişkenlere ait veriler TCMB sitesinden sağlanmıştır. 2010:01 - 2018:01 dönemine ait aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak BIST 100 endeksi kapanış verileri, bağımsız değişken olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının toplamı kullanılmıştır. Öncelikle değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisini belirlemek için ARDL sınır testi uygulanmış ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı anlaşılmıştır. Daha sonra değişkenler arasında granger nedensellik testi ile nedensellik ilişkisi olmadığı anlaşılmıştır. Dolayısıyla çalışma sonucunda yabancı yatırımcıların yaptıkları işlemler, BIST 100 endeksi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı söylenebilir.

Tablo 3. Yabancı Portföy Yatırımlarına Yönelik Literatür Özeti

| Yazar(lar) | Dönem- Ülke- Amaç | Değişkenler | Yöntem | Sonuç |
|-------------------|---|---|--|---|
| Akar (2006) | Türkiye (1997-2005) Amaç; İMKB-100 endeks fiyatlarıyla net yabancı işlem hacmi arasındaki nedenselliği incelemektir. | İMKB-100 Kapanış ve yabancı alış ve satış işlem hacmi | ADF, PP Toda- Yamamoto Nedensellik Testi | Elde edilen sonuçlar iki yönlü nedenselliği işaret etmekle beraber, endeks fiyatından net yabancı işlem hacmine doğru istatistiksel olarak daha güçlü bir nedensellik olduğunu göstermektedir. |
| Çetenak (2006) | Türkiye (1997-2005) Amaç; Yabancı portföy yatırımlarının, hisse senedi getirisi üzerine etkisini incelemektir. | YPY, İMKB-100 getirisi, Sanayi Üretim Endeksi | VAR Analizi | Analiz sonuçları, yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasında bir nedensellik ilişkisi göstermemektedir. Ancak üretim endeksinin yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirisini etkilediği yapılan testlerde ortaya konmuştur. |

| | | | | |
|-----------------------------|---|--|---------------------|--|
| Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) | Türkiye (1992-2005) Amacı; ülkemize yapılan net yabancı sermaye yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisini ortaya koymaktır. | Net YPY ve Reel Faiz Oranı | ARDL ve Sınır Testi | Yapılan analizlerde reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasında gerek uzun dönem gerekse kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. |
| Vural (2009) | Türkiye (1992-2008) Amacı; Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları ve olası belirleyicileri arasındaki etkileşimin ortaya çıkarılmasıdır. | YPY, Cari işlemler açığı, İMKB-100 kapanış değerleri, Sanayi üretim endeksi, ABD tahvil faiz oranı | VAR analizi | Çalışmanın sonunda, Türkiye'deki portföy yatırımlarının İMKB-100 Bileşik Endeks getirilerinden incelenen dönemde etkilenmediği, cari işlemler açığındaki artma ya da azalmaların portföy yatırımlarının oynaklığını artıran bir etkisi olduğu, ABD tahvil faiz oranı getirisinin düşmesinin Türkiye'ye yönelen portföy yatırımlarının miktarında bir dönem gecikmeyle artışa neden olduğu ve portföy yatırımlarının üretim endeksi üzerinde belirli bir dönemin sonuna kadar artırıcı veya azaltıcı etkisi olduğu bulunmuştur. |
| Vergil ve Karaca (2010) | Türkiye ve 24 GOÜ (1980-2005) Amacı; Gelişmekte olan ülkelere giren uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerindeki etkileri incelemektir. | Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri(KVSH), YPY, DYY, GSYİH | Panel Veri Analizi | YPY ve DYY'lar ülkelerin ekonomik büyümelerini pozitif yönde etkilerken KVSH negatif yönde etkilemektedir. |

| | | | | |
|------------------------------|---|--|---|---|
| Gümüş (2010) | Türkiye (1997-2007) Amacı; yabancı portföy yatırımlarının İMKB üzerindeki etkisini incelemektir. | YPY Alış-Satış, Piyasa Değeri, İşlem Hacmi, İMKB-100 Endeksi, Fiyat/Kazanç Oranı | Birim kök testleri (ADF), eşbütünleşme analizi (Engle-Granger) ve nedensellik testi | Çalışmanın sonuçlarına göre, yabancı yatırımcıların alımları ve satışları ile İMKB-100 endeksi ile işlem hacmi ve piyasa değeri arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı yatırımcıların alımlarının değişkenler üzerinde pozitif, satışlarının ise negatif etkisi bulunmaktadır ve açıklayıcı güçleri yüksektir. |
| Sarıh (2010) | Türkiye (2005-2009) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik göstergeler üzerindeki etkisini incelemektir. | YPY Net, A Tipi Değişken Fon Fiyatı, Dolar Kuru, İMKB-100 endeksi, Gösterge Tahvil Faizleri | Regresyon, Çoklu Regresyon Analizi | YPY'ler ile değişkenler arasında kısa ve uzun vadede anlamlı bir ilişki vardır. Yani yabancı portföy yatırımları kısa ve uzun vadede ekonomik göstergeleri etkilemektedir. |
| Okuyan ve Erbaykal (2011) | Türkiye (1997-2009) Amacı; İMKB hisse senedi piyasasında yabancılar tarafından yapılan işlemlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisini incelemektir. | YPY, DYY, İMKB-100 Kapanış Değerleri, Mevduat Faiz oranı, ABD Dolar kuru, Altın Londra satış fiyatı, | Sınır Testi, ARDL analizi | Sonuçta yabancı işlem hacmi ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemde pozitif bir ilişki tespit edilmiş ancak bu ilişkinin kısa dönemde anlamlı olmadığı görülmüştür. |
| Elmas (2011) | Türkiye (2005-2010) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarının İMKB'deki 12 endeks üzerindeki etkisini incelemektir. | İMKB'de Yabancı Payı, Ulusal TÜM, Ulusal-100, Ulusal-50, Ulusal-30, Ulusal-Mali, Ulusal-Sınai, Ulusal-Hizmetler Ulusal-Teknoloji Ulusal TÜM-100 Ulusal100-30 10 Banka Kurumsal Yönetim | ADF, PP, Engle-Granger Nedensellik testi ve VAR analizi | Yabancı payı ile değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur. Yabancı yatırımcılar değişkenlerin hareketlerine yön vermemekte, tersine yabancı yatırımcılar değişkenlerin hareketlerini takip etmekte ve ona göre alım-satım karar vermektedirler. |

| | | | | |
|---------------------------------|---|--|---|---|
| Yıldız (2012) | Türkiye (1999-2009) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ve bu faktörlerin etkisini belirlemektir. | YPY, GSYH, Rezerv, Cari denge, Kriz, Büyüme hızı, Enflasyon, ABD faiz oranı, İMKB getiri oranı, DİBS, Dow-Jones sanayi endeksi | Çoklu Regresyon analizi, Faktör analizi | YPY'ler üzerinde enflasyon, büyüme hızı, İMKB getiri oranı ve Dow-Jones endeksi etkili bulunmuştur. |
| Gümüş, Duru ve Güngör (2013) | Türkiye (2006-2012) Amacı; YPY ve makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi tespit etmek. | YPY, Bütçe Dengesi, Cari işlemler dengesi, BIST-100, Nominal Döviz Kur, Tüketici Fiyat Endeksi, Faiz Oranı, Sanayi Üretim Endeksi, | VAR Granger Nedensellik, Etki-Tepki Testleri ve Varyans Ayrıştırma Testleri | YPY'ler Borsa İstanbul Fiyat endeksi ve döviz Kurları üzerinde etkili, Sanayi üretim endeksi ise YPY'ler üzerinde etkilidir. Varyans ayrıştırması da Borsa İstanbul fiyat endeksi ve döviz kurlarındaki değişimlerin YPY'lerden kaynaklandığını söyler. Diğer değişkenlerdeki değişimler ise kendi şoklarından kaynaklanmaktadır. |
| Karahan ve İpek (2013) | Türkiye (1989-2011) Amacı; Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye akımlarının gelişimini hacimsel ve kompozisyonel olarak değerlendirmektedir. | YPY, DYY ve KVSH | Yorumlama | Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin ekonomide kırılmalıkları artırıcı niteliklere sahip olduğu gözlemlenmiştir. |
| Özcan (2013) | Türkiye (1997-2013) Amacı; yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a etkisini ortaya koymaktır. | YPY alış-satış-net, YPY işlem hacmi, BIST-100 getiri, BIST-TUM getiri, BIST işlem hacmi, BIST piyasa değeri | ADF, PP, Johansenn eşbütünleşme ve Granger nedensellik, VAR analizi | YPY ile BIST değişkenleri arasında uzun dönemli ilişki vardır. Yabancı yatırımcıların alımları ile sadece işlem hacmi değişkeni arasında nedensellik bulunmuştur. BIST 100 endeksi, BIST Tüm endeksi ve piyasa değerinden yabancı yatırımcıların satışlarına doğru bir nedensellik bulunmuştur |

| | | | | |
|-----------------------------|--|---|--|--|
| Gündoğdu (2014) | Türkiye (1987-2014) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisini araştırmaktır. | YPY, GSYİH | ADF, Johansen Eşbütünleşme testi, Granger Nedensellik Testi | İki değişken arasında uzun dönemli ilişki vardır. YPY'ler büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Portföy büyümenin nedenseli iken büyüme portföyün nedenseli değildir. |
| Chaudry ve diğerleri (2014) | Pakistan (1981-2002) Amacı; Pakistan'daki portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemektir. | Net YPY, Piyasa değeri, Ticari açıklık, ağırlıklı ortalama mevduat getirisi, geniş para, DYY | Breusch-Godfrey LM testi, Durbin's h Statistics | Çalışmanın sonucunda piyasa değerinin net portföy yatırımları üzerinde pozitif önemli etkisi vardır. Diğer taraftan ağırlıklı ortalama mevduat getirisi ve DYY net portföy yatırımları üzerinde hem olumlu hem olumsuz etkilere sahiptir. |
| Keskin (2014) | Türkiye (2003-2014) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarının makroekonomik parametreler ve BIST üzerine etkisi araştırmaktır. | YPY, Toplam Yabancı İşlemleri, BIST Ulusal-100 Endeks Kapanışları, BIST Ulusal-100 Endeks Getirileri, Reel Döviz Kuru, TÜFE, Mevduat faiz oranı | Regresyon, Çoklu Doğrusal Regresyon, ADF birim kök testi, Engle-Granger eşbütünleşme Analizi | XU100 endeksi ile yabancıların XU100 endeksinde yaptıkları alım ve satım işlemleri, döviz kuru, mevduat faiz oranları ve TÜFE arasında yüksek bir ilişki bulunmaktadır. XU100 endeksi ile sırasıyla Yabancı Alımları, Yabancı Satımları ve Toplam Yabancı Yatırım Hacmi arasında eş bütünleşik ilişkinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki mevcuttur ve uzun dönemde bu değişkenler dengeye gelebilecektir. |
| Çöldemli (2015) | Türkiye (2003-2013) Amacı; Yabancı Portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. | YPY, Cari İşlemler Dengesi | ADF, Granger Nedensellik Testi | YPY ile cari işlemler arasında uzun dönemli, YPY'den cari işlemler dengesine doğru tek yönlü ilişki vardır. |

| | | | | |
|---|--|--|--|--|
| Genç (2015) | Türkiye (1991-2014) Amacı; Türkiye' ye giriş yapan uluslararası sermayenin temel makroekonomik belirleyicilerini tespit etmek ve bu temel makroekonomik değişkenler ile uluslararası sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. | YPY, DYY, GSYİH, faiz oranı, döviz kuru ve BIST-100 endeksi, TÜFE, finansal açıklık, ticari açıklık, birim işçi maliyeti | Maki çoklu kırılma, Dinamik EKK, Sınır testi, ARDL | DYY'ler GSYİH, ticari açıklık, enflasyon ve birim işçi maliyetleriyle açıklanmakta, enflasyon hariç diğer değişkenlerle pozitif ilişki enflasyonla negatif ilişki vardır. YPY'ler GSYİH, BIST-100, faiz, döviz kuru ve finansal açıklıkla açıklanmakta ve kısa dönemde aralarında pozitif ilişki uzun dönemde ise BIST-100 endeksi hariç diğer değişkenlerle pozitif ilişki, BIST-100 ile negatif ilişki vardır. |
| Arslan ve Çiçek (2017) | Türkiye (2006-2016) Amacı; Yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. | YPY, Reel Döviz Kuru, Yurtiçi faiz oranı, | ADF, PP, VAR Analizi, Etki-Tepki Analizi | Çalışma sonucunda, yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun reel döviz kurunu çok düşük düzeyde negatif yönde etkilediği, reel döviz kurunda meydana gelen bir şokun ise yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. |
| Haider, Khan, Sadiq ve Hashmi (2017) | Çin (2007-2015) Amacı; Çin'deki yabancı portföy yatırımları üzerinde borsa performansının etkisini incelemektir. | YPY, Borsa Performansı ve Enflasyon | ADF VAR modeli, ARDL | Yabancı portföy yatırımları üzerinde borsa performansının önemli pozitif etkisi vardır fakat enflasyonun yabancı portföy yatırımları ile ilişkisi negatiftir. |
| Özcan (2018) | Türkiye (2005-2015) Amacı; yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul'a yaptığı etkileri çeşitli açılardan incelemektir. | YPY, BIST Getirileri, Piyasa Değeri | Yıllar arasında karşılaştırma | YPY, BIST üzerinde işlem hacmi, piyasa kapitalasyonu, derinliği, tanınırlığı, piyasa değeri, halka arz değerleri ve halka arz edilen şirket sayıları, BIST endeks bazında olmasa bile hisse senedi bazında getirileri ve fiyatlarında etki ederek BIST'in mali olarak büyümesine katkı sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır. |

| | | | | |
|------------------------------------|---|---|---|--|
| <p>Özer (2018)</p> | <p>Türkiye (2002-2018) Amacı; Yabancı portföy yatırımlarının BIST 100 endeks getirileri üzerinde etkisinin olup olmadığının araştırılmasıdır.</p> | <p>YPY, BIST-100, Faiz, Kur</p> | <p>ADF, PP, Johansen- Juselius Eş Bütünleşme testi, Granger nedensellik testi ve Varyans ayırıştırma testleri</p> | <p>Analiz sonuçlarına göre BIST 100 endeks getirisi yabancı portföy yatırımları arasında uzun dönemli ilişkinin olduğu, ancak değişkenler arasında Granger nedensellik bulunmadığı tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırma testinde ise, BIST 100 endeks getirisinin üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisinin mevcut olduğu yalnız etki ağırlığının kur değişkeni etkisine göre az olduğu tespit edilmiştir.</p> |
| <p>Şenol ve Koç (2018)</p> | <p>Türkiye (2006-2016) Amacı; Yabancı portföy yatırımı girişi ile borsa ve makro ekonomik faktörler arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir.</p> | <p>YPY Girişi, BIST, FAİZ, GSYİH, KUR, EURO FAİZ, SP500, USA FAİZ</p> | <p>ADF, PP, VAR Analizi</p> | <p>Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre, yabancı portföy yatırımlarından Borsa İstanbul, faiz oranı ve döviz kuruna doğru tepkiler görülmüştür. Diğer taraftan döviz kurundan da yabancı portföy yatırımlarına yönelik tepkinin varlığı tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırmasında ise, yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen değişimlerin döviz kuru, borsa ve faiz oranı tarafından açıklandığı belirlenmiştir</p> |

BEŞİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE BORSA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ

Bu çalışmanın amacı yabancı portföy yatırımları ve Borsa İstanbul hisse senedi getiri endeksi arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu nedenle çalışmada değişken olarak yabancı portföy yatırımları ve borsa performansı göstergesi olarak BIST-100 getiri endeksi kullanılmaktadır. Kontrol değişken olarak ise enflasyon ve döviz kuru kullanılmıştır.

Analize başlamadan önce çalışmada kullanılan değişkenlerin birbirleri ile ilişkileri aşağıda açıklanmıştır.

5.1.YPY ile BIST-100 Endeksi Arasındaki İlişki

Yabancı yatırımcıların benimsediği yatırım stratejileri nedeniyle, kuramsal olarak BIST-100 değişkeninin yüksek getiri kazandırdığı zamanlarda yabancı portföy yatırımlarının artması, getirinin az olduğu zamanlarda ise yabancı portföy yatırımlarının yavaşlaması beklenmektedir.

Getiriye göre hareket eden yatırımcılara literatürde, geribildirim (feedback), trend takip eden yatırımcılar veya momentum yatırımcıları denmektedir. Bu tür yatırımcılar piyasa yükselirken portföy yatırımı yapmakta, piyasa düşerken ise portföylerini satmaktadırlar. Doğukanlı ve Çetenak (2008), tarafından yapılan çalışmada hisse senedi getirisinin portföy yatırımlarını etkilemesi, İMKB'ye yatırım yapan yabancı yatırımcıların fiyat hareketlerine göre yatırım stratejilerini belirlediklerini göstermektedir.

Elmas (2011), tarafından yapılan çalışmada yabancı yatırımcıların İMKB-100 ve diğer endekslerdeki hareketi (artma/azalma) takip ederek yatırımlarını artırdıkları ya da azalttıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Gümüş (2010), tarafından yapılan çalışmada ise yabancı portföy alışı arttıkça hisselerin fiyatları artmakta ve endeks de bu artışa paralel olarak yükselmekte, tersine

yabancı portföy satışlarında ise hisse senedi fiyatı düşmekte ve bu duruma paralel olarak endeks de düşme eğilimine geçtiği sonucuna ulaşılmıştır.

Özer (2018) tarafından yapılan çalışmada ise BIST-100 endeks getirisinin üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisinin mevcut olduğunu fakat etki ağırlığının kura göre daha az olduğu tespit edilmiştir.

Genç (2015) tarafından yapılan çalışmada ise BIST-100 endeks getirisinin kısa dönemde yabancı portföy yatırımları (YPY) girişlerini pozitif etkilediği, uzun dönemde ise BIST-100 getirilerinin YPY girişlerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

5.2.YPY ile Enflasyon Arasındaki İlişki

Bir ülkedeki genel fiyatlar seviyesindeki belirsizlikler ve ani artışlar yabancı yatırımcılar için tercih edilmeyen bir durumdur. Bir ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması, o ülkedeki ilgili para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin özellikle uzun dönemli tahminini de zorlaştırmaktadır (Tezcanlı ve diğerleri, 1994; 25). Bu belirsizlik ve ani artışlar karşısında yabancı yatırımcıların elde edecekleri getiriler azalabilmektedir. Fakat enflasyon oranının döviz kuru artışı seviyesinde olması veya daha düşük seviyede olması döviz kuru ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi pozitif yönde etkileyerek yabancı portföy yatırımlarının artışına olanak sağlayabilmektedir. Enflasyon oranının reel döviz kurundan yüksek olması durumunda ise yabancı yatırımcıların elde edecekleri getiri azalabilmektedir.

Mutan ve Çanakçı (2007), tarafından yapılan çalışmada enflasyon ile İMKB-100 endeks getirileri arasında negatif yönde bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Sayılgan ve Süslü (2011), tarafından yapılan çalışmada enflasyon ve hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Hisse senedi getirileri ile enflasyon oranı arasındaki pozitif ilişki hisse senetlerinin yatırımcıyı enflasyona karşı koruduğunu savunan görüşü desteklediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Okuyan, Erbaykal ve Kadioğlu (2008), yaptıkları çalışmada enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında önemli bir negatif ilişki bulunmuştur. Bu sonuç, Fama (1981)

tarafından geliştirilen Proxy hipotezinin Türkiye için geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

5.3. YPY ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkisi

Yabancı yatırımcıların bir ülkeye gelmesi veya ülkeden çıkması döviz kurunda gerçekleşen gelişmelerle ilgisi bulunmaktadır. Yatırım yapılan ülkenin yerel para birimiyle ilgili değer kaybedeceğine yönelik beklentiler ve söylentiler olması, yatırımcıların olası kayıplardan korunmak amacıyla yatırımlarını azaltma eğiliminde olacaklardır, aksine paranın değer kazacağına yönelik beklentiler ve söylentiler ise portföy yatırımlarının artmasına sebep olacaktır (Çetenak, 2006; 42-43).

Arslan ve Çiçek (2017) yılında 2006 -2016 yılları arasını ele alarak yaptıkları çalışmalarında YPY'lerde oluşan bir şokun reel döviz kurunu çok az düzeyde negatif yönde etkilediği, reel döviz kurunda oluşan bir şokun ise YPY'leri pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Yapraklı vd. (2019) yılında 1992 -2017 yılları arasını ele alarak döviz kurundaki düşmenin yabancı portföy yatırımları üzerindeki pozitif etkisi olduğu, döviz kurundaki yükselmenin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisinin negatif olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

5.4. BIST 100 Endeksi ile Enflasyon Arasındaki İlişki

Enflasyon, teorik olarak fiyatlar genel seviyesindeki yaşanan sürekli artışlar olarak tanımlanabilir. Enflasyon ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki literatürde pek çok araştırmaya konu olmuştur. Enflasyon ve hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin literatürde pozitif ya da negatif olduğunu savunan iki temel görüş vardır. Birinci görüş Fisher (1930) tarafından ortaya atılan enflasyonun hisse senetlerini pozitif etkilediğine ilişkin görüştür. Fisher'a göre hisse senedi piyasası enflasyon oranları ile birlikte hareket etmelidir. Bu görüşe göre enflasyonun artması hisse senedi getirilerini de artırmakta ve bu durum yatırımcıları enflasyona karşı korumaktadır. İkinci görüş ise Fama (1981) tarafından ortaya atılan enflasyon ile hisse senedi piyasaları arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilen görüştür. Bu görüşe göre enflasyonun artması ekonominin kötüleşmesine sebep olacak ve bu durumun sonucunda ise yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini satmaya başlayacaktır (Eyüboğlu ve Eyüboğlu, 2018: 89).

Horasan (2008) yılında yaptığı çalışmasında 1990-2007 dönemini ele alarak enflasyon ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma sonucuna göre Türkiye’de enflasyon ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirlemiştir.

Saleem vd. (2013) yılında yaptıkları çalışmalarında Pakistan’da 1996-2011 yılları arasını ele alarak Pakistan’daki hisse senedi piyasası getirileri ile enflasyon arasındaki ilişkiyi araştırmışlar. Araştırma sonucuna göre hisse senedi piyasası getirileri ile enflasyon arasında negatif ve uzun dönem ilişki olduğunu bulmuşlardır.

5.5. BIST 100 Endeksi ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki

Hisse senedi getirileri ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi açıklayan iki temel teori vardır. Birincisi mal piyasası teorisi yani geleneksel yaklaşımdır, ikincisi ise portföy dengeleme teorisidir. Geleneksel yaklaşıma göre döviz kurunun düşmesi yerel para değerinde artışa yol açarak ihracat ağırlıklı bir ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemekte ve bu durum ihracat yapan şirketlerin hisse senetlerinin çekiciliğini azalmaktadır. İthalat ağırlıklı bir ülkede ise döviz kurlarındaki düşmenin hisse senedi piyasasını olumlu etkilemekte ve bu durum ithalat yapan şirketlerin hisse senetlerine olan ilgiyi artırmaktadır. Portföy dengeleme teorisine göre ise geleneksel yaklaşımın tersine nedenselliğin hisse senedi piyasasından döviz kurlarına doğru olduğunu savunmaktadır (Belen ve Karamelikli, 2016; 35).

Akıncı ve Küçükçaylı (2016) yılında 1997-2013 dönemini ele alarak yaptıkları çalışma sonucunda döviz kurunun cari değerinin borsa endeksi üzerindeki etkisinin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Elmas ve Esen (2011) yılında altı ülkenin 1999-2010 dönemindeki verilerini kullanarak yaptıkları çalışma sonucunda dört ülkede Geleneksel Yaklaşımın, iki ülkede ise Portföy Yaklaşımının geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yurttaçıkılmaz (2012) yılında 1994 -2010 yılları arasını ele alarak hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun ve döviz kurlarının etkisini araştırmış ve çalışma sonucunda hisse senedi getirileri üzerinde enflasyonun etkisinin pozitif yönlü olduğunu buna karşılık döviz kurlarının hisse senedi getirileri üzerinde etkisini negatif olarak bulmuştur.

İlarslan (2018) yılındaki çalışmasında 2007 – 2016 yılları arasını ele alarak döviz kurlarının borsa endeksi üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda kısa dönemde döviz kurlarının borsa endeksi üzerinde etkisi negatif, uzun dönemde ise pozitifdir. Bu sonuç, Türkiye’de kısa dönemde Portföy Dengesi Yaklaşımının, uzun dönemde ise Geleneksel Yaklaşımın geçerli olduğunu göstermektedir.

5.6.Araştırma Yöntemi ve Uygulama

Bu bölümde ilk olarak araştırmanın amacı ve veri seti değişkenleri açıklanmaktadır. Sonrasında teorik çerçevede kullanılan yöntem detaylı bir şekilde anlatılmaya çalışılmaktadır. Devamında da analiz bulgularına yer verilerek BIST 100 getiri endeksi ile yabancı portföy yatırımları, enflasyon oranları ve döviz kuru arasındaki ilişkiler tahlil edilmektedir.

5.6.1. Çalışmanın Amacı ve Veri Seti Değişkenleri

Çalışmanın amacı yabancı portföy yatırımları ve BIST 100 getiri endeksi arasındaki ilişkiyi incelemektir. Veri seti olarak, yabancı portföy net hareketler (YPNH) ve BIST-100 getiri endeksi alınmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımcıyı ve hisse senedi talebini etki ettiği düşünülen enflasyon oranı (TÜFE) ve döviz kuru (Amerikan Doları) kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada 2005:01 –2018:12 dönemine ait aylık veriler analize alınmıştır. Çalışmada başlangıç yılının 2005:01 olması, ulaşılabilen yabancı portföy yatırımı verisi setinin başlangıç yılı olmasıdır. BIST-100 getiri endeksi, YPNH ve Döviz Kuru verileri TCMB web sitesinden, TÜFE verisi ise TÜİK ‘in web sitesinden alınmıştır. (YPNH hariç diğer değişkenlerin doğal logaritması alınmıştır.)

Çalışmada kullanılan veriler ve çalışmadaki kısaltmaları Tablo 4’te gösterilmiştir.

Tablo 4. Çalışmada Kullanılan Veriler

| Kısaltma | Açıklama | Kaynak | Benzer Çalışmalar |
|----------|---|--------|---|
| YPNH | Yabancı Portföy Hisse Senedi Net Hareketler (Milyon ABD Doları) | TCMB | Genç(2015), Akar (2006), Haider, Khan, Saddique ve Hashmi (2017). |
| BISTG | (Getiri) BIST-100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre | TCMB | Genç (2015), Akar (2006), Okuyan ve Erbaykal (2011), Özer (2018) |
| TÜFE | Enflasyon (Tüketici Fiyat Endeksi) | TÜİK | Saleem vd. (2013), Zügül ve Şahin (2009), Sayılğan ve Süslü (2011), Haider, Khan, Saddique ve Hashmi(2017), |
| DOVIZ | Döviz Kuru (Amerikan Doları) | TCMB | İlarslan (2018) Yurtttançıkılmaz (2012) |

5.6.2. Araştırmanın Yöntemi

Modelde değişkenlerin birim kök içerip içermediğinin ve hangi düzeyde birim kök içermediklerinin(durağan olduklarının) incelenmesi için, Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi ve Philips Peron (PP) birim kök testleri ile analiz edilecektir. Birim kök tespitinden sonra, Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sınır testi yapılarak değişkenler arasında uzun ve kısa dönemli ilişkileri analize edilecektir

Analizde iki model kurulmuştur. Birinci model, BISTG, TÜFE ve DOVIZ değişkenlerinin YPNH değişkeni üzerindeki etkisini ölçen Model 1'dir. İkinci model ise, YPNH, TÜFE ve DOVIZ değişkenlerinin BISTG değişkeni üzerindeki etkisini ölçen Model 2'dir.

Araştırmada kurulan hipotezler ve modeller aşağıdaki gibidir;

Model 1 Hipotezleri;

H₀: BIST 100 Getiri Endeksinin YPNH Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₁: BIST 100 Getiri Endeksinin YPNH Üzerinde Etkisi Vardır.

H₀: TÜFE'nin YPNH Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₂: TÜFE'nin YPNH Üzerinde Etkisi Vardır.

H₀: DOVIZ'ın YPNH Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₃: DOVIZ'ın YPNH Üzerinde Etkisi Vardır.

YPNH - BIST 100 getiri, Enflasyon oranları ve Döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklamak için kurulan model:

$$YPNH_t = \alpha + \beta BISTG_t + \beta T\ddot{U}FE_t + \beta DOVIZ_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Model 2 Hipotezleri;

H₀: YPNH'nin BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₁: YPNH'nin BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Vardır.

H₀: T \ddot{U} FE'nin BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₂: T \ddot{U} FE'nin BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Vardır

H₀: DOVIZ'ın BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Yoktur.

H₃: DOVIZ'ın BIST 100 Getiri Endeksi Üzerinde Etkisi Vardır.

BIST 100 Getiri Endeksi – YPNH, Enflasyon oranları ve Döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklamak için kurulan model:

$$BISTG_t = \alpha + \beta YPNH_t + \beta T\ddot{U}FE_t + \beta DOVIZ_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

(1) ve (2) numaralı denklemde, YPNH_t yabancı portföy yatırımları net hareketlerini, BISTG_t BIST 100 endeksi getiri oranları, T \ddot{U} FE_t enflasyon oranlarını, DOVIZ_t döviz kuru değerlerini ve ε_t ise hata terimini göstermektedir.

5.6.2.1. Birim Kök Testleri

Zaman serisi verilerinin durağanlığını test etmek çok önemlidir. Finansal ve iktisadi zaman serileri genel olarak artış trendi göstermekte ve durağan dışı olmaktadır. Değişkenlerin durağan dışı olması yani birim kök içermesi ise değişkenler arasında ilişkilerin doğru bir şekilde açıklanmasına engel olmaktadır (Serper, 1993: 26). Durağan olmayan değişkenler ile diğer durağan olmayan değişkenler arasındaki kurulan regresyon modeli, yüksek R², yüksek t istatistik değerleri ve düşük Durbin Watson değerleri gibi normal istatistiksel kriterleri aşabilir. Ek olarak, bulgular değişkenler arasında beklenmeyen ilişkileri yani sahte regresyon sorununu ortaya çıkaracaktır. Bu nedenle, regresyon analizinden önce veriler stabilite açısından kontrol edilmelidir (Musa, 2017: 49). Durağanlığın şartları aşağıda maddeler halinde gösterilmiştir (Ertek, 1996: 379).

$$- \text{Ortalama (Ort)} = E(Y_t) = \mu \quad (3)$$

$$- \text{Varyans} : \text{Var}(Y_t) = (Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (4)$$

$$- \text{Kovaryans} : \gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{(t-k)} - \mu)] \quad (5)$$

Yukarıdaki özellikler, her durağan zaman serisinin daima kovaryans ve varyanstan bağımsız olduğunu göstermektedir. Denklemlerle açıklandığı gibi durağan zaman serileri, uzun süreli şoklara maruz kalsalar bile ortalamayı korur çünkü zamandan bağımsız varyansa sahiptirler. Durağan zaman serilerinde serideki iki değer kovaryansı yalnızca bu iki değer arasındaki zamana bağlıdır ve zaman içerisinde herhangi bir sabit noktaya bağlı değildir.

Zaman serisi verilerinin durağanlığının test edilmesinde Wayne Fuller ve David Dickey (1979) tarafından geliştirilen Dickey Fuller (DF) testi, Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi (1981) ve Peter Charles Bonest Phillips ve Pierre Perron (1988) tarafından geliştirilen Philips Peron (PP) testi gibi farklı yöntemler vardır.

Dickey Fuller (DF) birim kök testi hata terimleri arasında otokorelasyon sorununu göz ardı etmekte ve otokorelasyon sorunu ile karşılaşılması durumunda uygulanamamaktadır. Fuller ve Dickey (1981) bu sorunu çözmek için DF testi üzerinde bazı düzenlemeler yaparak ADF testine dönüştürmüşlerdir. Böylece ADF testi hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu olması durumunda da uygulanabilmektedir. ADF testine göre otokorelasyon sorununun olmaması için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modelin sağ tarafına eklenmektedir.

$$\Delta Y_t = \alpha + \theta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta t + \theta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

Yukarıdaki (6) ve (7) nolu denklemler ADF testi için geliştirilen regresyon denklemleridir. Denklemlerden (6) numaralı sabitli, (7) numaralı ise sabitli trendli birim kök testini göstermektedir. Sembollerden α sabit terimi; t doğrusal zaman trendini; Δ fark işlemcisini; k optimal gecikme uzunluğunu; Y durağanlık testinin uygulandığı değişkeni ve ε_t hata terimini ifade etmektedir. Regresyon denkleminde

serinin durağanlığını test etmek için dikkate alınacak katsayı θ 'dır. Serinin durağan olup olmadığına ilişkin t istatistiğinin mutlak değeri, Fuller (1976) veya Mackinnon (1991) tablo değeri ile karşılaştırılarak belirlenir.

$$H_0: \theta = 0; \text{Seri durağan değildir, seri birim kök içermektedir.} \quad (8)$$

$$H_0: \theta \neq 0; \text{Seri durağandır, seri birim kök içermemektedir.} \quad (9)$$

Eğer bulunan t istatistiği Fuller veya Mackinnon tablo değerinden büyükse $H_0: \theta = 0$ hipotezi reddedilir. Bu durumda seri birim kök içermemektedir ve durağandır. Ancak hesaplanan t istatistiği Fuller veya Mackinnon tablo değerinden küçükse $H_0: \theta = 0$ hipotezi reddedilemez ve serinin durağan olmadığı sonucuna varılır.

Durağanlığın ölçülmesinde kullanılan bir diğer birim kök testi ise Philips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen PP (Philips Perron) testidir. Philip ve Perron 1988 yılında DF ve ADF testlerinde varsayımların sağlanmadığını ve modelde yapısal kırılma olması durumunda bu testlerin eksik kaldığını öne sürerek bu testlere hata terimlerini düzeltmeyi sağlayan ilaveler yaparak eksikliklerin üstesinden gelmeye çalışmışlardır. DF ve ADF testlerine göre PP birim kök testi Newey-West hata düzeltme mekanizması kullandığı için değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını ortadan kaldırmıştır (Kahveci, 2016: 52-53). Yani PP testleri DF ve ADF birim kök testlerine göre daha esnektir (Tarı, 2015: 374).

$$Y_t = \alpha_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (10)$$

$$Y_t = \alpha_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 \left(t - \frac{T}{2}\right) + \varepsilon_t \quad (11)$$

Yukarıdaki denklemlerde PP testi için geliştirilen, sabitli ve sabitli+trendli regresyon denklemleri gösterilmektedir. Denklemlerde α_0 sabit terimi, t trendi, T gözlem sayısını, ε_t hata terimini, Y_t testte uygulanan değişkeni göstermektedir. DF testinde olduğu gibi PP birim kök testinde de yokluk hipotezi;

$$H_0: \delta \geq 0 \text{ seri durağan değildir.} \quad (12)$$

$$H_1: \delta < 0 \text{ seri durağandır.} \quad (13)$$

Yukarıdaki hipoteze göre δ değerinin sıfır veya sıfırdan büyük olması durumunda H_0 hipotezi kabul edilerek serinin durağan olmadığı sonucuna varılır

(Dikmen, 2012: 304). δ değerinin sıfırdan küçük olması durumunda ise H_1 hipotezi kabul edilerek serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır.

Zaman serilerinde bir dizinin bütünüleşme derecesi $I(d)$ olarak gösterebilir. Burada d entegrasyon sırasdır. Entegrasyon sırası, seride bulunan birim köklerin sayısını veya seriyi sabit hale getirmek için gereken fark alma işlemlerinin sayısını gösterir. Örneğin, seviyede durağan olan bir zaman serisi $I(0)$, birinci farkta durağan hale gelen zaman serileri ise $I(1)$ düzeyinde, ikinci farkta durağan hale gelen zaman serileri $I(2)$ düzeyinde entegre olmaktadır. Yani kısacası durağan olmayan zaman serileri farkları alınarak durağan hale getirilebildiği söylenebilir (Gujarati, 1999: 719).

5.6.2.2. ARDL Sınır Testi

Araştırmada değişkenlerin durağanlıkları incelendiğinde birim kök testi sonuçları değişkenlerin farklı düzeylerde durağan hale geldiğini gösterdiği için Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sınır testi yapılarak değişkenler arasında uzun ve kısa dönemli ilişkileri analiz edilecektir. Yapılan araştırmada iki model oluşturulmuştur. Birinci modelde BIST 100 getiri endeksinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisine, ikinci modelde ise yabancı portföy yatırımlarının BIST 100 getiri endeksi üzerindeki etkisi incelenerek ilişkileri analiz edilecektir.

Literatürde değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu tespit için Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen iki aşamalı Engle-Granger yöntemi ve Johansen (1988) tarafından geliştirilen Johansen eşbütünüleşme analizi gibi farklı yöntemler vardır (Felek vd., 2018: 72). Fakat bu çalışmada, Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu yaklaşımın kullanılmasının en önemli sebebi, diğer klasik eşbütünüleşme analizlerinin çalışmada kullanılacak zaman serilerinin özellikleri karşısında yetersiz kalmasıdır (Pesaran vd., 2001: 289). Engle-Granger ve Johansen tarafından öne sürülen eşbütünüleşme analizlerinde, değişkenlerin düzeyde durağan olmamaları ve aynı derece farkları alındığında durağan hale gelmeleri halinde uygulanmaktadır (Felek vd., 2018: 72). ARDL sınır testinde ise değişkenler farklı düzeylerde durağan hale gelmektedirler. Bu çalışmada yapılan birim kök testleri sonucunda değişkenlerin aynı derece farkları alındığında durağan olmadıkları tespit edildiğinden Engle-Granger ve Johansen eşbütünüleşme analizleri yerine ARDL sınır testi yaklaşımının kullanılmasına karar

verilmiştir. ARDL sınır testi yaklaşımının Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen iki aşamalı Engle-Granger yöntemi ve Johansen (1988) tarafından geliştirilen Johansen eşbütünleşme analizlerine göre bazı avantajları şunlardır;

- Serilerin durağanlık derecelerine bakılmaksızın eştümleşme ilişkisinin incelenebilmesidir. Yani değişkenlerin düzeyde $I(0)$ ya da birinci farkında $I(1)$ durağan olduğuna bakılmaksızın analiz edilebilmesidir.

- Sınırlı örneklem büyüklükleri için uygulanabilir uygun bir test olması,

- Kurulan ARDL modelinin derecesini belirleyip, ilişkinin En Küçük Kareler Yöntemi (Least Squares – LS) ile tahmin edilebileceğini ortaya koyması nedeniyle düzey ilişkilerinin tahmininde ARDL testinin kullanılmasıdır (Şahin ve Gökdemir, 2016: 14).

ARDL sınır testi yaklaşımı, uzun dönemli ilişkiyi tahmin etmek için iki aşamada gerçekleştirilir. Birinci aşamada, eşbütünleşme ilişkisinin varlığı koşulu altında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı sınanırken, , diğer aşamada ise uzun dönem elastikiyetleri elde edilir (Narayan ve Smyth, 2006: 337).

Çalışmada kurulan iki modele ilişkin uzun dönemli ilişkiyi tahmin etmek üzere kullanılan ARDL modelleri aşağıda gibidir:

$$\Delta YPNH_t = a_1 + \sum_{i=1}^{q_1} \theta_{1j} \Delta YPNH_{t-i} + \sum_{j=1}^{r_1} \beta_{1j} \Delta \ln BISTG_{t-j} + \sum_{k=1}^{s_1} \phi_{1j} \Delta \ln TUF E_{t-k} + \sum_{k=1}^{p_1} \partial_{1j} \Delta \ln DOVIZ_{t-k} + \gamma_1 YPNH_{t-1} + \gamma_2 \ln BISTG_{t-1} + \gamma_3 \ln TUF E_{t-1} + \gamma_4 \ln DOVIZ_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (14)$$

$$\Delta \ln BISTG_t = a_1 + \sum_{i=1}^{r_1} \beta_{1j} \Delta \ln BISTG_{t-i} + \sum_{j=1}^{q_1} \theta_{1j} \Delta YPNH_{t-j} + \sum_{k=1}^{s_1} \phi_{1j} \Delta \ln TUF E_{t-k} + \sum_{k=1}^{p_1} \partial_{1j} \Delta \ln DOVIZ_{t-k} + \gamma_1 \ln BISTG_{t-1} + \gamma_2 YPNH_{t-1} + \gamma_3 \ln TUF E_{t-1} + \gamma_4 \ln DOVIZ_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (15)$$

(14) numaralı denklemde $YPNH_t$ yabancı portföy yatırımları net hareketler değişkenini $\ln BISTG_t$ BIST 100 getiri endeksi değişkenini, $\ln TUF E_t$ değişkeni enflasyon oranlarını ve $\ln DOVIZ_t$ döviz kurunu temsil etmektedir. Ayrıca Δ birinci fark operatörünü; q , r , s ve p en uygun gecikme uzunluğunu ve ε_{1t} hata terimini göstermektedir. Ayrıca denklemde θ_{1j} , β_{1j} , ϕ_{1j} ve ∂_{1j} kısa dönem katsayıları ifade ederken, γ_1 ve γ_2 ise uzun dönemli katsayıyı göstermektedir.

(15) numaralı denklemde $\ln BISTG_t$ BIST 100 getiri endeks değişkenini; $YPNH_t$ yabancı portföy net hareketler değişkenini, $\ln TUF E_t$ enflasyon oranlarını ve

LNTÜFE_t döviz kurunu temsil etmektedir. Ayrıca Δ birinci fark operatörünü; q, r, s ve p en uygun gecikme uzunluğunu ve ε_{1t} hata terimini göstermektedir. Ayrıca denklemde θ_{1j}, β_{1j}, φ_{1j} ve δ_{1j} kısa dönem katsayıları ifade ederken, γ₁, γ₂, γ₃ ve γ₄ ise uzun dönemli katsayıyı göstermektedir.

Değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin belirlenmesinde ARDL'ye dayanan aşağıdaki gibi bir hata düzeltme modeli kullanılabilir:

$$\Delta YPNH_t = a_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta YPNH_{t-i} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta \ln BISTG_{t-j} + \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta \ln TUF E_{t-j} + \sum_{i=0}^r \lambda_{4i} \Delta \ln DOVIZ_{t-j} + \lambda_3 ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad (16)$$

$$\Delta \ln BISTG_t = a_0 + \sum_{i=1}^m \lambda_{1i} \Delta \ln BISTG_{t-i} + \sum_{i=0}^n \lambda_{2i} \Delta YPNH_{t-j} + \sum_{i=0}^p \lambda_{3i} \Delta \ln TUF E_{t-j} + \sum_{i=0}^r \lambda_{4i} \Delta \ln DOVIZ_{t-j} + \lambda_3 ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad (17)$$

(16) ve (17) numaralı denklemlerde hata düzeltme terimi ECM_{t-1} ile gösterilmiştir. Hata düzeltme terimi, değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin elde edildiği modelin kalıntılarının bir gecikmeli değerini göstermektedir. ECM teriminin katsayısı kısa dönemde meydana gelen bir dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeleceğini ya da kısa dönemde meydana gelen şoklardan sonra sistemin uzun dönem dengesine uyarlanma hızını elde etmemize olanak tanır (Joseph ve Fosu, 2006: 10). Hata düzeltme teriminin negatif ve anlamlı olması beklenir.

ARDL Sınır Testinin ilk aşaması olan optimal gecikme uzunluğunun bulunması için Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion, AIC) ya da Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion, SIC) kritik değerleri dikkate alınarak, en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenir. Bu gecikme uzunluklarına göre kurulan modeller tahmin edilir ve değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi F istatistik değerleri kullanılarak belirlenir. Hesaplanan F istatistiği, Pesaran vd. (2001) tarafından öngörülen alt ve üst sınır kritik değerleriyle karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan F istatistik değerin alt kritik değerden düşük olması durumunda seri arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı ve F istatistik değerin tablodaki kritik değeri aşması durumunda seri arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Ek olarak, hesaplanan F istatistik değeri üst ve alt kritik değerler arasında

düşerse, yani kararsızlık alanına girerse, eşbütünleşme olup olmadığına dair kesin bir yorum yapılamaz. Bütün seriler için bütünleşme derecesinin I(1) olması durumunda, karar üst sınıra göre verilirken, bütün serilerin bütünleşme derecesinin I(0) olması durumunda ise karar alt sınır göz önünde bulundurularak verilmektedir. ARDL sınır testi yaklaşımının ikinci aşaması, iki farklı şekilde oluşturulan model arasında uzun dönemli ilişkinin varlığının belirlenmesi durumunda (18) ve (19) numaralı denklemlerde gösterilen uzun dönem modelinin tahmin edilmesidir.

$$YPNH_t = a_2 + \sum_{i=1}^{q_2} \theta_{1j} YPNH_{t-i} + \sum_{j=2}^{r_2} \beta_{1j} \ln BISTG_{t-j} + \sum_{K=2}^{S_2} \phi_{1j} \ln TUF E_{t-k} + \sum_{K=2}^{p_2} \partial_{1j} \ln DOVIZ_{t-k} + \varepsilon_{2t} \quad (18)$$

$$\ln BISTG_t = a_2 + \sum_{i=1}^{r_2} \beta_{1j} \ln BISTG_{t-i} + \sum_{j=2}^{q_2} \theta_{1j} YPNH_{t-j} + \sum_{K=2}^{S_2} \phi_{1j} \ln TUF E_{t-k} + \sum_{K=2}^{p_2} \partial_{1j} \ln DOVIZ_{t-k} + \varepsilon_{2t} \quad (19)$$

Son olarak modelin sağlamlığını test etmek üzere bazı tanısal testler, modelin sağlamlığını test etmek için kullanılır. Bu tanısal testler otokorelasyon, fonksiyonel form, hata terimlerinin normalliği ve varyans gibi testlerdir. Bahsedilen teşhis testlerine ek olarak, tahmin edilen katsayıların kararlılığını kontrol etmek için Brown, Durbin ve Evans (1975) tarafından kümülatif toplam (CUSUM, Cumulative Sum) testi uygulanır. Elde edilen eğrinin, tahmin edilen dönemde % 5 önem seviyesini gösteren kritik sınırlar dâhilinde olması durumunda, öngörülen katsayıların istikrarlı olduğu söylenebilir.

5.6.3. Ekonometrik Yöntem ve Bulguların Değerlendirilmesi

Zaman serisi analizinde ilk yapılacak adım değişkenlerin durağanlıklarını ölçmektir. Bu bağlamda değişkenlerin birim kök içerip içermediği Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Philips Perron (PP) testleri kullanılarak ölçülecektir. Birim kök testlerinin sonuçlarına göre uygun görülen ARDL modeli oluşturulup sınır testi sonuçları ve öncesinde tanısal testlere ilişkin değerlendirmelere yer verildikten sonra son olarak kurulan modeller için CUSUM ve CUSUMQ testi sonuçları incelenecektir.

5.6.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları ve Gecikme Uzunluğu Tespiti

Tablo 5'te gösterilen ADF birim kök testi sonuçları düzey değerinde sabitli ve sabitli-trendli şekilde analiz edilmektedir. Yabancı portföy yatırımları (YPNH) serisinin %1 anlamlılık düzey değerinde durağan olduğu, (LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ) serilerinin ise düzey değerinde durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Analizde

serilerin birinci farkları alınarak yapılan birim kök testlerinde ise YPHN, LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ serilerinin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. YPHN serisi düzey değerinde durağan olduğu için I(0), LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ serileri birinci farkları alınarak durağan hale geldikleri için I(1) düzeyinde entegre olmuşlardır.

Tablo 5.ADF Birim Kök Testi Sonuçları

| | Düzye Değerleri | | Düzye Değerleri | |
|-----------------|--|-----------------|--|-----------------|
| | Sabitli | | Sabitli - Trendli | |
| Değişkenler | T istatistiği | Olasılık Değeri | T istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH | -11.08211 | 0.0000* | -1121522 | 0.0000* |
| LNBISTG | -1.577277 | 0.4920 | -2.845143 | 0.1835 |
| LNTÜFE | -2.690566 | 0.0778 | -2.982675 | 0.1403 |
| LNDOVIZ | 1.587328 | 0.9995 | -1.001125 | 0.9401 |
| | Birinci Fark | | Birinci Fark | |
| | Sabitli | | Sabitli - Trendli | |
| Değişkenler | T istatistiği | Olasılık Değeri | T istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH | -10.65782 | 0.0000* | -10.62318 | 0.0000* |
| LNBISTG | -12.57768 | 0.0000* | -12.56235 | 0.0000* |
| LNTÜFE | -7.813194 | 0.0000* | -8.058324 | 0.0000* |
| LNDOVIZ | -9.729818 | 0.0000* | -10.06845 | 0.0000* |
| Kritik Değerler | Sabitli | | Sabitli - Trendli | |
| | %1 : -3.4696 %5 : -2.8787 %10: -2.5760 | | %1 : -4.0139 %5 : -3.4369 %10: -3.1426 | |

Not: ADF testinde Akaike bilgi kriteri kullanılarak gecikme uzunlukları belirlenmiştir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Durağanlığın ölçülmesinde kullanılan bir diğer birim kök testi ise Philips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen PP (Philips Perron) testidir. Phillips-Perron (1988)

testi ADF testini tamamlayıcı bir birim kök testidir. Bu testin kullanılma sebebi ADF testine göre PP birim kök testi Newey-West hata düzeltme mekanizması kullandığı için değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını ortadan kaldırmaktadır. PP birim kök testi sonuçları tablo 6’da verilmiştir.

Tablo 6. PP Birim Kök Testi Sonuçları

| | Düzye Değerleri | | Düzye Değerleri | |
|-----------------|--|-----------------|--|-----------------|
| | Sabitli | | Sabitli - Trendli | |
| Değişkenler | T istatistiği | Olasılık Değeri | T istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH | -11.09661 | 0.0000* | -11.19967 | 0.0000* |
| LNBISTG | -1.596164 | 0.4823 | -3.155848 | 0.0971 |
| LNTÜFE | -2.287996 | 0.0.1771 | -2.594746 | 0.2834 |
| LNDOVIZ | 1.301572 | 0.9986 | -1.474154 | 0.8347 |
| | Birinci Fark | | Birinci Fark | |
| | Sabitli | | Sabitli -Trendli | |
| Değişkenler | T istatistiği | Olasılık Değeri | T istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH | -59.65176 | 0.0001* | -59.45816 | 0.0001* |
| LNBISTG | -12.59158 | 0.0000* | -12.56263 | 0.0000* |
| LNTÜFE | -10.11042 | 0.0000* | -10.40433 | 0.0000* |
| LNDOVIZ | -8.715466 | 0.0000* | -8.693100 | 0.0000* |
| Kritik Değerler | Sabitli | | Sabitli - Trendli | |
| | %1 : -3.4696 %5 : -2.8787 %10: -2.5760 | | %1 : -4.0139 %5 : -3.4369 %10: -3.1426 | |

Not: PP testinde Akaike bilgi kriteri kullanılarak gecikme uzunlukları belirlenmiştir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 6 ‘de PP birim kök testi düzye değerinde sabitli ve sabitli-trendli analiz sonuçları incelendiğinde yabancı portföy yatırımları (YPNH) % 1 anlamlılık düzye değerinde birim kök içermediği, LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ serilerinin ise birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmıştır. Analizde serilerin birinci farkları alınarak

yapılan birim kök testi sonucuna göre ise YPHN, LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ serilerinin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birim kök testi sonuçlarına göre serilerin farklı derecelerde durağan olması (I(0) veya I(1) düzeyinde) ve ayrıca serilerin birinci dereceden daha yüksek durağan olmaması sebebiyle ARDL modeli uygulama için uygun model olarak belirlenmiştir.

ARDL modelinde değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçmek için sınır testi uygulanmaktadır. Sınır testinin yapılabilmesi için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Model 1 olarak ifade edilen YPNH bağımlı değişken, BISTG, TÜFE ve DOVIZ'in bağımsız değişken olduğu model için, uygun gecikme uzunluğu VAR modeli kurularak tespit edilmiştir. Gecikme uzunlukları belirlenmesinde LR, FPE, AIC, SC ve HQ gecikme uzunluğunu belirleyen analiz testleri uygulanmıştır.

Tablo 7. Gecikme Uzunluğu Belirleme(YPNH, LNBISTG, LNTÜFE ,LNDOVIZ)

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|----------------------|----------------------|----------------------|----------|----------------------|
| 0 | -850.3903 | NA | 0.671806 | 10.95372 | 11.03192 | 10.98548 |
| 1 | -10.5200 | 1412.954 | 7.12e-05 | 1.801538 | 2.192546 | 1.960349 |
| 2 | -90.57838 | 56.42842 * | 5.96e-05 * | 1.622800 * | 2.326613 | 1.908658 * |

Not: LR: Sequential Modifeild, LR Test Statistics, FPE: Final Prediction Error, AIC: Akaike Information Criteria, SC: Schwarz Information Criterion, HQ: Hannan-Quinn Information Criterion *: İlgili kriterlere göre uygun gecikme sayısını göstermektedir.

Tablo 7'de görüldüğü üzere, beş kriterden dördünün (LR, FPE, AIC, HQ) optimum gecikmenin 2 olduğunu göstermektedir. Analizde kurulan her iki model için optimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

5.6.3.2. Model Belirleme Testi Sonuçları (Model 1)

Tablo 7'de beş kriterden dördünün (LR, FPE, AIC, HQ) optimum gecikmeyi 2 olarak belirlediği için uygun gecikme uzunluğu 2 olarak modele girilmiştir.

5.4.3.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

ARDL yönteminde uygun gecikme uzunluğu belirlendikten sonra seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin tespiti için sınır testi uygulanmaktadır. YPNH'nin bağımlı değişken olduğu model (Model 1) bağlamında uygulanan sınır testi sonuçları Tablo 8'de gösterilmektedir.

Tablo 8. Sınır Testi ve Eşbütünleşme Sonuçları

| YPNH – (LNBISTG, LNTÜFE, LNDOVIZ) Bounds Test Sonucu | | | |
|---|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| k | F-istatistiği | Alt Sınır I(0) | Üst Sınır I(1) |
| 3 | 48.46* | 4.29 | 5.61 |

Not: k bağımsız değişken sayısını temsil etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

| YPNH – (BISTG, TÜFE, DOVIZ) | | |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| EŞBÜTÜNLEŞME YOK | KARARSIZ BÖLGE | EŞBÜTÜNLEŞME VAR |
| | 4.29 | 5.61 |
| | | 48.46 |

Bulunan sınır testi sonuçlarında hesaplanan F istatistik değeri sınır testi kritik değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan F istatistik değeri sınır testi üst kritik değerinden büyük ise değişkenler arası eşbütünleşme ilişkisi olduğu, hesaplanan F istatistik değeri sınır testi alt kritik değerinden küçük ise, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca hesaplanan F istatistik değeri sınır testi alt ve üst kritik değerlerinin arasında kalıyorsa yani kararsızlık bölgesine düşmesi durumunda eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığına dair kesin bir karara varılamadığı belirtilir (Peseran vd. 2001).

Tablo 8'deki sınır testi sonucuna göre, hesaplanan F istatistik değeri (48.46) olarak bulunmuştur. Test sonuçlarına göre, F istatistik değeri sınır testi kritik değerlerinden büyük olduğu için seride eşbütünleşme yoktur ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek seriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç doğrultusunda bağımlı değişken olan yabancı portföy yatırımları net hareketleri ile BIST getiri endeksi, enflasyon oranları ve döviz kuru arasında uzun dönemli ilişki olduğu tespit edilmiştir.

5.6.3.4. ARDL Modeli Uzun ve Kısa Dönem Analizinin Amprik Sonuçları(Model 1)

ARDL modeli ile elde edilen genel tahmin sonuçları ve tanısal testler Tablo 9'de gösterilmektedir. Sınır testi ile değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin

varlığının tespit edilmesiyle ilk olarak uzun dönem tahmini arkasından kısa dönem tahmin sonuçları verilecektir.

Tablo 9. ARDL (1,1,1,0) Modeli Tahmin Sonuçları

| (Bağımlı Değişken: YPNH) | | | |
|--------------------------------------|---------------------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH(-1) | 0.043610 | 0.630972 | 0.5290 |
| LNBISTG | 2509.987 | 6.627720 | 0.0000 |
| LNBISTG(-1) | -2520.585 | -6.797240 | 0.0000 |
| LNTÜFE | -199.6583 | -0.779888 | 0.4366 |
| LNTÜFE(-1) | 460.8657 | 1.781293 | 0.0768 |
| LNDOVIZ | -60.02956 | -0.996547 | 0.3205 |
| C | -125.2917 | -0.234688 | 0.8148 |
| Tanısal İstatistikî Sonuçları | | | |
| R2 | 0.272083 | | |
| Düzeltilmiş R² | 0.244786 | | |
| F istatistiği | 0.000000 | | |
| D-W Stat | 2.025208 | | |
| Otokorelasyon(LM) | 9.7403263 (0.6387) | | |
| White | 21.22072 (0.7758) | | |

Notlar: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistikî olarak anlamlılığı göstermektedir. LM, otokorelasyon testi; White testi, değişen varyans testi. Tanısal testler için olasılık (p) değerleri parantez içinde belirtilmiştir

Tablo 9'de yer alan tanı testi sonuçlarına göre modelde otokorelasyon, değişen varyans hatası olmadığı görülmekte olup uzun ve kısa dönem ilişkileri belirlemek amacıyla ARDL modelinin kurulabileceği belirlenmiştir.

ARDL uzun ve kısa dönem ilişki sonuçlarına geçmeden önce tanı testleri ayrıntılı olarak açıklanacaktır. Eğer kurulan modelde otokorelasyon, değişen varyans problemleri varsa modelin anlamlılığı açısından sorun oluşturacaktır. Bu sorunların sebepleri; hatalı model seçilmesi, bağımlı değişkeni açıklayan bazı bağımsız değişkenlerin model dışı bırakılması ve bağımsız değişkenler arasındaki bir ilişkinin (korelasyon) varlığı olarak ifade edilebilir. Tanısal test şu şekilde açıklanmıştır;

– **Otokorelasyon varlığı testi:** Modelde otokorelasyon olup olmadığını Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi yapılmaktadır. LM Testi daha çok yüksek dereceden otokorelasyonun araştırılmasında kullanılmaktadır. Teste ilişkin kurulan hipotezler:

H_0 : Otokorelasyon yoktur (Temel Hipotez),

H_1 : Otokorelasyon vardır (Alternatif Hipotez), şeklindedir.

Tablo 9'daki otokorelasyon (LM) Test İstatistiği 9.740326 olasılık değeri $0.6387 > 0.05$ olduğu için H_0 kabul edilir ve **otokorelasyon sorunu olmadığı sonucuna ulaşılır.**

– **Değişen varyans testi:** Heteroskedasite, Gauss-Markov hipotezinin ve Klasik En Küçük Kareler (EKK) metodunun temel varsayımlarından olan hata terimi bütün gözlemler için sabit varyanslı $E(\varepsilon^2) = \sigma^2$ olduğu varsayımından hareketle homoskedasite pozisyonundan sapma şeklinde tanımlanır. Yani değişen varyans, hata terimlerinin varyansının bütün örneklem için sabit olmaması demektir. Bağımsız değişkene bağlı olarak bağımlı değişkenin koşullu varyansı (hata terimi varyansı) bağımsız değişken değerleri ne olursa olsun aynı kalıyorsa sabit varyans durumundan, sabit kalmıyorsa değişen varyans durumundan söz edilir (Sarılı, 2010: 81). Değişen varyansa sebep olan nedenler, tanımlama hataları ya da ihtiyaç duyulan bir değişkenin model dışında tutulması, bağımlı değişkende yapılan ölçme hataları, model için kurulan fonksiyonun yapısı ya da veri toplama yanlışlıkları ile bağımlı değişkende yapılan ölçme hataları şeklinde sıralanabilir (Sümer, 2006: 18).

Çalışmada kurulan modele ilişkin farklı değişen varyans sorununun olup olmadığı White test istatistiği ile analiz edilmiştir. Bu teste ilişkin kurulan hipotezler;

H_0 : Değişen varyans yoktur (Temel Hipotez),

H_1 : Değişen varyans bulunmaktadır (Alternatif Hipotez),

şeklindedir.

Tablo 9'deki White test istatistiği 21.22072 olasılık değeri $0.7758 > 0.05$ olduğu için H_0 kabul edilir ve **değişen varyans sorunu olmadığı sonucuna ulaşılır.**

5.6.3.4.1. Uzun Dönem İlişkisi

Analizde eş bütünleşme ilişkisinin varlığının tespitinden sonra kurulan model sonucu elde edilen ARDL uzun dönem ilişki sonuçları Tablo 10'da gösterilmiştir.

Tablo 10: Uzun Dönem Sonuçları ARDL (1,1,1,0)

| Bağımlı Değişken: YPNH | | | |
|-------------------------------|----------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| LNBISTG | -11.080927 | -0.100383 | 0.9202 |
| LNTÜFE | 273.118014 | 1.621493 | 0.0321** |
| LNDOVIZ | -62.766803 | -1.003886 | 03136 |
| C | -131.004... | -0.234952 | 0.8145 |

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 10'da gösterilen uzun dönemli ilişki katsayıları sonuçlarına göre uzun dönemde BIST getiri değişkeninin yabancı portföy yatırımları üzerine etkisinin negatif ve istatistiki açıdan anlamlı olmadığı görülmektedir. Enflasyon oranlarının ise yabancı portföy net yatırımları üzerinde beklenenin aksine pozitif yönde etkilediği görülmektedir ve bu etki istatistiki olarak %5 düzeyinde anlamlıdır. Döviz kurlarının yabancı portföy net hareketleri üzerindeki etkisinin negatif ve istatistiki olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

5.6.3.4.2. Kısa Dönem İlişkisi

Kısa dönem ilişki sonuçlarını gösteren hata düzeltme modeli ARDL(1,1,1,0) sonuçları Tablo 11'da gösterilmektedir. Tablodaki Ecm(-1) değişkeni, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki sonucunda oluşan hata terimleri serisinin(kalıntıların) bir gecikmeli değerini ifade etmektedir.

Tablo 11. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları ARDL (1,1,1,0)

| Bağımlı Değişken: DYPNH | | | |
|--------------------------------|----------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| D(LNBISTG) | 2509.987... | 6.627720 | 0.0000* |
| D(LNTÜFE) | -199.658... | -0.779888 | 0.4366 |
| D(LNDOVIZ) | -60.029559 | -0.996547 | 0.3205 |
| Ecm(-1) | -0.956390 | -13.837639 | 0.0000* |

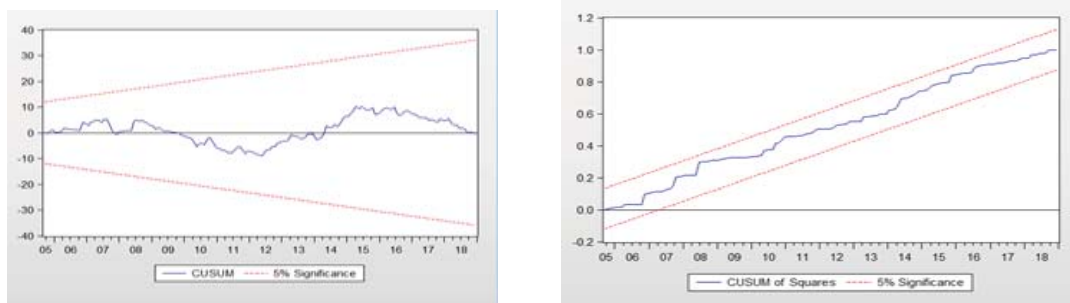
Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 11'deki Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı (Ecm(-1)) beklenildiği gibi negatif (**-0.95**) olarak bulunmuş ve %1 düzeyde istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuç aynı zamanda eş bütünleşme ilişkisinin varlığını desteklemektedir. Bu test sonucu, kısa dönemde oluşabilecek herhangi bir şok ve ya beklenmeyen etkinin, bir dönem sonra (bu çalışma için 1 ay) düzeltilerek dengeye ulaşacağı şeklinde açıklanabilir. Tablo 11'da kısa dönem ilişki sonuçlarına göre, BIST

getiri değişkeni istatistiki olarak anlamlıdır ve yabancı portföy yatırımlarını kısa dönemde pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç, yabancı yatırımcıların trend takip eden yatırımcı davranışı sergilediklerini, BIST-100 endeksinin getirisinin yükseldiği dönemlerde yabancı portföy yatırımlarının arttığı, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise yabancı portföy yatırımlarının azaldığı yönündeki teorik beklentiyi destekler niteliktedir. TÜFE değişkeninin yabancı portföy yatırımları üzerinde beklendiği gibi etkisi negatiftir fakat istatistiki olarak anlamsızdır. Döviz kuru değişkeninin ise yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi negatiftir fakat istatistiki olarak anlamsızdır.

ARDL sınır testinde, uzun dönem katsayıların istikrarlı olup olmadığını, modelde yapısal kırılmanın olup olmadığını test etmek için Brown vd. (1975) tarafından önerilen CUSUM testi kullanılmıştır. CUSUM testi sonuçları Şekil 5’de gösterilmiştir. CUSUM ve CUSUMQ istatistikleri iki çizgi arasında yer alıyorsa yani %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içerisindeyse ARDL modelindeki katsayıların istikrarlı olduğunu söyleyebiliriz. Fakat istatistikler %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içerisinde yer almıyorsa değişkenlerde yapısal kırılma olduğu sonucuna ulaşabiliriz. Modelde hata terimlerinin 2005-2018 dönemleri arasında istikrarlı olup olmadığını tespit etmek için yapılan CUSUM ve CUSUMQ testi sonuçları Şekil 5’de gösterilmektedir.

Şekil 5. CUSUM ve CUSUMQ Test Sonuçları(YPNH - (LNBISTG, LNTÜFE, LNDOVIZ))



CUSUM ve CUSUMQ test sonuçlarına baktığımızda 2005-2018 dönemleri arasında tahmin edilen katsayıların %5 anlamlılık düzeyini gösteren kritik değer aralığında yer aldığı görülmektedir. Buna bağlı olarak, tahmin edilen katsayıların, analiz dönemi boyunca, istikrarlı olduğu istikrarlı olduğu ve modelde yapısal kırılma olmadığını ifade edilebilir ifade edilebilir.

5.6.3.5. Model Belirleme Testi Sonuçları (Model 2)

Araştırmada kurulan ikinci ARDL modeli BIST getiri (LNBISTG) bağımlı ve Yabancı portföy yatırımları net hareketler (YPNH), enflasyon oranlarının (LNTÜFE) ve döviz kurunun (LNDOVIZ) bağımsız değişken olduğu modeldir. ARDL modelinde değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçmek için sınır testi uygulanmaktadır. Sınır testinin yapılabilmesi için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Model 2 için, uygun gecikme uzunluğu Tablo 7’de gösterildiği gibi 2 olarak belirlenmiştir.

5.6.3.6. Eşbütünleşme Test Sonuçları

ARDL yönteminde uygun gecikme uzunluğu belirlendikten sonra seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin tespiti için sınır testi uygulanmaktadır. Model 2 bağlamında uygulanan sınır testi sonuçları Tablo 12’de gösterilmektedir.

Tablo 12. Sınır Testi ve Eşbütünleşme Sonuçları (Model 2)

| LNBISTG – (YPNH, LNTÜFE, LNDOVIZ) | | Bounds Test Sonucu | |
|-----------------------------------|---------------|--------------------|----------------|
| k | F-istatistiği | Alt Sınır I(0) | Üst Sınır I(1) |
| 3 | 13.54* | 4.29 | 5.61 |

Not: k bağımsız değişken sayısını temsil etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

| BISTG – (YPNH, TÜFE, DOVIZ) | | |
|------------------------------|----------------|---------------------|
| EŞBÜTÜNLEŞME YOK | KARARSIZ BÖLGE | EŞBÜTÜNLEŞME VAR |
| | 4.29 | 5.61 |
| | | 13.54 |

Tablo 12’deki sınır testi sonucuna göre hesaplanan F istatistik değeri (13.54) olarak bulunmuştur. Test sonuçlarına göre, F istatistik değeri sınır testi kritik değerlerinden büyük olduğu için seride eşbütünleşme yoktur ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek seriler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç doğrultusunda bağımlı değişken olan BIST getiri endeksi ile yabancı portföy yatırımları, enflasyon oranları ve döviz kuru arasında uzun dönemli ilişki olduğu tespit edilmiştir.

5.6.3.7. ARDL Modeli Uzun ve Kısa Dönem Analizinin Amprik Sonuçları(Model 2)

ARDL modeli ile elde edilen genel tahmin sonuçları ve tanısal testler Tablo 13'de gösterilmektedir. Sınır testi ile değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin varlığının tespit edilmesiyle ilk olarak uzun dönem tahmini arkasından kısa dönem tahmin sonuçları verilecektir.

Tablo 13. ARDL (2,1,1,1) Modeli Tahmin Sonuçları

| (Bağımlı Değişken: LNBISTG) | | | |
|--------------------------------------|--------------------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| LNBISTG(-1) | 0.713704 | 9.283442 | 0.0000 |
| LNBISTG(-2) | 0.234685 | 3.079815 | 0.0024 |
| YPNH | 7.21E-05 | 5.921132 | 0.0000 |
| YPNH(-1) | 3.00E-05 | 2.244210 | 0.0262 |
| LNTÜFE | -0.007762 | -0.175708 | 0.8607 |
| LNTÜFE(-1) | -0.074956 | -1.639395 | 0.1031 |
| LNDOVIZ | -0.319921 | -5.106737 | 0.0000 |
| LNDOVIZ(-1) | 0.360189 | 5.657733 | 0.0000 |
| C | 0.307393 | 3.405915 | 0.0008 |
| Tanısal İstatistikî Sonuçları | | | |
| R2 | 0.985055 | | |
| Düzeltilmiş R² | 0.984294 | | |
| F istatistiği | 0.000000 | | |
| D-W Stat | 1.929331 | | |
| Otokorelasyon(LM) | 17.62265 (0.1276) | | |
| White | 52.88495 (0.1685) | | |

Notlar: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistikî olarak anlamlılığı göstermektedir. LM, otokorelasyon testi; White testi, değişen varyans testi. Tanısal testler için olasılık (p) değerleri parantez içinde belirtilmiştir.

ARDL uzun ve kısa dönem ilişki sonuçları incelenmeden önce tanı testleri sonuçları analiz edilecektir.

Tablo 13'deki otokorelasyon (LM) Test İstatistiği 17.62265, olasılık değeri 0.1276 > 0.05 olduğu için H0 kabul edilir ve otokorelasyon sorunu olmadığı sonucuna ulaşılır.

Tablo 13'deki White test istatistiği 52.88495, olasılık değeri 0.1685 > 0.05 olduğu için H0 kabul edilir ve değişen varyans sorunu olmadığı sonucuna ulaşılır.

5.6.3.7.1. Uzun Dönem İlişkisi

Analizde eş bütünleşme ilişkisinin varlığının tespitinden sonra kurulan model sonucu elde edilen ARDL uzun dönem ilişki sonuçları Tablo 14'da gösterilmiştir.

Tablo 14: Uzun Dönem Sonuçları ARDL (2,1,1,1)

| Bağımlı Değişken: LNBISTG | | | |
|----------------------------------|----------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| YPNH | 0.001978 | 2.497107 | 0.0136** |
| LNTÜFE | -1.602729 | -2.772945 | 0.0062* |
| LNDOVIZ | 0.780216 | 4.966698 | 0.0000* |
| C | 5.955975 | 12.25347 | 0.0000 |

Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 14'e baktığımızda ARDL uzun dönem sonuçlarına göre yabancı portföy yatırımları BIST 100 getiri endeksi üzerinde etkisini pozitif ve istatistiki olarak %5 düzeyde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, yabancı portföy yatırımları arttıkça BIST getiri endeksinin de arttığı şeklinde açıklanabilir. Enflasyon oranlarının BIST getiri endeksi üzerinde etkisi negatif yönde ve istatistiki olarak %1 düzeyde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, beklendiği gibi enflasyon oranları ile BIST getiri endeksinin arasında negatif ilişki olduğunu ve enflasyon oranları arttığında BIST getiri endeksinin azaldığını göstermektedir. Döviz kurunun BIST getirisi üzerinde etkisi pozitifdir ve istatistiki olarak %1 düzeyde anlamlıdır. Bu sonuca göre ise döviz kuru arttığında BIST getiri endeksi artmaktadır.

5.6.3.7.2. Kısa Dönem İlişkisi

Kısa dönem ilişki sonuçlarını gösteren hata düzeltme modeli ARDL(2,1,1,1) sonuçları Tablo 15'da gösterilmektedir. Tablodaki Ecm(-1) değişkeni, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki sonucunda oluşan hata terimleri serisinin(kalıntıların) bir gecikmeli değerini ifade etmektedir.

Tablo 15. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları ARDL (2,1,1,1)

| Bağımlı Değişken: D(LNBISTG) | | | |
|-------------------------------------|------------------|----------------------|------------------------|
| Değişken | Katsayı | T-istatistiği | Olasılık Değeri |
| D(LNBISTG(-1)) | -0.234685 | -3.079815 | 0.0024* |
| D(YPNH) | 0.000072 | 5.921132 | 0.0000* |
| D(LNTÜFE) | -0.007762 | -0.175708 | 0.8637 |
| D(LNDOVIZ) | -0.319921 | -5.106737 | 0.0000* |
| Ecm(-1) | -0.051611 | -2.868430 | 0.0047* |

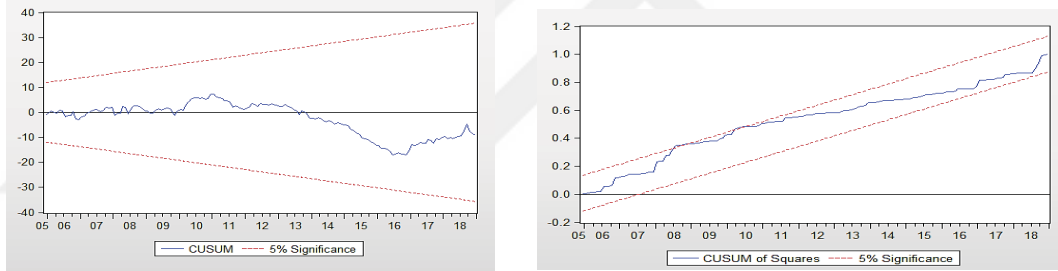
Not: *, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 15'deki Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre, hata düzeltme katsayısı (Ecm(-1)) beklenildiği gibi negatif (-0.051) olarak bulunmuş ve %1 düzeyde istatistiki

olarak anlamlıdır. Bu test sonucu, kısa dönemde oluşabilecek herhangi bir şok ve ya beklenmeyen etkinin, bir dönem sonra (bu çalışma için 1 ay) düzeltilerek dengeye ulaşacağı şeklinde açıklanabilir. Tablo 15’de kısa dönem ilişki sonuçlarına göre, yabancı portföy yatırımları değişkeni istatistiki olarak anlamlıdır ve BIST getiri endeksini kısa dönemde pozitif yönde etkilemektedir. Enflasyon oranlarının BIST getiri endeksi üzerinde beklendiği gibi etkisi negatiftir fakat istatistiki olarak anlamsızdır. Döviz kuru değişkeninin ise BIST getiri endeksi üzerinde etkisi negatif yöndedir ve istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır.

Modelde hata terimlerinin 2005-2018 dönemleri arasında istikrarlı olup olmadığını tespit etmek için yapılan CUSUM ve CUSUMQ testi sonuçları Şekil 6’da gösterilmektedir.

Şekil 6. CUSUM ve CUSUMQ Test Sonuçları (LNBIST – (YPNH, LNTÜFE, LNDOVIZ))



CUSUM ve CUSUMQ test sonuçlarına baktığımızda 2005-2018 dönemleri arasında tahmin edilen katsayıların %5 anlamlılık düzeyini gösteren kritik değer aralığında yer aldığı görülmektedir. Buna sonuca bağlı olarak, tahmin edilen katsayıların, analiz dönemi boyunca istikrarlı olduğu ve modelde yapısal kırılmanın olmadığını ifade edilebilir.

SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye’de 2005:01 – 2018:12 dönemine ait yabancı portföy yatırımları ile borsa performansı göstergesi olarak alınan BIST getiri endeksi arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiyi aylık veriler kullanarak, Pesaran ve Shin (1999) ile Pesaran vd.(2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi ile analiz edilmiştir. Enflasyon oranları ve döviz kuru değişkeni kontrol değişken olarak modele eklenmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının ham verileri kullanılmış, BIST getiri endeksi, enflasyon oranları ve döviz kuru değişkenlerinin doğal logaritmaları alınarak modele eklenmiştir. Analizde iki model kurulmuştur. Birinci model, LNBISTG, LNTÜFE ve LNDOVIZ değişkenlerinin YPNH değişkeni üzerindeki etkisini ölçen Model 1’dir. İkinci model ise, YPNH, LNTÜFE ve LNDOVIZ değişkenlerinin LNBISTG değişkeni üzerindeki etkisini ölçen Model 2’dir. Değişkenlerin birim kök içerip içermediği ADF ve PP testleri ile analiz edilmiştir. Birim kök varlığının tespitinden sonra ARDL sınır testi ve uzun - kısa dönem ilişki sonuçlarına yer verilmiştir.

Yabancı portföy yatırımlarının bağımlı değişken, BIST getiri endeksi, enflasyon oranları ve döviz kurunun bağımsız değişken olduğu Model 1 için;

- **Uzun dönem** ARDL sonuçlarına göre, BIST getiri endeksinin YPNH üzerinde anlamlı etkisi görülmemiş, TÜFE’nin ise YPNH üzerinde etkisi beklenenin aksine pozitif ve anlamlıdır. Bu sonuç hisse senetlerinin yatırımcıyı enflasyona karşı koruduğu şeklinde açıklanabilir. Bu sonuç Haider vd. (2017)’de yaptıkları enflasyonun yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini negatif olarak buldukları çalışma ile çelişmektedir.
- **Kısa dönem** ARDL sonuçlarına göre ise, BIST getiri değişkeninin YPNH üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlıdır. Bu sonuç, yabancı yatırımcıların trend takip eden yatırımcı davranışı sergilediklerini, BIST-100 endeksinin getirisinin yükseldiği dönemlerde yabancı portföy yatırımlarının arttığı, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise yabancı portföy yatırımlarının azaldığı yönündeki teorik beklentiye destekler niteliktedir. Bu sonuç Akar (2006) ve Genç (2015)’de yaptıkları çalışmalarda kısa dönemde BIST-100 endeks getirisinin YPNH üzerindeki etkisini pozitif buldukları araştırma ile benzerlik göstermektedir.

BIST getiri endeksinin bağımlı değişken, yabancı portföy yatırımları, enflasyon oranları ve döviz kurunun bağımsız değişken olduğu Model 2 için;

- **Uzun dönem** ARDL analiz sonuçlarına göre, YPNH'nin BIST getiri endeksi üzerinde etkisi pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Yabancı yatırımcının talebi arttıkça, borsa getiri endeksi de yükselmektedir. BIST'da yabancı yatırımcının payının yüksek olduğu bilgisine de dayanarak bu sonucun beklenen yönde olduğu ve yabancı yatırımcının borsaya etkilediği şeklinde açıklanabilir. Bu sonuç Okuyan ve Erbaykal (2011), Özer (2018), ve Sarılı (2010)'daki çalışmalarında yabancı portföy yatırımlarının BIST-100 getiri endeksi üzerinde etkisini pozitif buldukları çalışma ile benzerlik göstermektedir. TÜFE'nin BIST getiri endeksi üzerinde etkisi beklenildiği gibi negatif yönde ve istatistiki olarak anlamlıdır. TÜFE'nin borsa performansını negatif etkilemesi enflasyonun artmasının ekonomideki olumsuz gidişin bir göstergesi olarak görüldüğü ve yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini satmaya başladığı şeklinde yorumlanabilir. Bu sonuç Saleem vd. (2013) ve Erbaykal vd. (2008)'de çalışmalarında enflasyonun hisse senedi getirileri üzerinde etkisini negatif buldukları çalışma ile benzerdir, Zügül ve Şahin (2009) ve Sayılğan ve Süslü (2011)'de yaptıkları çalışma ile çelişmektedir. Uzun dönemde döviz kurunun BIST getirisi üzerinde etkisi pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Döviz kurunun hisse senedi getirilerine etkisi, Dornbusch ve Fisher (1980)'in geliştirdiği (geleneksel yaklaşım), döviz kurunda gerçekleşen bir değişim hisse senedi fiyatlarını etkiler şeklindeki yaklaşımı ile açıklanabilir. Bu sonuç İlarıslan (2018)'un çalışmasından elde ettiği sonuçları desteklemekte, Yurttañıkımaz (2012)'nin çalışmalarında elde ettikleri sonuçlar ile çelişmektedir.

- **Kısa dönem** analiz sonuçlarına göre, YPNH'nin BIST getiri endeksi üzerindeki etkisi uzun dönemde olduğu gibi, pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Yabancı yatırımcıların borsadaki işlemlerinin borsa performansını etkinliğinin arttırdığı ve uzun dönemde olduğu gibi borsayı etkilediği söylenebilir. Bu sonuç Doğukanlı ve Çetenak (2008)'deki çalışmalarından elde ettikleri sonucu desteklemektedir. Kısa dönemde döviz kuru değişkeninin ise BIST getiri endeksi üzerinde etkisi uzun dönemin aksine, beklenen yönde negatiftir ve istatistiki olarak anlamlıdır. Geleneksel yaklaşıma göre bu sonuç; döviz kurunun artması ile yerel paranın değer kaybetmesi ithalat ağırlıklı bir ülkenin ekonomisini olumsuz etkileyebilmekte dolayısıyla ithalat yapan ülkelerin hisse senedi piyasasının çekiciliği azalmaktadır şeklinde yorumlanabilir.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ÷lkeler arasında yer alan T÷rkiye için önemli bir finansman kaynağı olan yabancı portföy yatırımlarının BIST getiri endeksini takip ettiği ve aynı zamanda BIST getiri endeksini etkilediği gör÷lmektedir. Borsa İstanbul'da yatırımcının talebinin artması ve uzun vadede kalmasının sağlanabilmesi için, ekonomik istikrarın sürekliliğinin sağlanması gerekliliğini ve belirsizlik ortamının olmadığı bir piyasada yatırımcı talebinin artış göstereceği, böylece finansal piyasaların derinlik kazanarak ekonomik gelişim sürecini destekleyeceğini söylemek mümkündür. Yabancı yatırımın yanında, yerli yatırımcının talebinin artması ile finansal açıdan dışa bağımlılığın azalacağı düşün÷lmektedir. Bu bağlamda, 29 Mayıs 2019 tarihinde Hazine ve Maliye Bakanlığının “BES'teki Devlet katkılarının asgari yüzde 10'u BIST 100, BIST Sürdürülebilirlik, BIST Kurumsal Yönetim endeksleri ve Borsa İstanbul AŞ tarafından hesaplanan katılım endekslerindeki paylarda değerlendirilecek.” yönünde alınan bu karar borsaya uzun dönemde fon sağlanması yönünde olumlu bir çaba olarak gör÷lmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Açıkalın, S. ve Ünal, S.,(2007), Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi, Ekin Yayınları, Bursa.
- Açıkalın, S. ve Ünal, S.(2009), Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi, Ekin Basım Yayın Dağıtım. Bursa.
- Akdiş, M., (2002), Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Aksoy, E., (2014), Uluslararası Portföy Yönetimi, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aksöyek, İ. ve Yalçiner, K., (2011), Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim, İstanbul.
- Alkin, E., (2001), Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi, TCMB yayınları, Ankara.
- Arıkan, D., (2006), Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Arıkan Yayıncılık, İstanbul.
- Aslan, N., (1997), Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Türkmen Kitabevi, 2.Baskı, İstanbul.
- Berk, N., (2003), Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Boratav, K., (2010), Türkiye İktisat Tarihi 1908-2007, İmge Kitabevi, Ankara.
- Bulutoğlu, K.(1970), Türkiye’de Yabancı Sermaye, Gerçek Yayınevi, İstanbul.
- Ceylan, A., Korkmaz, T., (2010), İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Civan, M., (2007), Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara
- Çeken, H., (2003), Küreselleşme Yabancı Sermaye ve Türkiye Turizmi, Değişim Yayınları, ISBN: 975-8289-713-.
- Doğukanlı, H.,(2001),Uluslararası Finans, Nobel Kitabevi, Adana.

- Doğukanlı, H. (2012). Uluslararası Finans, Karahan Kitabevi,3. Baskı, Adana.
- Drake, P. ve Fabozzi, J. F., (2010), The Basics of Finance, An Introduction to Financial Markets, Busines Finans and Portfolio Management, United States of America.
- Enders, W., (2004), Applied Econometric Time Series, Second Edition, Wiley International Edition.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü., (2005), Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim, Ankara.
- Ertek, T., (1996), Ekonometriye Giriş, Beta Yayınları, İstanbul.
- Fisher, I. (1930), The Theory of Interest. New York, Macmillan.
- Gujarati, D. N., (1999), Temel Ekonometri, (Çev. Ü. Şenesen & G.G. Şenesen), Literatür Yayınları, İstanbul.
- Karagül, M. (2010), Tehdit ve Fırsatlarıyla Dünya Ekonomisi, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Karan, M. B.,(2013), Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karlık, Rıdvan (1996), Türkiye Ekonomisi, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., İstanbul
- Karlık, S. R. (2003). Uluslararası Ekonomi, Bilim Teknik Yayınevi, 11. Baskı, İstanbul.
- Madura, J., (2012), Uluslararası Finansal Yönetim I, Kısaltılmış, (10. Baskı), (H. Doğukanlı çev.), Nobel Basım Yayınları, Ankara.
- Serper, Ö., (1993), Uygulamalı İstatistik, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2001), Uluslararası İktisat, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H.,(2003), Uluslararası Finans, Kurtiş Matbaası, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası İktisat Teori ve Politika, Kurtiş Matbaası, İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2007),Uluslararası İktisat, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2016), Uluslararası Finans, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Tarı, R., (2015), Ekonometri, Umuttepe Yayınları, Kocaeli

Uras, G.(1979), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İktisadi Yayınları Ltd., 1. Baskı, İstanbul.

Uzunoglu, S., (1998), Yeni Finansman Teknikleri, Strata, 2. Baskı, İstanbul.

Yalçiner, K. (2012), Uluslararası Finansman, Detay Yayıncılık, Ankara.

Makaleler

Akar, C. (2006), "Hisse Senedi Fiyatlarıyla Yabancı İşlem Hacmi Arasında Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı". Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 37, 185-192.

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

Akıncı, G. Y. ve Küçükçaylı, F., (2016), “Hisse Senedi Piyasası ve Döviz Kuru Mekanizmaları Üzerine Bir Panel Veri Analizi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 127-148.

Alp, A.,(1999), “Uluslararası Finansal Sistemin Yeni Mimarisi” İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Nisan-1999, s. 12-21

Arslan, S. ve Çiçek, M., (2017), “Yabancı Portföy Yatırımları ile Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi” Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 292-299.

Baek, I. M., (2006), "Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment?". Journal of Asian Economics, 17(2), 363-373.

Baklacı, H. F.,(2009), “İMKB’de Yabancı Yatırımcı İşlemleri ve Getiri Etkileşimi Üzerine Amprik Bir Çalışma”, İMKB Dergisi, Yıl:11, Sayı: 42, İstanbul, 38-59.

Balkan, E., Biçer, G. ve Yeldan, E.,(2002), "Patterns Of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy". Working Paper presented at the International METU Conference on Economics VI, September, Ankara, Turkey.

- Bartram, S. M. ve Dufey, G.,(2001), “International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol.10, No. 3, August.
- Başoğlu, U., (2000), “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4, 88-99.
- Baydaş, Y. ve Polat, M., (2018), “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Borsa İstanbul’a Etkisinin Belirlenmesi”, *Bingöl Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Yıl:2, Cilt:2, Sayı:2, Aralık, 35-46.
- Becker, C. ve Noone, C. (2009), “Volatility in International Capital Movements”, *Research Discussion Paper, International Department Reserve Bank of Australia*.
- Belen, M. ve Karamelikli, H., (2016), “Türkiye’de Hisse Senedi Getirileri ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: ARDL Yaklaşımı”, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 34-42.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B.(1998), “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, *İstanbul Ticaret Odası Yayın no:58*
- Brennan, M. J. ve Cao, H.H.,(1997), “International Portfolio Investment Flows”, *The Journal Of Finance*, Cilt: 52, No:5, 1851-1880.
- Brown, R. L., Durbin, J. ve Evans, J. M., (1975), “Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships over Time”, *Journal of the Royal Statistical Society*. Vol.37, Issue.2, (149-192).
- Byrne, J. P. ve Fiess, N. (2011), “International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants, Scottish Institute for Research in Economics”, *Discussion Papers*, 1.
- Calvo, G., Leiderman, L. ve Reinhart, C., (1993) “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol.40, No.1, March , ss.108-151.

- Calvo, G., Leiderman, L.ve Reinhart, C., (1996) “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, Journal of Economic Perspectives. Vol.10, No.2, Spring, ss.123-139.
- Candemir, A., (2009), “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler”, Ege Akademik Bakış Dergisi, 9 (2), 659-675.
- Chaudhry, I. S., Farooq, F. ve Mushtaq, A.,(2014), “Factors Affecting Portfolio Investment in Pakistan: Evidence From Time Series Analysis”, Pakistan Economic and Social Review Vol:52, No: 2, 141-158
- Çatıkkaş, Ö, Okur, M., (2000), "İMKB’de Yabancı Yatırımcılar Ve İMKB Ulusal100 Endeksi Üzerine Etkileri", Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi.
- Çelebican, G., (1979), “Mevduat Sertifikaları”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 36 (1), 271-294.
- Çinko, L. (2009), “Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, Marmara Üniversitesi. İ.İ.B.F Dergisi, Sayı:1, 117-131.
- Çöldemli, F.,(2015), “Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ile Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: 2003-2013”, Electronic Journal of Vocational Colleges, December, 59-64.
- Dahlquist, M., ve Robertsson, G., (2002),“Direct Foreign Ownership Institutional Investors, And Firm Characteristics”, Journal Of Financial Economics, Cilt: 59, 413-440.
- Darrat, A. F. ve Benkato, O. M., (2003),“Interdependence And Volatility Spillovers Under Market Liberalization: The Case Of Istanbul Stock Exchange”, Journal Of Business Finance And Accounting, Cilt:30, No:7-8, 1089-1114.
- Demeritte, K.,(2000), “Capital market Development And Foreign Portfolio Investment In The Bahamas”, The Central Bank Of Bahamas, 1-32.
- Demircan, H., (2003), “Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi, No.35, Ankara.

- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979), "Distribution of the Estimators For Autoregressive Time Series With Unit Roots", *Journal of American Statistical Association*, 74(366a), 427-431.
- Dickey, D. A. ve Fuller W. A., (1981), "Likelihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With A Unit Root", *Econometrica*, Vol.49, Is.4, (1057-1072).
- Direkçi, T. B. ve Kaygusuz, S.,(2013), "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler ile Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği", *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Yıl:5, Sayı:9, Kasım, 28-42.
- Dodd, R. (2002), "Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation, United Nations University", *Discussion Paper*, No: 2002/93, WIDER.
- Doğukanlı, H. ve Çetenak, E. H., (2008), "Yabancı Portföy Yatırımları ile Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki: İMKB'de Sınama", *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:12, Sayı:2, 37-57.
- Dornbusch, R., Fischer, S. (1980), "Exchange Rates and the Current Account", *American Economic Review*, Vol: 70, No: 5, p. 960-971.
- Driessen, J., Laeven, L., (2007), "International Portfolio Diversification Benefits: Cross-Country Evidence From a Local Perspective", *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1693-1712.
- Elmas, B., (2011), "Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB'ye Etkisi: İMKB'de Endeks Bazlı Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, Cilt:12, Sayı:47, 1-18.
- Elmas, B. ve Esen, Ö., (2011), "Hisse Senedi Fiyatları İle Döviz Kuru Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi; Farklı Ülke Piyasaları İçin Bir Araştırma", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 153-170.
- Emir, M. ve Kurtaran, A. (2005), "Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 28, 37-47.
- Erbaykal, E., Okuyan, H.A. ve Kadioğlu, O., (2008), "Real Macroeconomic Variables and Stock Prices: Test of Proxy Hypothesis in Turkey", *Yeditepe International Research Conference On Business Strategies*, 1-8.

- Ergül, N. (2004), “ Ülkemizde Doğrudan Yabancı Yatırımların Durumu”, Vergi Dünyası, Yıl:23, Sayı:270.
- Erkiletlioğlu, H. ve Gürler, A., (2007), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengelere Etkileri: Türkiye Örneği”, Türkiye Genç İş Adamları Derneği (TÜGİAD), 7. Bilimsel Eser Yarışması.
- Errunza, V. R.,(1977), “Gains From Portfolio Diversification Into Less Developed Countries, Securities”, Journal Of International Business Studies, Cilt: 8, No:2, 83-99.
- Errunza, V., (2001),“Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, And Economic Development”, Review Of International Economics, Cilt: 9, No:4, 703-726.
- Evans, K., (2002), “Foreign Portfolio and Direct Investment; Complementarity, Differences and Integration”, Global Forum on International Investment, Shanghai, 5-6 December.
- Eyüboğlu, S. ve Eyüboğlu, K., (2018), “Enflasyon Oranı ile Borsa İstanbul Sektör Endeks Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi” Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 89-99.
- Felek, Ş., Yayla, N. Ve Çağlar, A., (2018), “Türkiye’de AB Doğrudan Yatırımları, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisine ARDL Yaklaşımı”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, UIİİD-IJEAS, 2018 (20):63-82.
- Fama, E. F., (1981), “Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money”, The American Economic Review, 71 (4), 545 - 565.
- Freeman, N. J. ve Bartels, F. L.,(2000), “Portfolio Investment In Southeast Asia”s Stock Markets: A Survey Of Institutional Investors” Current Perceptions And Practices”, Economics And Finance, No:3, Nisan, 1-46.
- Goldberg, L. S., (2009), “Exchange Rates and Foreign Direct Investments”, Encyclopedia of World Economy, Princeton University Press.

- Gökkent, G.,(1997), “Theory of Foreign Portfolio Investment”, Florida International University, (Phd dissertation), Miami-Florida.
- Gövdere, B.,(2003), “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği”, Nisan.
- Granger, C.W.J.,(1969), “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods”, *Econometrica*, 37(3), 424-438.
- Gümüş, G. K., (2010),“Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği”, *İMKB Dergisi*, Cilt:11, Sayı:44, 61-96.
- Gümüş, G. K., Duru, A. ve Güngör, B., (2013), “ The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables”, *European Scientific Journal*, Vol:9, No:34, December, ISSN: 1857 – 7881
- Güneş, S., (2007), “Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği” *Sosyoekonomi Dergisi*, 12-32.
- Gür, N.,(2014), “Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri”, *MÜSİAD Araştırma Raporları*: 90.
- Haider, M. A., Khan, M. A., Saddique, S. ve Hashmi, S. H.,(2017), “ The Impact of Stock Market Performance on Foreign Portfolio Investment in China”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol:7 Issue:2, 460-468.
- Hearn, B. ve Piesse, J.,(2010), “Market Liquidity and Stock Size Premia in Emerging Financial Markets: The Implications for Foreign Investment”, *International Business Review*, Cilt: 19, Sayı:5, 489-501.
- Horasan, M., (2008), “Enflasyonun Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Uygulama” 427 – 435.
- İktisadi Kalkınma Vakfı (2002), “Avrupa Birliği’nin Sermayenin Serbest Dolaşımı Konusundaki Mevzuatı Ve Türkiye’nin Uyumu”.
- İlarıslan, K., (2018). “Kısa ve Uzun Dönemde Döviz Kurları İle Borsa Endeksi Arasındaki İlişkinin Açıklanmasına Yönelik Ampirik Bir Çalışma”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 36, Sayı 1, 83-104.

- İMKB, (1994), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İMKB Araştırma Müdürlüğü, İstanbul.
- İşeri, M. ve Aktaş, Z., (2005), “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler (1997-2005 Dönemi)”, Yaklaşım Dergisi, Sayı:151, Temmuz-2005, 371-385.
- Joseph M.F., ve Fosu O.A.E., (2006). “ Aggregate Import Demand and Expenditure Components in Ghana: An Econometric Analysis”, MPRA Paper No. 599, 1-21.
- Kandır, S. Y.,(2008), “Yabancı Yatırımcıların Türkiye’deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 38. 199-210.
- Kar, M., ve Kara, M., (2004), “Gelişmekte Olan Ünelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Nisan, 70-78
- Kar, M., ve Tatlıöz, F., (2008), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İİBF Dergisi, Yıl:10, Sayı:14, Aralık.
- Karahan, Ö. ve İpek, E., (2013), “Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler”, Yönetim ve Ekonomi Araştırma Dergisi, Sayı:21, 299-316.
- Karolyi, G. A.,(2001) “Did the Asian Financial Crisis Scare Foreign Investors Out of Japan?”,1-32.
- Karpuz, F. ve Kızıltan, A., (2014), “Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar İle Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki” Ekev Akademi Dergisi, Yıl:18, Sayı:60, 197-210.
- Kaya, Y. T., (1998), “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, Devlet Planlama Teşkilatı(DPT), Ankara.
- Kim, W., Wei, S. J., (2002), "Foreign portfolio investors before and during a crisis", Journal of International Economics, 56(1), 77-96.
- Knill, A. M., (2005),“ Can Foreign Portfolio Investment Bridge The Small Firm Financing Gap Around The World?”, World Bank Policy Research Working Paper, No: 3796, 1-48.

- Korkmaz, T., (2001), “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerinin Rolü”, İMKB Dergisi, Cilt.5, Sayı.17, Ocak-Mart.
- Korkmaz T. ve Birkan, E.,(2008), “Portföy Seçimi: Uluslararası Hisse Senetleri Portföylerine Uygulaması, İMKB Dergisi, Cilt:10, Sayı:40, 69-104.
- Kökocak, K. ve Arslan, İ.,(2007), “Türkiye’de Yabancı Sermayenin Sermaye Birikimi’ne Katkısı:1980-2005”, Mevzuat Dergisi, Yıl: 9,Sayı: 109, Ocak .
- Kreicher, L. L.,(1981), “International Capital Flows And Real Rates Of Interest”, The Review Of Economics And Statistics, Cilt: 63, No:1, 20-28.
- Krugman, P. R. ve Obstfeld, M. (2006), “International Economics Theory and Policy”, Pearson International Edition, Boston: Seventh Edition.
- Kula, F., (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 4 (2), 141-155.
- Lay, L. ve Wickramanayake, J.,(2007), “Role Of Inward Foreign Portfolio Investment In Transition Of Singapore To A High Income Economy: First 25 Years”, The Icfai Journal Of International Business, Cilt: II, No:4, 1-18.
- Levine, R., Zervos, S.,(1998), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", World Development, 26(7), 1169-1183.
- Liljeblom, E. ve Löflund, A., (2000) “Determinants of International Portfolio Investment Flows To a Small Market: Empirical Evidence”, 1-25.
- Lin, A. Y., (2006), "Has the Asian Crisis Changed the Role of Foreign Investors in Emerging Equity Markets: Taiwan's Experience", International Review of Economics & Finance, 15(3), 364-382.
- MacKinnon, J. G. (1991), “Critical Values for Cointegration Tests”, Engle, R.F. – Granger, C.W.J. (Eds.), Long-Run Economic Relationship: Readings in Cointegration, Oxford University Press, New York, 267-276.
- Markowitz, H., (1952), "Portfolio Selection", The Journal of Finance, 7(1), 77-91.
- Middleton, C. A. J. ve Fifield, S. G. M., Power, D. M., (2008), "An Investigation of The Benefits of Portfolio Investment in Central and Eastern European Stock Markets", Research in International Business and Finance, 22(2), 162-174

- Mutan, O. C. ve Çanakçı, E., (2007), “ Makroekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Piyasaları Üzerindeki Etkileri”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1-37.
- Narayan, P.K. ve Smyth, R., (2006), “Higher Education, Real Income and Real Investment in China: Evidence From Granger Causality Tests”, Education Economics, Vol.14, Issue.1, 107-125.
- Neumann, R. M., Penl, R. ve Tanku, A. (2009), “Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently”, International Review of Economics and Finance, 18, 488-501.
- Okuyan, H. A. ve Erbaykal, E. (2011), "İMKB’de Yabancı İşlemleri ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi". Doğu Üniversitesi Dergisi, 12(2), 256-264.
- Özçam, M., (1997), “Varlık Fiyatlama Modelleri Aracılığıyla Dinamik Portföy Yönetimi”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 104, Ankara.
- Özer, N., (2018), “Türkiye’de Yabancı İşlemleri ve Borsa”, Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:5, Sayı:32, Aralık, 1-10.
- Öztekin, D.ve Erataş, F.,(2009), “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması”, Paper presented at EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics, 17-19 Haziran 2009, Eskişehir, 1-20.
- Pain, N.,(1993), “Financial Liberalization and Foreign Portfolio Investment In The United Kingdom”, Oxford Economic Papers, New Series, Cilt: 45, No: 1, 83-102.
- Pal, P., (2006),“Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic development: A Case Study of India”, Sao Paulo, Brazil, 1-24
- Pazarlıoğlu, M. V., ve Gülay, E., (2007), “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1992:1-2005: IV”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9 (2), 201-221.

- Peseran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R., (2001), “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol.16, Issue.3, (289- 326).
- Phillips, P. C. ve Perron, P., (1988), “Testing For Unit Root In Time Series Regression”, *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Saleem, F., Zafar, L. ve Rafique B., (2013), “Long Run Relationship Between Inflation and Stock Return: Evidence From Pakistan” *Social Sciences and Humanities*, ISSN-L: 2223-9553, ISSN: 2223-9944, Vol. 4 ,No. 2, 407 – 415.
- Salvatore, D. (2007), “International Economics. United States of America”, Ninth Edition, John Wiley and Sons Inc. Press.
- Sayılğan, G. ve Süslü, C., (2011), “Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt:5, Sayı:1, 73-96.
- Solnik, B., (1996), “International Investments” Addison- Wesley Publishing Company, 3rd Edition, Massachusetts, s. 106.
- Somuncu, K. ve Karan, M. B., (2005),“Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Etkileri”, 9. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı, Kapadokya.
- Sümer, K. K., (2006), “White’in Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, S.4, (12-28).
- Suzuki, K. ve Tanimoto, K., (2010),“Does Foreign Investment Matter? Effects Of Foreign Investment On The Institutionalisation Of Corporate Social Responsibility By Japanese Firms”, *Asian Business & Management*, Cilt:9, Sayı:3, 379-400
- Şahin, G. ve Gökdemir, L., (2016), “İnsani Gelişme Endeksi Bileşenlerinin Türkiye Ölçeğinde ARDL Sınır Testi İle Sınanma”, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1-24.

- Şenol, Z. ve Koç, S.,(2018), “Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin VAR Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği” Uluslararası İktisadi ve İdari İnceleme Dergisi, Şubat,1-20.
- Tezcanlı, M. V., Bayraktar S. K., Erdoğan O., Görgünay H., Tan, E., Uytun, E., (1994), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İMKB Araştırma Yayınları No:3, İstanbul.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), (2007),” Ulusal ve Uluslararası Piyasalar”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Lisans Eğitim Kılavuzu, Temmuz.
- Vergil, H. ve Karaca, C.,(2010), “Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi”, Ege Akademik Bakış, Cilt:10, Sayı:4.
- Weiss, A. ve Nikitin, G. A.,(2004),“Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence From The Chech Republic”, The Berkeley Electronic Press, Cilt:4, No:1, 1-51.
- Wildmann, C. (2011), "What drives portfolio investments of German Banks in Emerging Capital Markets?". Financial Markets and Portfolio Management, 25(2), 197-231.
- Yalçın, K., (2001), “İMKB’ de Portföy Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 16 (178), 1-12.
- Yapraklı, S., Bozma, G. ve Akdağ, M., (2019), “Döviz Kurlarının Yabancı Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkilerinin ARDL ve NARDL Yöntemleri ile İncelenmesi”, İzmir İktisat Dergisi, 1-13.
- YASED, (1988), “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İncelemeYarışması, Yased Yayınları No:33, İstanbul.
- Yıldız, A. (2012), "Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 26(1),23-37.
- Yurttañıkmaz, Z. Ç., (2012), “Döviz Kuru ve Enflasyonun Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, Ekev Akademi Dergisi, Sayı: 51, 393 – 410.

Yüce, A. (1997). "Türkiye’de Liberalizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi". İMKB Dergisi, Cilt:1, No:4,1-13.

Zengin, A. (2003), “Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme”, İktisat İşletme ve Finans, 18 (3), 51-67.

Zügül, M. ve Şahin, C., (2009), “İMKB 100 Endeki İle Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama” Akademik Bakış, 1 -16.

Tezler

Aslan, Ç., Sektörel Bazda Yabancı Sermayenin Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,2010.

Aydın, Ö., Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma ve Türkiye’de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008.

Bostan, F., Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Makroekonomik Etkileri, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Hatay,2010.

Çatıkkaş, Ö., Çok Uluslu Şirket Teorileri Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2000.

Çetenak, E. H., Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana,2006.

Dursun, G., “Yabancı Doğrudan Yatırımları ve Belirleyicileri”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2004, s.8

Duru, A., The Relationship Between Foreign Portfolio Investment To Istanbul Stock Exchange And Manin Macroeconomic Variables, Master Thesis, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2013.

- Efe, Birol., Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2002.
- Genç, E., Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Afyonkarahisar, 2015.
- Gündoğdu, H., Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Hatay, 2014.
- Gürbüz, R., Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, 2006.
- İnandım, Ş., (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005.
- Jaensubhakij, P., Foreign Portfolio Investment, And Inflation In Emerging Stock Markets, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Department Of Economics, Stanford University, 1998.
- Kahveci, Ş., Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi (1984-2013), Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Trabzon, 2016.
- Kaya, A., Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum, 2011.
- Keskin, S., Yabancı Portföy Yatırımlarının Makroekonomik Parametreler Üzerine Etkisi: BIST100 Endeks Uygulaması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2014.

- Kurt, G., Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir,2007.
- Musa, X., Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri, Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek lisans Tezi, İzmir, 2017.
- Özcan, M., “Yabancı Portföy Yatırımlarının Borsa İstanbul’a Etkisi”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, Yüksek lisans Tezi, Erzurum,2013.
- Özcan, A., “Yabancı Portföy Yatırımlarının BIST ve İMKB’ye Etkisi(2005-2015 Dönemi)”, İstanbul Kültür Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, Yüksek lisans Tezi, İstanbul,2018.
- Sarılı, S., Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek lisans Tezi, İstanbul, 2010.
- Vural, G., Türkiye Portföy Yatırımlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek lisans Tezi, İstanbul, 2009.
- Yılmaz, T., Finansal Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Isparta,2014.

Diğer Kaynaklar

- CSIS (Center for Strategic and International Studies), 2002, “Factors Influencing Foreign Investment Decisions”.
(<http://www.globalization101.org/issue/investment>).
- IMF, (2002), “International Investment Position: A Guide to Data Sources”, International Monetary Fund, Statistics Department, Washington, D.C.
- IMF, (2009), “Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6).
- IMF, “Balance of Payments Manual: Conceptual Framework”, 5nd Edition, 1993, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf> (23.01.2019).

- Karluk, R., (1997), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”,<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyapsermya.t.doc> (19.03.2019).
- OECD, “Benchmark Definition of Foreign Direct Investment”, 4th Edition, 2008, <http://www.oecd.org/dataoecd/26/50/40193734.pdf> (23.01.2019).
- Studies, T., (2013), Strategic Financial Management Retrieved From http://220.227.161.86/19350sm_sfm_finalnew_cp7.pdf.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Yabancı Sermaye Raporu, 2002, s.10.
- TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri
- TCMB, Türkiye’nin Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Altıncı El Kitabı’na Geçiş Süreci Hakkında Açıklama, Ağustos, 2014.
- TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Analitik Sunum, Nisan 2019.
- Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/DISILISKILER/32sayilikarar.htm>, (26.1.2019).

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı Soyadı : Fundagül AKDOĞAN

Doğum Yeri : Silifke/ Mersin

Medeni Hali : Evli

Eğitim Durumu :

Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi /İşletme Bölümü

Yabancı Diller ve Düzeyi : İngilizce: 58.75

İş Deneyimi : -

Bilimsel Çalışmalar : -