

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşe Fatma ZEHRİROĞLU

Danışmanı: Doç. Dr. Rüstem YANAR

GAZİANTEP
AĞUSTOS 2019

*Eğitim Hakkı Elinden Alınan Tüm Kız çocukları
ve Yol Arkadařım Emine ÖZBAY (1993-2007)*

Anısına..



T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler:Türkiye Örneği

Ayşe Fatma ZEHİROĞLU

Tez Savunma Tarihi: 27.08.2019


Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı


Doç.Dr.Erol ERKAN
SBE Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları sağladığımı onaylarım.

Prof.Dr.İbrahim ARSLAN
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımca (tarafımızca) okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.


Doç.Dr.Rüstem YANAR
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

Dr.Öğr.Üyesi Eda DİNERİ (Başkan)

Doç.Dr.Rüstem YANAR (Danışman)

Dr.Öğr.Üyesi M.Akif DESTEK (Üye)

İmzası


ÖZET

PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ZEHİROĞLU, Ayşe Fatma
Yüksek Lisans Tezi, İktisat ABD
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Rüstem YANAR
Ağustos 2019, 82 Sayfa

Finans piyasası Bretton Woods Sistemi'nin 1970'li yılların başında kaldırılması, teknoloji ve haberleşme alanındaki gelişmeler sonrası serbestleşme yoluna gitmiştir. Finansal alandaki serbestleşme akabinde uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşmeyi getirmiştir. Serbestleşmeyle birlikte uluslararası piyasada aktif ve engelsiz yatırım imkânı bulan yatırımcı, riskin az getirinin çok olduğu yatırım aracının bulunduğu ülkeye yönelmiştir. Özellikle 1990'lı yıllarda yüksek getiri imkânı sağlayan gelişmekte olan ekonomi piyasaları bu amaçla hareket eden yatırımcılar için büyük bir cazibe merkezi haline gelmiştir.

Çalışmanın temel amacı, uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşme sonrası yoğun sermaye akımına uğrayan gelişmekte olan ekonomilerden biri olan Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarına etki eden iten (dışsal) ve çeken (içsel) faktörleri analiz etmektir. Bu kapsamda Türkiye ekonomisinde 2007:1-2018:12 dönemi portföy yatırımları ile BİST-100 Endeksi, Cari İşlemler Dengesi, FED Faiz Oranı, Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE), TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ve VIX Endeksi arasındaki ilişki ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testi yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, uzun dönemde portföy yatırımları ile Cari İşlemler Dengesi ve FED Faiz Oranı arasında negatif; TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ile ise pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. BİST-100 Endeksi, Reel Kesim Güven Endeksi ve VIX Endeksinin portföy yatırımları üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Uygulanan nedensellik testi sonucu BİST-100 Endeksi, FED Faiz Oranı ve VIX Endeksinin portföy yatırımlarının nedeni olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları, İten ve Çeken Faktörler, ARDL Sınır Testi Yaklaşımı, Toda-Yamamoto Nedensellik Testi

ABSTRACT

FACTORS AFFECTING PORTFOLIO INVESTMENTS: TO EXAMPLE TURKEY

ZEHIROGLU, Ayşe Fatma
M. A. Thesis, Department of Economics
Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Rüstem YANAR
August 2019, 82 Pages

In the early 1970s the abolition of Bretton Woods System's after the developments in the field of technology and communication, the financial market has gone to liberalization. The liberalization in the financial field followed the liberalization of international capital movements. With the liberalization, the investor has the opportunity of active and unobstructed investment in the international market, the risk is directed to the country where the investment instrument has little return. Especially in the 1990s, the emerging economic markets, which provide high returns, have become a major attraction for investors who act for this purpose.

The main purpose of the study, after the liberalization of international capital movements is which one of the emerging economies, portfolio investments to intended for Turkey economy intended to analyze the pushing and pulling factors that affect. In this context, in Turkey's economy 2007: 1-2018: 12 term with portfolio investments BIST 100 Index, Current Account Balance, Fed Interest Rate, Real Sector Confidence Index (RKG), the Central Bank Monthly Deposit Rates and VIX Index the relationship between ARDL Bound Testing Approach and Toda-Yamamoto Causality Test methods were analyzed using. In the results of working, a negative relationship between portfolio investments and current account balance and FED interest rate; The Republic of Turkey's central bank Monthly Deposit Rates have been identified as having a positive relationship. It is concluded that BIST-100 Index, Real Sector Confidence Index and VIX Index do not affect portfolio investments. As a result of the causality test applied, BIST-100 Index, FED Interest Rate and VIX The index was found to be the cause of portfolio investments.

Keywords: International Capital Movements, Portfolio Investments, Pushing and Pulling Factors, ARDL Boundary Test Approach, Toda-Yamamoto Causality Test

ÖN SÖZ

Gelişmekte olan ekonomilerde ulusal yatırımlarda kullanılacak kaynak, faizsiz/borçsuz kredi imkanı sağlayan portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kanalıyla tahsis edilmektedir. Sıcak para olarak da adlandırılan portföy yatırımları bu yönüyle, özellikle Türkiye gibi borçlanma yükü fazla, ulusal ve uluslararası ekonomik konjonktürde nitelikli bir ilerleme sağlayamamış, kırılgan bir finansal ve makroekonomik yapıya sahip ekonomiler için büyük önem arz etmektedir.

Yatırımları ekonomilerine çekmek isteyen ülkeler arasındaki rekabet zaman içerisinde finans piyasasındaki yatırım araçlarını çeşitlendirmiş ve finans piyasalarının daha yatırım yapılabilir hale gelmelerini sağlamıştır. Ancak bu süreçte yatırımcıların karar alma kriterlerinde değişimler meydana gelmiştir. Yatırımcıların yatırım kararı aşamalarında hangi faktörlerden etkilendiği, gösterge olarak neleri dikkate aldığı ekonomi çevreleri ve bu ülkeler için merak konusu olmuştur.

Türkiye ekonomisi özelinde portföy yatırımlarına etki eden faktörleri incelediğimiz çalışmamızın başlangıç sürecinden bugüne kadarki zaman diliminde, gerek bilimsel katkıları ve gerekse tecrübeleriyle yol gösteren başta tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Rüstem YANAR'a ve değerli Hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Eda DİNERİ'ye engin sabırları, hoşgörü ve desteklerinden dolayı teşekkür ederim. Ayrıca eğitim hayatım boyunca bana emeği geçen tüm Hocalarıma ve tez jürimde yer alan sayın hocalarıma emeklerinden ötürü teşekkürü bir borç bilirim.

Hayatımın en zor ve belki de yeterli gelmeyecek teşekkürü ailem için. Başta canım babam Hacı ZEHİROĞLU ve canım annem Leyla ZEHİROĞLU olmak üzere ablam, ağabeylerim, yeğenlerim ve yengelerime hayatıma kattığınız her bir değer, emek, dua, gözyaşı, alın teri, sonsuz sevgi ve güven için teşekkür ederim. Bu süreçte yanımda olan, manevi desteğini bir an olsun esirgemeyen dostlarıma teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖN SÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar DİZİNİ	vi
ŞEKİLLER DİZİNİ	vii
KISALTMALAR DİZİNİ	viii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	4
1. KAVRAMSAL ÇERÇEVDE PORTFÖY YATIRIMLARI VE TARİHSEL GELİŞİMİ.....	4
1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ	4
1.2. PORTFÖY YATIRIMLARI	7
1.2. PORTFÖY YATIRIM TÜRLERİ	10
1.2.1. Hisse Senetleri.....	10
1.2.2. Borç Senetleri.....	11
1.3. PORTFÖY YATIRIMLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ	11
1.4. PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	16
1.4.1. İten (Dışsal) Faktörler	17
1.4.1.1. ABD Faiz Oranı	17
1.4.1.2. Korku Endeksi (VIX).....	18
1.4.2. Çeken (İçsel) Faktörler.....	19
1.4.2.1. BİST-100 Endeksi.....	19
1.4.2.2. Cari İşlemler Dengesi.....	20
1.4.2.3. Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE).....	21
1.4.2.4. TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı	21
İKİNCİ BÖLÜM	23
2. TÜRKİYE EKONOMİSİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI.....	23
2.1. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN KÜRESELLEŞME SÜRECİ	23
2.2. TÜRKİYE EKONOMİSİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI	25

2.2.1. 1989-1999 Dönemi Portföy Yatırımları.....	25
2.2.2. 2000-2008 Dönemi Portföy Yatırımları.....	27
2.2.3. 2009-2018 Dönemi Portföy Yatırımları.....	29
2.3. LİTERATÜR TARAMASI.....	30
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	43
3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ.....	43
3.1. VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLER.....	43
3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM.....	44
3.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık Analizi	44
3.2.2. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı.....	46
3.2.2. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	48
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	50
4. EKONOMETRİK BULGULAR	50
4.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI.....	50
4.2. ARDL SINIR TESTİ YAKLAŞIMI SONUÇLARI	51
4.3. TODA-YAMAMOTO NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI.....	57
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	60
KAYNAKÇA	65
ÖZGEÇMİŞ.....	73
VİTAE.....	73

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Net Portföy Yatırımları (Milyar \$) (1990-2018)	9
Tablo 3.1. Veri Seti	43
Tablo 4.1. Birim Kök Testi Sonuçları	50
Tablo 4.2. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Sınır Testi Sonuçları	53
Tablo 4.3. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Teşhis Testleri Sonuçları	53
Tablo 4.4. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Uzun Dönem Katsayıları	54
Tablo 4.4. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Kısa Dönem Katsayıları	55
Tablo 4.5. Todo-Yamamoto Nedensellik Testi Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	57
Tablo 4.6. Toda Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları	58

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(1989-1999) .	26
Şekil 2.2. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(2000-2008) .	27
Şekil 2.3. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(2009-2018) .	29
Şekil 4.1. Modelin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	52
Şekil 4.2. CUSUM Testi	56
Şekil 4.3. CUSUM Q Testi	56

KISALTMALAR DİZİNİ

- ABD: Amerika Birleşik Devletleri
 ADF: Augmented Dickey Fuller
 ADV: Aylık Döviz Vaziyeti Raporlaması
 AIC: Akaike Info Criterion
 ARCH: Autoregressive Conditional Heteroscedasticity
 ARDL: Autoregressive Distributed Lag (Dağıtılmış Oto-regresif Model)
 BAE: Birleşik Arap Emirlikleri
 BIITS: Kırılğan Beşli (Brazil, India, Indonesia, Turkey, South Africa)
 BİST: Borsa İstanbul
 CBOE: Chicago Board Options Exchange (Chicago Yönetim Kurulu Opsiyon Borsası)
 CDS: Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Takası)
 C.Ü.: Cumhuriyet Üniversitesi
 DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri
 EKK: En Küçük Kareler
 EMBI+: Emerging Markets Bond Index (Yükselen Ekonomiler Tahvil Endeksi)
 EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
 FED: Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
 FRED: Federal Reserve Economic Data
 GSYH: Gayrı Safi Yurtiçi Hâsıla
 G-20: Group of 20 (Grup 20)
 GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler
 GÜ: Gelişmiş Ülkeler
 HQC: Hannan&Quinn Criterion
 IIP: International Investment Position (Uluslararası Yatırım Pozisyonu)
 IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
 İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
 IPSA: International Political Science Association (Uluslararası Siyaset Bilimi Birliği)
 JALSH: FTSE/JSE Africa All Share Index (Afrika Borsası Endeksi)
 KPSS: Kwiatkowski, Phillips, Schmidt & Shin
 KS11 (KOSPI): Korea Stock Exchange (Kore Borsası Endeksi)
 Merval: Argentina Stock Market (Arjantin Borsası Endeksi)
 MICEX: Moscow Exchange Index (Moskova Borsası Endeksi)
 MXSE: Metropolitan Stock Exchange (Hindistan Borsası Endeksi)
 NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organization (Ulusal Kabul Görmüş İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları)
 OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

PP: Phillips Perron
RKGE: Reel Kesim Güven Endeksi
OGBECSEC: U.S. Securities and Exchange Commission (ABD Sermaye Piyasası Kurulu)
SETI: Search for Extra-Terrestrial Intelligence (Dünya Dışı Akıllı Yaşam Araştırması)
SIC: Shwarz Info Criterion
SNA: System of National Accounts (Ulusal Hesaplar Sistemi)
SPSS: Statistical Package for the Social Sciences (Sosyal Bilimler için İstatistiksel Paket)
SVAR: Structural Vector Autoregression Model (Yapısal Vektör Oto-regresyon Modeli)
S&P: Standart and Poor's
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGE: Tüketici Güven Endeksi
TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu
TWII: Taiwan Weighted Index (Tayvan Borsası Endeksi)
UN: Birleşmiş Milletler
UYP: Uluslararası Yatırım Pozisyonu
VAR: Vector Autoregression Model (Vektör Oto-regresyon Modeli)
VECM: Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)
VIX: Volatility İndeks (Korku Endeksi)
WB: Worl Bank
WIG-20: Warsaw Stock Exchange (Polonya Borsası Endeksi)

GİRİŞ

1970'li yılların sonlarına doğru finansal piyasalarda artan baskılardan dolayı gelişmiş ekonomi sermaye piyasalarında tasarruf fazlası, gelişmekte olan ekonomi sermaye piyasalarında ise tasarruf kıtlığı yaşanmıştır. Piyasalar oluşan uluslararası ekonomik konjonktür, McKinnon ve Shaw'ın finansal liberalleşmeye yönelik görüşleri, haberleşme ve teknoloji alanlarındaki gelişmeler ve internet kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte liberal politikaların gerekliliğini kavramış ve küreselleşmenin temellerini atmıştır. Liberal politikalar doğrultusunda ilk aşamada mal ve hizmetler, ikinci aşamada para ve sermaye ve son aşamada insanların serbest dolaşımının önündeki engeller kaldırılmıştır. Para ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ile birlikte finansal serbestleşme gerçekleşmiş, uluslararası finansal piyasaların önündeki engeller kaldırılmıştır.

Uluslararası sermaye akımlarındaki serbestleşme hareketleri başta 1980'li yıllarda ABD, Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde başlamıştır. Dünya Bankası ve IMF 'in desteğini alan az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler devletçi politikaları bırakarak liberalizasyonu benimsemiştir. Yurtiçi yatırımlarda kaynak sıkıntısı çeken ve bu sıkıntıdan ötürü makroekonomik dengeyi sağlayamayan gelişmekte olan ülkeler, uluslararası piyasadaki sermayeyi ekonomilerine çekebilmek için yüksek faiz politikasını kararı almıştır. 1990'lı yılların başından itibaren sermaye, yüksek faiz oranı politikasını benimsemiş ve yatırımcısına yüksek riske karşılık yüksek getiri imkanı veren gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir.

Gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan yoğun sermaye akımı başlarda ekonomilerin büyüme rakamlarında yükselme, cari işlemler açığı ve borçların yatırımlar kanalıyla finanse edilmesinde faydalı olsa da ilerleyen dönemlerde yoğun döviz girişi ulusal parada aşırı değerlenmeye, ulusal paradaki bu değerlenme cari açığa, cari açığındaki yükselişi finanse edebilmek amacıyla yatırımları yükseltmek için benimsenen yüksek faiz oranları iç ve dış borçlanmanın artmasına neden olmuştur.

Bu süreç yatırımcıların cari işlemler hesabındaki açığın sürdürülemeyeceği hissine kapılarak piyasayı terk etmeleri ile sonuçlanmıştır. Yatırımların ülkeyi terk etmeleri finans piyasasında krizi, finans piyasasındaki kriz ise reel ekonomide krizi beraberinde getirmiştir. Başta 1994 Meksika ve Türkiye olmak üzere, 1997 Güney Doğu Asya, 1998 Rusya, 2001 Türkiye ve Arjantin, 2008 ABD krizleri finans piyasasında yaşanan krizin reel ekonomiye bulaşarak ülke ekonomisini ve çevre ekonomileri etkisi altına almasının birer örneğini teşkil etmektedir.

2008 Krizi sonrası birçok gelişmiş ülke negatif faiz oranı politikası benimsemiştir. Bu politika sermayenin, yüksek faiz oranı politikasını benimseyen gelişmekte olan ülkelere hareket etmesine neden olmuştur. FED' in 22 Mayıs 2013 tarihinde aldığı " Sıkı Duruş" kararı sonrası FED başta olmak üzere Avrupa Merkez Bankası gibi gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarında kademeli artışlar yaşanmıştır. Faiz oranlarındaki bu artışlar sermayenin bu ekonomilere hareketinde etkin rol oynamaktadır. Son yıllarda Çin ve ABD arasında yaşanan ticaret savaşları, dünya ekonomik ve sosyal yapısını etkisi altına alan mülteci krizi gibi nedenler sonucu finansal ve ekonomik piyasalarda resesyona doğru gidilmektedir. Yaşanan gelişmeler gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin borsa endeksleri, VIX endeksi ve CDS primleri gibi finansal göstergelerinde kırılmalara neden olmaktadır.

Türkiye, ilk olarak 24 Ocak 1980 Kararları çerçevesinde uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşme yoluna girmiştir. 1989 32 Sayılı Kararla birlikte sermayenin önündeki tüm engeller kaldırılmıştır. Ancak gerek sağlam bir temele dayanmayan liberal politikalar, gerek ulusal piyasadaki sosyo-ekonomik konjonktür ve gerekse uluslararası piyasalardaki kırılmalara karşı liberal ekonomilerde görülen aşırı hassasiyet Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarında istikrarsızlığı meydana getirmiştir. Bu istikrarsızlık sırasıyla 1994 ve 2001 Bankacılık Krizlerinin yaşanmasına neden olmuştur. 2001 Bankacılık krizi sonrası "Türk Bankacılık Sisteminde" köklü yapısal reformlar yapılmış, bu sayede 2008 Krizinin etkileri diğer birçok gelişmekte olan ülkeye nazaran daha az hissedilmiştir. Fakat bu kriz sonrası ekonomide alınan genişleme politikası kararı ve FED' in 2013 yılında aldığı "Sıkı Para Politikası Kararı" ekonomi çevrelerince Türkiye ekonomisinde bugün gelinen gerilemenin nedeni olarak sayılmaktadır. Bu dönemde portföy yatırımlarında dalgalı bir seyir izlenmiş, Türk Lirası değer kaybetmiş, makroekonomik göstergelerde düşüşler meydana gelmiştir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ve uluslararası faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörler uluslararası piyasalardan kaynaklanan iten (dışsal) ve ulusal piyasa kaynaklı çeken (içsel) faktörler olarak iki ayrı grupta incelenmektedir. Çalışmada Türkiye ekonomisi özelinde gelişmekte olan ekonomilere yönelik portföy yatırımlarına etki eden bu iki faktörü analiz etmek amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda hareket eden çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ilk olarak uluslararası sermaye hareketlerinin gelişimi, portföy yatırımları ve türleri tanımlanmaktadır. Daha sonra portföy yatırımlarının gelişimi irdelenmektedir. Portföy yatırımlarına etki eden faktörler itici ve çekici faktörler olarak iki alt başlıkta incelenmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye ekonomisinde Cumhuriyet'in ilanından günümüze kadar gelen süreçte sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasının ardından ekonomiye giren yatırımların hacimsel boyutuna bakılmıştır. Ulusal ve uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin yatırımcılar üzerindeki etkisine yer verilmekte ve sosyo-ekonomik yapının uluslararası yatırımlara etkisi daha net görülmektedir. Son olarak portföy yatırımlarına etki eden faktörlere ilişkin literatür taraması yapılmaktadır.

Üçüncü bölümde çalışmada kullanılan birim kök testleri, ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Toda Yamamoto Nedensellik Testi yöntemleri teorik çerçevede açıklanmıştır.

Çalışmanın son bölümünde Türkiye örneği üzerinden gelişmekte olan ekonomilere yönelik portföy yatırımlarına etki eden faktörler analiz edilmiştir. Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının belirleyicilerinin tahmini için 2007:1-2018:12 dönemini baz alan analizde, ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testi kullanılmıştır. Ekonometrik analizler EViews 9 programı kullanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVEDE PORTFÖY YATIRIMLARI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

1980'li yıllar itibariyle dünya ekonomisi sisteminde geçerli hale gelen küreselleşme (liberalizasyon) kavramı ilk olarak Adam Smith (1876) 'in "Milletlerin Zenginliği" kitabında dile getirilmiştir. Smith, liberalizasyonun korumacı politikaların aksine dünya ekonomisinde tam rekabet piyasasını etkin hale getirerek, insanoğlunun özgürlük ve güvenlik arayışlarına cevap vereceğini savunmuştur (Dikkaya ve Deniz, 2006: 165). Smith'in görüşü sonraki yıllarda liberalizasyon ve serbest piyasa ekonomisini savunan iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir (Bakan ve Şentürk, 2012: 46).

Küreselleşme kavramı, ilk aşamada mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı, ikinci aşamada para ve sermayenin serbest dolaşımı ve üçüncü aşamada insanların serbest dolaşımı şeklinde üç aşamalı bir süreci kapsamaktadır (Kaya ve Özdeş, 2013: 20). Dünya Bankası tarafından "Birinci Küreselleşme Dalgası" olarak adlandırılan 1870-1914 döneminin başarılı geçmesinin ardından başlayan 1914-1945 dönemi "İkinci Küreselleşme Dalgası", 1914 I.Dünya Savaşı, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve II. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte duraklamıştır (Kıvılcım, 2013: 222).

II. Dünya Savaşı'nın uluslararası sermaye ve ticarete verdiği zararları gidermek, uluslararası ticareti serbestleştirmek ve savaştan etkilenen ülkelerin ekonomilerini yeniden yapılandırmak amacıyla Bretton Woods Sistemi 1944 yılında kurulmuştur (Esen, 2008: 10). Sistem, döviz kurunu belirli bir seviyede sabit tutmak isteyen merkez bankalarının ulusal paraları alıp satabilmelerine olanak sağlayan sabit kur rejimine dayanmaktadır (Kabaş, 2005: 13). Bretton Woods Sistemiyle birlikte dolar altına dönüştürülebilir tek para birimi olmuş ve diğer ulusal para birimlerinin değerleri dolara göre ayarlanmıştır (Esen, 2008: 11).

Bretton Woods Sistemi, 1960'lı yılların sonunda üye ülkelerin esnek kur rejiminin uluslararası ticareti artıracığına yönelik inancı ve para politikası kararlarında özgürlüğe sahip olma isteklerinden dolayı Ağustos 1971 yılında yıkılmıştır (Kabaş, 2005: 14). Bu tarihten itibaren uluslararası piyasalarda liberalizasyon hareketleri hızlanmış, teknoloji ve haberleşme alanındaki gelişmeler uluslararası finans piyasasının gücünü artırmıştır (Kabaş, 2005: 14). Sabit kur rejiminin kalkması ve esnek kur rejimine geçişle birlikte döviz işlemleri hızla artmış ve devasa döviz piyasası ortaya çıkmış, finansal piyasalarda bütünleşme ve bağımlılık artmıştır (Ganiev, 2014: 119).

Öte yandan I.Petrol Krizi (1973-74) ve II. Petrol Krizi (1979-1980) sonrası petrol fiyatlarındaki sürekli artışlar petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelerin açıklarını kapatmak amacıyla aldıkları borçları ödeyemeyecek hale gelmelerine neden olmuştur (Esen, 2008: 11-12). 1982 yılında önce Meksika ve ardından 34 gelişmekte olan ülke borcunu ödeyemez hale gelerek moratoryum ilan etmiştir (Ay ve Uçar, 2015: 17). 1982 yılında ortaya çıkan uluslararası borç krizi nedeniyle birçok gelişmekte olan ülke IMF 'in zorlamasıyla finansal piyasasını liberalleştirmiştir (Ganiev, 2014: 120).

1980 sonrası küreselleşme ekonomi çevrelerince "Üçüncü Küreselleşme Dalgası" olarak adlandırılmaktadır. Daha karmaşık ve farklı bir boyuta sahip olan bu dönem, başta bilim ve teknoloji olmak üzere, iletişim ve haberleşme alanındaki gelişmeler (internet kullanımının yaygınlaşması), 9 Kasım 1989 tarihinde Berlin Duvarı'nın yıkılması ve 1991 yılında SSCB'nin dağılmasıyla birlikte soğuk savaşın sona ermesi ve dünya güç dengesinde iki kutuplu dünyadan Avrupa merkezli tek kutuplu dünyaya geçişin etkisiyle daha hızlı gelişim göstermiştir (Esen, 2008: 12, Kıvılcım, 2013: 222-223). Dünya ekonomisindeki gelişmeleri takiben 1980'lerin sonu ve 1990'ların başından itibaren çoğu gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında küreselleşme yoluna gitmiştir (Kabaş, 2005: 14).

Finansal piyasalardaki küreselleşme, kamu otoritelerinin denetim ve baskılarının serbestleşmesi sürecini ifade eden iç finansal serbestleşme; ödemeler dengesi bilançosunda serbestleşme ile yerli yatırımcılara döviz bazlı yatırım yapma imkanını veren dış finansal serbestleşme olarak iki aşamada gerçekleşmektedir (Takım, 2010: 16).

Finansal serbestleşmenin temel unsurları şu şekildedir:

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranlarının önündeki tüm engellerin kaldırılması,
- Banka özerkliği,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (Çetin, 2008: 36).

Finansal serbestleşme uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini ifade etmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. Çalışmamız portföy yatırımları üzerine yapıldığından doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlara kısaca değinilecektir.

Doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcının herhangi bir ülkedeki mevcut bir firmaya finansal, teknolojik ve beşeri sermaye sağlaması veya firmayı satın alması şeklinde tanımlanmaktadır (Genç, 2015: 11). Doğrudan yabancı yatırımlar diğer yatırımların aksine yatırımcısına, mevcut bir firmaya en az %10 hisse oranı şartı ile çeşitli enstrümanlarla sermaye sağladığı takdirde hisse oranı kadar yönetimde oy ve kazanç hakkı vermektedir. Uzun dönemli kar güdüsüyle hareket eden doğrudan yatırımlar, uluslararası piyasalardaki faiz farklılıkları veya spekülasyon gelişmelerden etkilenmemekte ve bu yönüyle olası bir kriz anında ülkeden çıkışı zorlaşmaktadır (İpek, 2013: 11). Gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz eden başta teknoloji olmak üzere istihdam, büyüme ve ekonomik kalkınmaya olumlu etki eden doğrudan yabancı yatırımlar, dünya gayri safi milli hâsılasında giderek artan bir ivmeye sahiptir (Kaya, 2011: 55-57).

Diğer yatırımlar, TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri UYP Raporu varlıklar ve yükümlülükler kalemleri alt başlıklarında doğrudan sermaye yatırımları, yabancı portföy yatırımları ve rezerv varlıklar dışındaki yatırımları kapsamaktadır (TCMB, UYP: 2). Diğer yatırımlar, vadesi bir yıldan çok yurtiçi borçlanma, geri ödeme ve borç vermeyi kapsayan diğer uzun vadeli yatırımlar ve vadesi bir yıla kadar ya da daha az ticari banka kredileri, özel ve kamu borçlanmalarını kapsayan diğer kısa vadeli yatırımlar şeklinde ikiye ayrılmaktadır (Genç, 2015: 14). Kısa vadede yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcının tercih ettiği spekülasyon temelli yatırımlardır. Ekonomi çevrelerince sıcak para olarak adlandırılan bu yatırımlar makroekonomiye uzun vadede bir etki etmezken kısa vadede ödemeler dengesi ve kamu açıklarını kapatmaktadır (Çetin, 2008: 21).

Uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestleşme sonrası dünya ekonomisinde dengeler değişime uğramış ve sermaye, sermaye yoğun gelişmiş ekonomilerden sermaye kıtlığı yaşayan gelişmekte olan ekonomilere doğru hareket etmiştir. Oluşan bu hareket, sermaye yoğun ülkeler için yüksek getiri sağlarken; sermayesi kıt olan ülkelerin tasarruf ve sermaye açıklarını gidermeleri imkânını vermiştir (Kaya ve Özdeş, 2013: 20).

1.2. PORTFÖY YATIRIMLARI

Portföy yatırımları diğer yatırımlar ve doğrudan yatırımların aksine, yurtdışındaki herhangi bir piyasada çeşitli menkul kıymetler şeklinde ihraç edilen araçlar yoluyla yapılan yatırımlardır (Vural, 2009: 10).

"Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin politik risk, kur riski, bilgi riski gibi çeşitli riskler üstlenerek, sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlere yatırım yapmalarını ifade etmektedir " (Akışoğlu, 2013: 1).

Portföy yatırımlarında risk, gelecekte ortaya çıkabilecek durumlara bağlı olarak değişen ve yatırımcının en az bir negatif getiriye katlanması şeklinde tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 335). Risk karşısındaki hareketlerine bağlı olarak günümüz finans teorisi yatırımcıları riskten kaçınanlar, riske karşı sapmasız olanlar ve riskten hoşlananlar olarak üç gruba ayırmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 335). Tanımdan da anlaşıldığı üzere yatırımcılar, beklenti ve risk karşısındaki davranışlarına bağlı olarak yatırım kararı almaktadır. Riski minimize etmek isteyen yatırımcı portföy sepetindeki varlıkları çeşitlendirmektedir. Sepeti oluşturan varlıkların sayısı arttıkça yatırımın riski de azalmaktadır. Riskin minimize edilmesi yalnızca varlık çeşitlendirmesine değil, portföy sepetinin içindeki her varlığın riskliliği ve bu risklerin birbirinden bağımsız olma derecelerine de bağlıdır (Korkmaz ve Birkan, 2008: 71).

Portföy yatırımları beklenen getiri miktarının yüksek olduğu finans piyasasına akım etmektedir. Getirinin yüksek olduğu piyasalar için gerekli koşullar, piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, kote şirket sayısı ve yeni ihraçlar, ortalama şirket büyüklüğü, sermaye piyasasının ekonomideki konumu, yoğunlaşma ve dışa açıklıktır (Çetin, 2008: 16-18).

Dolaylı yatırımlar ve sıcak para olarak da adlandırılan portföy yatırımları, spekülâtif ataklara aşırı duyarlı ve yatırımcıların anlık davranışlarına göre şekil alan keskin geri dönüşlere sahip yatırımlardır (Genç, 2015: 13). Özellikle gelişmekte olan ekonomiler için büyük öneme sahip olan portföy yatırımları, ülke ekonomisine borçsuz kredi kaynağı, işsizlik oranlarında azalış, ekonomik büyüme ve kalkınma, GSYİH 'de artış, sermayenin etkin tahsisinde artış ve ülke sermaye piyasasında gelişimi gibi katkılar sağlamaktadır (Kaya ve Özdeş, 2013: 21, Şenol ve Koç, 2018: 2).

Portföy yatırımları devredilebilirlik özelliğine sahiptir. Bu özellikleri portföy yatırımlarının ekonomik bir varlık oldukları sürece kolay el değiştirmelerini sağlamakta ve yatırımcılara ellerinde bulundurdukları yatırımları istedikleri zaman elden çıkarma ve çeşitlendirme imkanını tanımaktadır (Akışoğlu, 2013: 6).

Portföy yatırımları, uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleşen uluslararası portföy yatırımları ve yurtiçi piyasanın dışında bir merkezde gerçekleşen piyasalar arası portföy yatırımları olarak ikiye ayrılmaktadır (Kaya, 2011: 84).

Portföy yatırımı türlerinden herhangi birine yatırım yapmak isteyen birey, hane halkı, işletme, özel ya da kamu kuruluşları buldukları ülkenin kurumsal birimi aracılığıyla yerleşiklik ilkesi gereği işlem yapabilmektedir. Kurumsal birimlerin yerleşik oldukları yer yalnızca bir ülkenin kontrolü altındaki coğrafi alan olan ekonomik bölgenin ilgili ekonomi merkezidir. Kurumsal birimler tek bir ekonomik bölgenin yerleştiği olabilir (Akışoğlu, 2013: 11). Yurtdışından portföy satın almak isteyen yatırımcı, yurtiçindeki bir kurumsal birim aracılığıyla portföyün bulunduğu ekonomik bölgedeki kurumsal birimle iletişime geçmek zorundadır.

Net portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler kalemlerinin toplamından oluşmaktadır. Varlıklar, yurtiçi yerleşiklerinin yurtdışındaki herhangi bir piyasada kurumsal birim aracılığıyla yapmış oldukları alım satım işlemleridir. Varlıkların negatif olması yurtdışındaki piyasalardan alımların satımlardan fazla, pozitif olması ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir (Kaya, 2011: 85). Aralık 2018 IMF verilerine göre net varlık ediniminde ilk 10 ülke ABD, Lüksemburg, Japonya, Almanya, İrlanda, Birleşik Krallık, Fransa, Cayman Adaları, Hollanda ve Kanada'dır (IMF, 2018).

Yükümlülükler ise tahvil ihracı yoluyla bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların borçlandığı miktarlar ve yurtdışı yerleşiklerin yurtiçi piyasalardan

kurumsal birim aracılığıyla yapmış oldukları alım satımlar olmak üzere iki alt kalemden oluşmaktadır (Vural, 2009: 11). IMF Aralık 2018 verilerine göre net yükümlülük oluşumunda ilk 10 ülke sıralamasında ABD, Lüksemburg, Japonya, Almanya, İrlanda, Birleşik Krallık, Fransa, Cayman Adaları, Hollanda ve Kanada yer almaktadır (IMF, 2018).

Portföy yatırımları sıralamasında ilk 10 sıra gelişmiş ekonomilere aittir. Ancak, finansal serbestleşmenin ilk yıllarından itibaren sermaye akımları getiri oranı yüksek olan gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler, 1980'li yıllarda yaşanan borçlanma krizinden sonra IMF ve Dünya Bankası'nın desteğini alarak küreselleşmiştir. Aynı yıllarda finansal piyasalarda büyük paya sahip olan ticari banka kredileri yerini hisse senedi ve tahvil piyasasına yönelik portföy yatırımlarına bırakmıştır (Kaya, 2011: 86). Bu durum portföy yatırımlarının uluslararası sermaye akımları içerisindeki payını giderek artırmıştır. Tablo 1.1. 'de 1990 sonrası gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik net portföy yatırımları gösterilmiştir.

Tablo 1.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Net Portföy Yatırımları (Milyar \$) (1990-2018)

	1990-1993	1994-1997	1998-2001	2002-2005	2006-2009	2010-2013	2014-2018
Gelişmiş Ekonomiler	-477.397	-450.454	-362.347	-2.187.763	-1.306.064	2.208.508	708.229
Gelişmekte Olan Ekonomiler	217.8	203.9	79.535	26.466	87.707	-775.439	N/A

*Kaynak: IMF World Economic Outlook, (Kabaş, 2005: 15).

**Veriler ilgili dönemlerin toplamlarından elde edilmiştir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde net portföy yatırımlarına baktığımızda, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1990-1993 yıllarında gelişmiş ülkelere çıkış, gelişmekte olan ülkelere ise akım olduğu görülmektedir. Bunun nedeni olarak gelişmekte olan ülkelere yüksek faiz oranlarından doğan yüksek getiri oranı gösterilmektedir.

Yoğun portföy akımına uğrayan gelişmekte olan ekonomilerde finansal yapılarının serbestleşmeye uygun hale gelmeden liberal politikaları benimsemeleri ve sermaye akımlarından doğan makroekonomik dengede bozulmalar (enflasyon, ulusal

paranın aşırı değerlenmesi, cari açık, yüksek faiz) nedeniyle finansal krizler yaşanmıştır. 1994-1997 yılları arasında yaşanan sırasıyla Meksika ve Türkiye, Güney Doğu Asya krizleri gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilere göre finansal ve ekonomik krizlerin yayılma hızının daha yüksek olmasından dolayı bu ekonomilerde portföy çıkışına neden olmuştur.

1998-2001 ve 2002-2005 döneminde ise 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Türkiye ve Arjantin krizleri nedeniyle portföy yatırımları sürekli azalış göstermiştir. 2006-2009 ve 2010-2013 döneminde 2008 ABD Krizinin etkileri devam etmekte ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde sermaye çıkışı gerçekleşmektedir. Uluslararası piyasalarda yaşanan bu krizlerin ortak nedeninin finans olması, genel anlamda uluslararası sermaye akımlarının, özel anlamda ise portföy yatırımlarının tartışılmasının önünü açmıştır (Başoğlu, 2000: 89).

1.2. PORTFÖY YATIRIM TÜRLERİ

Portföy yatırımları SNA raporlarına göre borç senetleri, hisse senetleri ve yatırım fonu katılma payları olarak 2 ana başlık altında incelenmektedir (Akışoğlu, 2013: 6). TCMB finansal istikrar raporlarında portföy yatırımları hisse senetleri ve borç senetleri alt başlıkları şeklinde sıralanmaktadır.

1.2.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri tıpkı doğrudan yatırımlarda olduğu gibi yatırımcısına yönetimde ortaklık ve söz hakkı, kardan ve tasfiyeden pay alma hakkı vermektedir. Hisse senetleri, portföy yatırımlarında olduğu gibi devredilebilirlik özelliğine sahiptir. Bu özellik hisse senedi yatırımcılarına, ellerinde tuttıkları senedi kolayca değiştirme, satma hakkı vermektedir (Akışoğlu, 2013: 9).

Hisse senetlerinin hacim ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşım kullanılmaktadır. Belirli bir süre içerisinde toplam uluslararası hisse senedi alış ve satışlarının arasındaki fark alınarak net yatırım miktarının belirlendiği birinci yaklaşım; belirli bir süre içerisinde toplam alımlar ve satışlarının toplamı alınarak hisse senedi yatırımlarının izlenmesi ise ikinci yaklaşımdır (Çetin, 2008: 16).

Yatırımcılar, önceki dönemlerin aksine hisse senetlerine yönelmiştir (Kaya, 2011: 106). Bu yönelmenin nedenleri gelişmekte olan ekonomilerde sermaye

hareketlerinin serbestleştirilmesi, bilgi ve muhasebe sistemlerinin iyileştirilmesi ve özelleştirmelerdir (Vural, 2009: 21).

Uluslararası yatırım pozisyonu portföy yatırımları kalemi altında yer alan hisse senetleri kalemi, Merkez Bankası, bankalar, genel hükümet ve diğer sektörlerin toplamından oluşmaktadır (TCMB, UYP: 2).

1.2.2. Borç Senetleri

Borç senetleri, bir borcu belgeleyen ve bir yıl ve daha kısa vade ile ihraç edilen hazine, banka, ticari ve finansal bonoları vs.; bir yıl ve daha üzeri vade ile ihraç edilen tahvil vb. kağıtlardır (Akışoğlu, 2013: 6-7). Borç senetleri yatırımcısına faiz geliri sağlamaktadır.

Portföy yatırımları ve hisse senetlerinde olduğu gibi borç senetleri devredilebilirlik özelliğine sahiptir. Türkiye ekonomisi özelinde borç senetleri krizlere karşı hisse senetlerine göre daha duyarlıdır (Kaya, 2011: 112).

Uluslararası yatırım pozisyonu portföy yatırımları kaleminde yer alan borç senetleri kalemi, bankalar ve diğer sektörler toplamından oluşmaktadır (TCMB, UYP: 2).

1.3. PORTFÖY YATIRIMLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1970'li yılları takiben dünya ekonomisi tarihinde etkinleşen finansal küreselleşme uluslararası sermaye hareketlerinde serbestleşmeyi de beraberinde getirmiştir. Neo liberal politikaların temelini oluşturan finansal serbestleşme, ilk kez McKinnon ve Shaw (1973) tarafından dile getirilmiştir (Yeldan, 2009: 16).

McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in "Finansal Baskılama Teorisi" olarak adlandırdığı teoriye göre finansal piyasalar üzerindeki baskılar (düşük ya da negatif faiz oranları) piyasaların etkin çalışmasını engellemekte, tasarruf ve yatırımları düşürmektedir (Mangır, 2006: 15). Finansal liberalizasyon ise finansal piyasanın üzerindeki baskıyı kaldırmakta ve yüksek faiz oranı kararının önünü açmaktadır. Yazarlara göre yüksek faiz oranı piyasalarda daha çok tasarruf ve finansal aracılık anlamına gelmekte, özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra artan finansal baskılar ise tasarrufları düşürerek sermaye birikimine engel olmakta; finansal serbestlik ise gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve iç tasarrufta artışı sağlayarak yabancı sermayede dışa bağımlılığı ortadan kaldırabilir (Balaylar, 2017: 550-551).

McKinnon (1973), yüksek faiz oranlarının tasarrufları artırarak ekonomik büyüme sağlayacağı; Shaw (1973) ulusal faiz oranlarının yüksek olmasının uluslararası sermaye akımının hızlanarak ödünç verilebilir fonları artıracığı üzerinde durmaktadır (Coşkun vd., 2017: 271).

McKinnon ve Shae'in birbirinden bağımsız yaptıkları çalışmalarına göre finansal liberalizasyon tasarruf ve yatırımları eşitleyen yüksek faiz oranı anlamına gelmektedir. Yazarların görüşüne göre tasarruf ve yatırımlardaki artış ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Nitekim finansal liberalizasyonun temel amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Artan tasarruflar yüzünden kısılan tüketim ekonomideki enflasyonist baskıları ortadan kaldıracaktır (Başaran, 2018: 128). Ancak, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde devlet müdahalesi sonrası düşük seyreden faiz oranlarının kredilerin dağılımında etkinliği bozmakta, oluşan tasarruf yetersizliği kredi talebini karşılayamayan finansal piyasalardaki verimliliği azaltacaktır (Özel, 2012: 72).

McKinnon ve Shaw'ın görüşleri bekleneni verememiş ve eleştirilere maruz kalmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerde artan faiz oranları yatırımları çekmekte başarısız olmuş, ekonomilerin iç ve dış borçları artmış, büyük işletmeler büyük banka ve uluslar arası piyasalardaki bağlantıları aracılığıyla ucuz döviz kredileri alırken küçük işletmeler yüksek faizle aldıkları kredileri yüzünden borçları sürekli artmış ve finansal baskının az da olsa sürdürülmesi gerekliliği tartışılır hale gelmiştir (Özel, 2012: 72).

Kapur (1976), Mathiesson (1980) ve Galbis (1977), McKinnon ve Shaw (1973)'in çalışmalarının kapalı ekonomilerde uygulanabilirliğini matematiksel olarak formüle etmiş ve aynı zamanda yazarların geliştirdiği finansal liberalizasyon literatürünü çalışma sermayesiyle banka kredileri arasındaki ilişkiyi dahil ederek genişletmişlerdir (Ağır, 2009: 26).

Birçok gelişmekte olan ülke hem yazarların görüşünden etkilenerek hem de IMF ve Dünya Bankası'nın desteğiyle finansal serbestleşmeye gitmiştir. Söz konusu ülkeler, yatırımları çekebilmek için yüksek faiz oranları ve yatırımları teşvik edici politikalar üretmişlerdir. Üretilen politikalar ve teşvikler sonucu sermaye, gelişmiş ülkelere doğru hareket etmiştir. Bu hareket zamanla iki ülke grubu arasında bir rekabete yol açmış, uluslararası piyasalardaki rekabet finansal piyasalardaki verimliliği ve yatırımcı (tasarruf

sahiplerinin) imkânını artırmıştır (Bulut vd. 2017: 37). Ancak henüz oturmamış bir piyasa ve ekonomik konjonktüre sahip olan gelişmekte olan ülkeler ve yatırımcı konumundaki gelişmiş ülkeler için bu hareket beraberinde çeşitli riskler getirmiştir (Şenol ve Koç, 2018: 2). Durgun ve istikrarsız bir ekonomik konjonktürde serbestleşme politikalarını benimseyen bu ülkelerde, sermaye çekebilmek için alınan yüksek nominal ve reel faiz kararları yüksek enflasyon ve dolayısıyla stagflasyona neden olmaktadır (Aytekin, 2018: 187). Ekonomik ve finansal krizlerden olumsuz etkilenen portföy yatırımları, stagflasyonist bir ekonomiden yüksek faiz ve katlanılabilir risk ortamına doğru akmaktadır (Bulut vd. 2017: 47).

Portföy yatırımlarındaki bu ani ve hızlı akımlar, gelişmekte olan ülke ekonomilerde sırasıyla 1994 Meksika-Türkiye, 1997 Güney Doğu Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Türkiye ve Arjantin ve 2008 ABD finansal krizlerine neden olmuştur.

1994 Meksika Krizi: Meksika, 1980'lerin ortalarında sermayenin önündeki engelleri kaldırarak faiz oranlarını serbest piyasa koşullarına bırakmış, bankaların kasalarında likitide tutma zorunluluğu ve kredi sınırlamalarını kaldırmış, özelleştirmeleri desteklemiş ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı imzalamıştır (Afşar, 2004: 114). Yapılan bu reformlar 1989-1994 yılları arasında yılda %4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda 20 yılın ardından enflasyon oranının %10'un altına inmiştir (Akdemir, 2017: 57). Yoğun sermaye akımı sonrası her gelişmekte olan ekonomide olduğu gibi ulusal para değer kaybetmiş, cari açık, bütçe açığı ve dış ticaret açığı artmış ve ödemeler dengesi bozulmuş ve oluşan açık ve borçlar sermaye akımlarından elde edilen kaynaklarla finanse edilmiştir (Akdemir, 2017: 58, Öztürk ve Kuşçu 2017: 17). Cari açığın sürdürülemeyeceği hissine kapılan kısa vadeli ve spekülâtif temelli portföy yatırımları piyasalardan çıkış yapmıştır. Yatırımların çıkışıyla başlayan süreç erken seçin kararının alınması, seçim yapılmadan evvel Başkan Adayı ve Genel Sekreterin öldürülmesi ve aynı dönem patlak veren banka kriziyle devam etmiştir (Akdemir, 2017: 58). Finansal kriz reel krizle birleşmiş ve bulaşma etkisi ilk kez, krizin Latin Amerika başta olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına almasıyla görülmüştür (Akdemir, 2017: 58).

1997 Güney Doğu Asya: Güney Doğu Asya ülkeleri, 1970-80'li yıllarda hızla sanayileşen ve büyüyen ekonomileri ile "Asya Mucizesi" olarak adlandırılan bir dönemi yaşamıştır. Bu ülkelerdeki yüksek büyüme hızı, enflasyon oranında tek

haneli rakam, bütçe açığının önemli oranda olmamasından dolayı izlenen sağlıklı maliye politikası, tasarrufların yüksek olması gibi unsurlar yatırımcılar tarafından makroekonomik istikrarın var olduğu şeklinde yorumlanmış ve 1990'lı yıllarda Asya ülkelerine yoğun sermaye akımı yaşanmıştır (Afşar, 2004: 110-111). Ancak, 1997 yılı Temmuz ayında Tayland'ın ulusal parasını devalüe etmesi ile birlikte ortaya çıkan finansal kriz, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler gibi bölge ülkelerine sıçramış ve ülke menkul kıymet borsaları % 60 değer kaybetmiştir (Esen, 1998: 67). Asya ülkelerinde yaşanan kriz Latin Amerika, Rusya ve Türkiye'yi olumsuz etkilemiştir (Afşar, 2004: 114).

1998 Rusya: Rusya krizinin temelinde kısa vadeli ve spekülâtif temelli portföy yatırımları, dünya petrol fiyatlarının düşmesi ile birlikte devletin uğradığı 10 milyar dolarlık kayıp, Güney Doğu Asya Krizi, sermaye akımları sebebiyle büyüyen bütçe açıklarının borçlanmayla finanse edilmesi, yine yatırımlar nedeniyle değeri artan rublenin devalüe edilmesini bekleyen petrol ve metal üreticilerinin spekülâtif hareketleri, artan yolsuzluklar ve kötü bütçe yönetimi bulunmaktadır (Akbaş, 2005: 116-117). Kriz Soros'un düşük "reyting" değerlemesi sonrası iyice kızışmış, banka ve şirketler iflas etmiş, sosyal ve ekonomik hayat gerilemiş, sermaye yurtdışına kaçmış, yolsuzluklar kronik hale gelmiş ve Rusya 1998 yılında moratoryum ilan etmiştir (Akbaş, 2005: 117, Oktar ve Yüksel, 2015: 331).

2008 ABD Krizi: ABD krizinin nedenleri arasında, ABD konut piyasasındaki yüksek getiriden doğan fon akışındaki artış, FED 'in faiz oranlarını % 1'in altına indirmesi sonucu düşük faiz ve uzun vadeli kredi imkânı ile ev sahibi olmak isteyen tüketici davranışları, tüketicilerin artan kredi taleplerine aynı şekilde cevap veren bankaların davranışları, konut piyasasında gözlemlenen bu arz-talep arasındaki koordinasyonun kredi derecelendirme kuruluşlarını aldatması, finansal piyasadaki denetimsizlikten doğan etik dışı yatırımcı davranışları gösterilmektedir (Ay ve Uçar, 2015: 19-21). FED finans piyasasında oluşan bu konjonktür ve olası enflasyonist kaygılardan dolayı faizleri 2004-2005 yıllarında artırmıştır (Ay ve Uçar, 2015: 21). 2005 yılında dünya ekonomisi % 4.4, 2006 yılında % 5.1 büyümüş ancak 2007 yılında küçülmeye başlamıştır (Yıldırım, 2010: 47). 1929 Ekonomik Buhranından sonra dünya ekonomisini en çok etkileyen küresel kriz olarak görülen 2008 Küresel Krizi, başta gelişmekte olan ekonomiler olmak üzere diğer ekonomileri olumsuz etkilemiş, dünya ekonomisini resesyona sürüklemiştir. ABD, resesyona

karşı bedeli 5 trilyon dolar olan müdahale paketini Kongre'ye sunmuş ancak 150 yıllık bir geçmişe sahip olan yatırım şirketleri Lehman Brother's ve Merrill Lynch bu dönem iflasını ilan etmiştir (Yeldan, 2009: 11-12).

2008 krizi sonrası 2009 yılında G-20 ülkeleri merkez bankası başkanları ve maliye bakanlarından oluşan bir toplantı gerçekleştirilmiştir. Toplantının sonuç raporuna göre krizler ve krizlerin meydana getirdiği risklerden korunmak için:

- i. Sermaye hareketlerine yönelik istatistikî bilgi ve veri eksikliğinin uluslararası alanda giderilmesi,
- ii. Risklerin yakından takip edilmesi,
- iii. Oluşabilecek bir şok karşısında ülke ekonomisindeki zayıflıkların tespitinin sağlanması gerektiği belirtilmiştir (Akışoğlu, 2013: 2).

Raporda alınan kararlar neticesinde oluşan bilgi eksikliği ve risklerin giderilmesi için başta IMF olmak üzere birçok uluslararası ekonomik kuruluş el kitapları yayımlamaktadır. Birleşmiş Milletler (UN), Dünya Bankası (WB), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) ve IMF tarafından 2008 yılında ortaklaşa oluşturulan "Uluslararası Hesaplar Sistemi (SNA)" raporu buna ilk örnektir (Akışoğlu, 2013: 3).

2008 küresel krizinin ardından FED' in de aralarında bulunduğu gelişmiş ülke ekonomisi merkez bankaları negatif faiz politikasını benimsemiştir. Bu durum tıpkı küreselleşmenin ilk dönemlerinde olduğu gibi yüksek faiz politikalarını halen sürdüren gelişmekte olan ekonomilerin yararına olmuş ve portföy yatırımları bu ekonomilere akım etmiştir. FED, 22 Mayıs 2013 tarihinde para kurulu toplantısında aldığı "Sıkı Para Politikası" ve tahvil alımlarını kısımla kararları sonrası gelişmiş ekonomiler kademeli olarak faiz artışına gitmiştir.

Krizlerin ekonomiler üzerindeki etkisi halen çoğu ülkelerde devam etmektedir. Ülkeleri büyük kayıplara uğratan bu krizlerin önüne geçmek ve finans piyasasındaki spekülasyon hareketleri en aza indirmek için ekonomi çevrelerince önerilen politikalar bulunmaktadır. Tobin vergisi bunlardan biridir. İsmi teoriyi ortaya koyan kişiden alan Tobin Vergisi (1972), piyasalardaki spekülasyon amaçlı yapılan yatırımların önüne geçmek ve ekonomiye vereceği zararlardan korunmak için küresel piyasada yapılan yatırımlara yüksek oranda getirilen vergidir (Kabaş, 2005: 71). Tobin'e göre bu alınan vergi mali piyasada sıkıntı yaşayan ekonomiler için hem bir gelir kaynağı olacak hem de vergi sayesinde spekülasyon krizler

engellenecektir. Ancak, işlem maliyetlerindeki artışlardan doğan volatilité daha da artmaktadır (Kabaş, 2005: 72). Bunun yanı sıra küreselleşen dünya sisteminde bir ülkenin alacağı böylesi bir korunma kararı, diğer ekonomilerce desteklenmez ve birlikte hareket edilmezse kararı alan ekonominin tüm yatırımlarını kısa sürede kaybetmesine neden olabilmektedir.

1.4. PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Uluslararası sermaye hareketlerinin 1990'lı yıllar itibariyle serbestleşmesi, yüksek faiz oranları kanalıyla ekonomik büyüme sağlamayı amaçlayan gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarını artırmıştır. Bu yıllardan itibaren gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye akımlarının yüksek faiz ve getiri oranı karşılığı düşük riskten etkilendiği ekonomi çevrelerince kabul görmektedir.

Uluslararası sermayede serbestleşme hareketleri sonrası portföy yatırımlarının sermaye yatırımları içerisindeki payı giderek artmıştır. Portföy yatırımlarının payındaki bu artışın nedenleri arasında uluslararası piyasalardaki finansal serbestleşme hareketleri, finansal enstrümanlarda çeşitliliğin artması, bilim ve teknoloji alanındaki gelişmeler ve IMF gibi kurumların finansal yapıdaki istikrarsızlığı gidermeyi amaçlayan çalışmalar yürütmeleri; yatırım yapan ve çeken ülkelerdeki makroekonomik istikrar, kredi notları, faiz oranları ve finansal piyasalarındaki varlıkların likiditesindeki gelişmeler; risk ve getiri oranına bağlı olarak yapılan uluslararası portföy çeşitlendirmesi gösterilmektedir (Vural, 2009: 25-36).

Portföy yatırımlarına etki eden temel faktörler, yüksek ekonomik büyüme oranı, döviz kuru ve makroekonomik yapıda istikrar, merkez bankalarında tutulan döviz rezerv düzeyleri, bankacılık sektöründe istikrar, tahvil ve hisse senedi likitidesi ve ulusal piyasadaki reel faiz oranlarıdır (Kaya, 2011: 92).

Ancak, son yıllarda özellikle 2008 küresel krizi sonrası yatırımlara etki eden faktörler değişmiştir. Yatırımcılar makroekonomik istikrar, faiz oranı, sosyal ve kültürel ve politik yapının yanında, psikolojik nedenler dediğimiz ulusal ve uluslararası piyasalarda gerçekleşen ani değişimlere karşı duyarlı olan faktörlerden etkilenmeye başlamıştır. 2008 küresel kriz öncesi bu faktör kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomilerine vermiş oldukları kredi notlarıydı. Ancak, kriz sonrası 2008 krizinin ve Yunanistan ve Türkiye gibi ekonomilerde gerçekleşen

krizlerin öngörülememiş olması yatırımcıların bu kuruluşlara olan güvenlerinin kaybolmasına neden olmuştur. Yatırımcılar bu tarihten itibaren VIX Endeksi, CDS Primleri, güven endeksleri gibi endeks ve göstergeleri daha çok dikkate alır hale gelmiştir.

Çalışmamız bu faktörleri göz önünde bulundurarak hem ulusal hem uluslararası piyasadaki yatırımcılara etki eden iki psikolojik faktörü, ulusal ve uluslararası piyasadaki faiz oranlarını, makroekonomik ve finansal göstergeleri değişken olarak dikkate almıştır.

1.4.1. İten (Dışsal) Faktörler

İten faktörler kısaca ülke içi ekonomiden bağımsız, tamamıyla uluslararası piyasa kaynaklı dışsal faktörlerdir. Uluslararası piyasalardaki risk iştahı, faiz oranları, piyasalarda anlık gelişimleri gösteren finansal göstergeler (VIX, CDS), Kredi Derecelendirme Kuruluşları, uluslararası piyasalardaki borsa endeks ve getiri oranları, dünya finans piyasasının ana hatlarını elinde bulunduran ABD'deki ekonomik ve finansal gelişmeler, uluslararası piyasalardaki krizler, dünya piyasalarında oluşan resesyona iten faktörlere örnek gösterilebilmektedir.

İten faktörler üzerine yapılan çalışmalar genellikle gelişmiş ülke borsa endeksleri, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, VIX Endeksi, krizler üzerine yoğunlaşmaktadır. Çalışmada Türkiye ekonomisine yönelik portföy yatırımlarına etki eden dışsal faktörlerin analizinde FED Faiz Oranı ve Türkiye'de Korku Endeksi olarak bilinen VIX Endeksi değişkenleri kullanılmıştır.

1.4.1.1. ABD Faiz Oranı

ABD faiz oranları portföy yatırımlarını iten dışsal bir faktördür. FED 'in faiz artırma kararı hatta artırmaya yönelik söylentisi dahi portföy yatırımlarının ülkeden çıkışına neden olmaktadır. Nitekim Koepke (2015), gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının FED faiz kararından çok beklenen faiz kararından etkilendiğini belirtmiştir. Hal böyle olunca FED 'in faiz kararları gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere gelişen piyasa ekonomisi merkez bankaları ve finans piyasaları tarafından takip edilmekte, politika belirlemede dikkate alınmaktadır (Bulut vd. 2017: 47).

2008 Krizi sonrası FED genişletici para politikası gereğince negatif faiz politikasını benimsemiştir. Bu süreç 22 Mayıs 2013 tarihine kadar devam etmiş ve FED bu tarihte sıkı para politikası kararı gereğince kademeli faiz artışı yapacağını ve tahvil alımlarını kısacağını kamuoyuna duyurmuştur.

Bulut vd. (2017), gelişmekte olan 16 ekonomide portföy yatırımları ile ABD 2 Yıllık Tahvil Faiz Oranı arasında negatif ilişki tespit etmiştir. Türkiye ekonomisi özelinde yapılan çalışmalarda, Günayer (2009), portföy yatırımları ile ABD Hazine Kağıtları faiz oranları arasında pozitif; Küçükkaya (2011), portföy yatırımları ile ABD kısa vadeli faiz oranı arasında pozitif; Vural (2009) ve Şenol ve Koç (2018) portföy yatırımları ile ABD 2 yıllık tahvil faiz oranı uzun dönemde negatif ilişki tespit etmişlerdir.

Çalışmada FED fon faiz oranları kullanılmıştır.

1.4.1.2. Korku Endeksi (VIX)

Korku endeksi portföy yatırımlarını iten psikolojik bir faktördür. Tam adı Chicago Board Options Exchange Volatility Index (CBOE VIX Index) olan ve 1993 yılında Chicago Borsası tarafından sermaye piyasalarında volatilitenin izlenmesi amacıyla kurulan volatilitate endeksi, Black ve Scholes 'un (1973) Nobel Ödüllü çalışmasındaki hesaplama yöntemlerinin geliştirilmesi ve Merton 'un (1973) katkıları ile birlikte günümüzdeki endeks hesaplama tekniğini kazanmıştır (Kula ve Baykut, 2017: 28). VIX endeksi, S&P 500 Endeksi hisse senetlerini kapsayan 30 gün vadeli opsiyonların volatilitelerinden türetilmiştir (Aksoylu ve Görmüş, 2018: 19). VIX endeksinde örtük gözlem esastır. Endeks, piyasa riskinin bir ölçüsü olarak dikkate alındığından bir çok varlık fiyatlamada modelinde kullanılabilir (Sakarya ve Akkuş, 2018: 353).

VIX endeksi 0-100 baz puan arasında bir değerdir. S&P 500 endeksi hisse senetleri alım satım opsiyon fiyatları arasındaki farka (spread) göre hesaplanan VIX endeksinde, spreadlardaki fark küçük ise endeks düşmekte büyük ise yükselmektedir (Öner, 2019: 141). Endeksin %30'un üstüne çıkması piyasada volatilitate beklentisi ve yatırımcı risk algısının arttığına; %20'nin altına düşmesi ise piyasada volatilitate beklentisi ve yatırımcı risk algısının azaldığına işaret etmektedir (Kaya, 2015: 5).

Sermaye piyasalarındaki korkuyu gösteren VIX endeksi, TCMB para politikası kararlarında küresel piyasa belirsizlik göstergesi olarak dikkate alınmakta ve enflasyon raporlarında yer almaktadır (Öner vd., 2018: 123).

Bulut vd. (2017), 16 gelişmekte olan ekonomide portföy yatırımları ile VIX endeksi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir.

Çalışmada Chicago Board Options Exchange Volatility Index (CBOE VIX Index) verileri kullanılmıştır.

1.4.2. Çeken (İçsel) Faktörler

Çeken faktörler kısaca ülke içi ekonomiden kaynaklanan içsel faktörlerdir. Yurtiçi faiz oranları, sosyo-ekonomik yapı, makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler (büyüme oranı, cari işlemler hesabı, tüfe), döviz kuru, ülke kredibilitesi, yurtiçi borsa endeksi ve getiri oranı, ulusal ekonomideki anlık değişimleri gösteren CDS Primleri, reel/finans/tüketim ekonomisinde güveni ölçen güven endeksleri çeken faktörlere örnek gösterilebilmektedir.

Çeken faktörler üzerine yapılan çalışmalar daha çok makroekonomik göstergeler olan büyüme oranları, döviz kuru, cari işlemler hesabı üzerine yoğunlaşmaktadır. Psikolojik faktörlerin yatırım karar aşamalarında daha etkili olduğu son dönemlerde yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalarda ortaya konmaktadır. Güven endeksleri, volatilité, riski ölçen CDS primleri gibi değişkenler psikolojik faktörlerdir.

Türkiye ekonomisine yönelik portföy yatırımlarını etkileyen içsel faktörlerin analizi için BİST-100 Endeksi, Cari İşlemler Dengesi, TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ve Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) değişkenleri kullanılmaktadır.

1.4.2.1. BİST-100 Endeksi

Pay piyasası endeksleri portföy yatırımlarını çeken bir faktördür. İyi işleyen menkul kıymetler piyasasında portföy yatırımları riski az, volatilitesi düşük ve yatırımcısına çok kazandıran borsaya doğru hareket etmektedir. Gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımları yatırımcı için borsa performansına bağlı olarak gerçekleşen yüksek getiri, sermaye akımının yaşandığı ekonomi için ise uzun vadede düşük maliyetli fon ihtiyacını karşılama amaçlanmaktadır (Şenol ve Koç, 2018: 4).

Türkiye, 24 Ocak Kararları sonrası küresel piyasalarda oluşan likitide bolluğundan faydalanmak için 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 'nı kurmuştur. Faaliyetlerine 1988 yılında başlayan İMKB-100 Endeksi zaman içerisinde diğer gelişmekte olan ülke borsa endekslerinde olduğu gibi küresel piyasalarda meydana gelen yapısal kırılmalar ve dalgalanmalardan olumsuz etkilenmiştir. İMKB-100 Endeksinin ismi 2013 yılında Borsa İstanbul (BİST) olarak değiştirilmiştir.

Türkiye ekonomisi özelinde Şenol ve Koç (2018), Yıldız (2012), Küçükkaya (2011) ve Keskin (2008) BİST-100 Endeksi ile portföy yatırımları arasında uzun dönemde pozitif, Günayer (2009) negatif; Kaya (2011) BİST-100 Endeksinin portföy yatırımcılarını satış kararı aşamalarında etkilediği; Vural (2009) 1992:2-2008:12 döneminde BİST-100 Endeksi ile portföy yatırımları arasında ilişki olmadığı sonucuna varmıştır.

Çalışmada BİST-100 Endeksi kapanış fiyatları verileri kullanılmıştır.

1.4.2.2. Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler hesabı portföy yatırımlarına etki eden diğer bir faktördür. Cari işlemler hesabı, ülke ekonomisinin o yıl içerisinde gerçekleştirilen uluslararası hizmetler, mal ticareti ve karşılıksız transferler kalemlerinin toplamını ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2001: 58-59). Cari işlemler hesabının alacak ve borçlu bakiyeleri "Cari İşlemler Bilançosu"na kaydedilmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının yoğun olduğu ekonomilerdeki döviz arzındaki artış ulusal paranın değer kazanmasına, ulusal paranın değer kazanması ise cari işlemler hesabında açığa neden olmaktadır. Ekonomiler cari işlemler hesabındaki açıkları sermaye akımları yoluyla finanse etmektedir (Keskin, 2008:75). Sürdürülebilir cari işlemler açığı politikasını benimseyen ekonomiler için, cari işlemler hesabındaki açığın finansmanında spekülasyon bir yatırım türü olan portföy yatırımlarının payının artması risk olarak görülmekte ve sürdürülebilir cari işlemler açığı politikalarında kuşku artmaktadır (Vural, 2009: 52).

Gazel (2018) Türkiye ekonomisine yönelik portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasında pozitif; Vural (2009) Günayer (2009) Küçükkaya (2011) negatif; Keskin (2008) uzun dönemde pozitif kısa dönemde ise negatif etkilediği sonucuna varmıştır.

Çalışmada TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri Cari İşlemler Hesabı verileri kullanılmıştır.

1.4.2.3. Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE)

Reel Kesim Güven Endeksi portföy yatırımlarına etki eden bir diğer psikolojik faktördür. Reel Kesim Güven Endeksi, TCMB ve TÜİK tarafından İktisadi Yönelim Anketi yoluyla şirketlerde büyük atılımlar gerçekleştirmiş yöneticilerin reel ekonomiye yönelik güven ve beklentilerini ölçmektedir (Kaygısız, 2019: 317).

Reel Kesim Güven Endeksi, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durumu tanımlama ve tahmin etme ve ayrıca ekonomide oluşacak büyüme ve daralma dönemleri hakkında birimlere önceden bilgi vermekte kullanılmaktadır (Kaygısız, 2019: 317-318).

Güven faktörü ulusal ve uluslararası ekonomiye yön veren en önemli faktörlerden biridir. Reel, finansal ve tüketim ekonomisi güveninde oluşacak bir artış yatırımların ekonomiye gelmesine katkı sağlamaktadır. Güven faktöründeki azalış ise yatırımların çıkışına neden olmaktadır.

Çalışmada mevsimsellikten arındırılmış TCMB Reel Kesim Güven Endeksi verileri kullanılmıştır.

1.4.2.4. TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı

Yurtiçi faiz oranları portföy yatırımlarını çeken diğer bir faktördür. Küresel piyasaların üzerinde belirlenen bir faiz oranı portföy yatırımlarını ülke ekonomisine getirmektedir (Vural, 2009: 52). 1980'li yılların sonu ve 1990'lı yılların başından itibaren faiz oranları serbest piyasa koşullarına göre belirlenmektedir. Yurtiçi faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük olduğu takdirde yatırımlar yüksek faiz oranlarının bulunduğu ekonomilere yönelmektedir (Çetin, 2008: 26).

Yatırımlar yüksek faiz ve getiri oranının bulunduğu finansal piyasayı tercih etmektedir. Finansal bir piyasada risk yüksekse bu piyasada yatırımın kazancı, faizi ve getirisi de yüksektir (Genç, 2015: 50).

Gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranlarının düşürülmeyip aksine yükseltileceğini savunan görüşe göre, faiz oranlarının sermaye akımlarına etkisi diğer makroekonomik faktörlerle birleşmekte ve yatırımlar yoluyla ekonomide

oluşan para arzının politika koyucular tarafından açık piyasa işlemleri yoluyla sterilize edilmesine bağlıdır (Keskin, 2008: 69). Pazar arzının tümünün sterilize edilmesi halinde para arzında artış olmayacağı için faizler düşmeyecek; tamamının sterilize edilememesi durumunda ise para arzındaki artışa bağlı olarak faiz oranları değişim gösterecektir (Keskin, 2008: 69).

Keskin (2008), Türkiye ekonomisinde portföy yatırımları ile TCMB Mevduat Faiz Oranları arasında uzun dönem pozitif ilişki tespit etmiştir.

Çalışmada TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı verileri kullanılmıştır.



İKİNCİ BÖLÜM TÜRKİYE EKONOMİSİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI

2.1. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN KÜRESELLEŞME SÜRECİ

Türkiye ekonomisi Cumhuriyet'in ilanından II. Dünya Savaşına kadar devlet eliyle kurduğu ve yönettiği kamu iktisadi teşekkülleri (KİT) aracılığıyla sanayileşme hedefine ulaşmaya çalışmış ve ithal ikameci politika izlemiştir (Afşar, 2004: 117-118). İzlenen bu politikalar başta ekonomik büyüme olmak üzere makroekonomik birçok göstergede Cumhuriyet tarihinin henüz kırılmayan rekorlara ulaşmasını sağlamıştır. Bu süreç II. Dünya Savaşı'na kadar devam etmiş ancak savaş dönemi çalışan nüfusun cepheye gitmesi, ihracatta bulunulan ülkelerin savaş içerisinde olması, ithal mal girdisinin fiyatlarındaki ani yükselişin yurtiçi fiyatları yükselterek halkı ekme karnelerine muhtaç etmesi ve bunun gibi nedenlerden dolayı Türkiye ekonomisi zor günler yaşamıştır.

II. Dünya Savaşı henüz bitmeden ABD, Türkiye'nin de içinde bulunduğu birçok ülkeye savaşın dünya ekonomisine verdiği zararı onarmak ve Sovyet tehdidine karşı hazırlıklı olmak için Truman Doktrini anlaşması karşılığında borç vermiştir. Türkiye, aldığı borcun karşılığında gelecek kaynağın sanayi sektörüne değil de tarım sektörüne aktarılması, ithal malların ülke piyasasında rekabete tabi tutulmaması, kurulacak şirketlerin hisse çoğunluğunun özel sektöre ait olması, borcun geri ödemesinin ABD doları üzerinden yapılması gibi ağır şartlara imza atmıştır (Akdemir, 2017: 72).

1951 ve 1954 yıllarında çıkarılan kanunlarla serbest ticaret ve sanayileşme stratejisi uygulanmış ancak, 1950'li yılların ortalarında yaşanan döviz darboğazından dolayı ithal ikameci politika temel araçları uygulamaya koymuştur (Dikkaya ve Özyakışır, 2008: 140).

1950-1960 dönemi sermaye akımlarının önemli bir bölümü sanayi kesimine aktarılmış, dönemin ilk yarısında yoğun sermaye akımına uğrayan ekonomi ikinci yarıda yaşanan sosyo-ekonomik belirsizliklerden etkilenerek ikinci yarıda enflasyon ve dış ödeme açıklarından dolayı bunalıma girmiştir (Dikkaya ve Özyakışır, 2008: 140, Karaçor, 2012: 111). 1963 yılında bunalımdan çıkmak için I.Beş Yıllık Kalkınma Planı'nı devreye sokmuş, aynı yıl Türk Parasını Koruma Kanunu Hakkında çıkarılan 17 Sayılı Karar'la birlikte her türlü döviz işlemlerinde TCMB 'nı yetkili ilan etmiştir (Savrul vd., 2013: 229).

1963-1977 yılları arasında üç kalkınma planı uygulanmış ancak hizmetler sektörü harici diğer tüm sektörlerde hedeflenen büyüme rakamlarına ulaşamamıştır (Dikkaya ve Özyakışır, 2008: 141). 1973-1974 I.Petrol Krizi nedeniyle artan petrol fiyatları, Kıbrıs Barış Harekâtı'ndan dolayı savunma sanayisindeki harcamalarda artış ve uluslararası piyasalarda yakın ekonomik ilişki içinde bulunduğu işsizlik ve enflasyonun aynı anda görüldüğü ekonomilerdeki bunalım Türkiye ekonomisindeki istikrarsızlığı artırmıştır (Karaçor, 2012: 113).

1978 yılına gelindiğinde Türkiye ekonomisi, mevcut konjonktürden çıkabilmek amacıyla 1978-1979 istikrar programlarını uygulamış ancak ikinci petrol krizi patlak vermiştir. Oluşan ekonomik konjonktürde, uluslararası piyasalardaki sermaye hareketlerinde serbestleşme politikalarını kendine bir çıkış olarak görmüş ve 1980 tarihinde dönemin önemli isimlerinden Turgut Özal tarafından "Serbest/Pazar Piyasası Ekonomisine Geçiş Programı" olarak adlandırılan 24 Ocak İstikrar Politikası Kararlarını uygulamaya koymuştur.

24 Ocak Kararları ile birlikte finansal piyasalarda sermayenin önündeki engelleri kaldırmaya yönelik yasal düzenlemeler yapılmış, esnek döviz kuru ve pozitif reel faiz politikası benimsenmiş, ihracata dönük sanayileşme desteklenmiştir (Keskin, 2008: 127). Kararlarından alınmasından 8 ay sonra 12 Eylül 1980 Askeri Darbesi gerçekleşmiş, Aralık 1983 tarihine kadar yaşanan siyasi belirsizlik ortamı uygulamaya konan ekonomi programlarını sekteye uğratmamıştır.

Karar sonrası ülkeye giriş yapan sermaye istikrarlı büyümeyi destekleyici kanallara aktarılmış, bankacılık sektörünün etkinliğini artırmak amacıyla 1980 tarihini takiben birçok karar çıkarılmıştır. Bu kapsamda 1981 yılında bankacılık kanunu yeniden düzenlenmiş, Sermaye Piyasası Kanunu hazırlanmış ve kanuna bağlı olarak 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur (Keskin, 2008: 127-131).

1984 yılında döviz kuru işlemlerine izin verilmiş, 1985 yılında Hazine ilk kez Haftalık İç Borçlanma ihalelerine başlamış ve Bankacılık Kanunu devreye sokulmuş, 1986 yılında İnterbank kurulmuş, 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine ve 1985'de kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) işlemeye başlamış, 1988 yılında faizler serbest piyasa koşullarında belirlenmeye başlamış, 1988'de efektif döviz piyasası ve 1989'de altın piyasası kurulmuştur (Karaçor, 2012: 126-127, Mangır, 2008: 119). 1988 yılında ihracatı teşvik eden politikalar yapılmış, enflasyondaki artışın ücretlere yansıtılmaması kararından vazgeçilmiştir (Afşar, 2004: 118).

1989 yılında yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu kapsamında çıkarılan 32 Sayılı Kararname ve 1991 yılında 32 Sayılı Karara ek olarak çıkarılan Sermaye Hareketleri Genelgesi sayesinde portföy yatırımının temel mevzuatı oluşturulmuş ve sermayenin giriş çıkışına serbestlik getirilmiştir (Akışoğlu, 2013: 74).

2.2. TÜRKİYE EKONOMİSİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARI

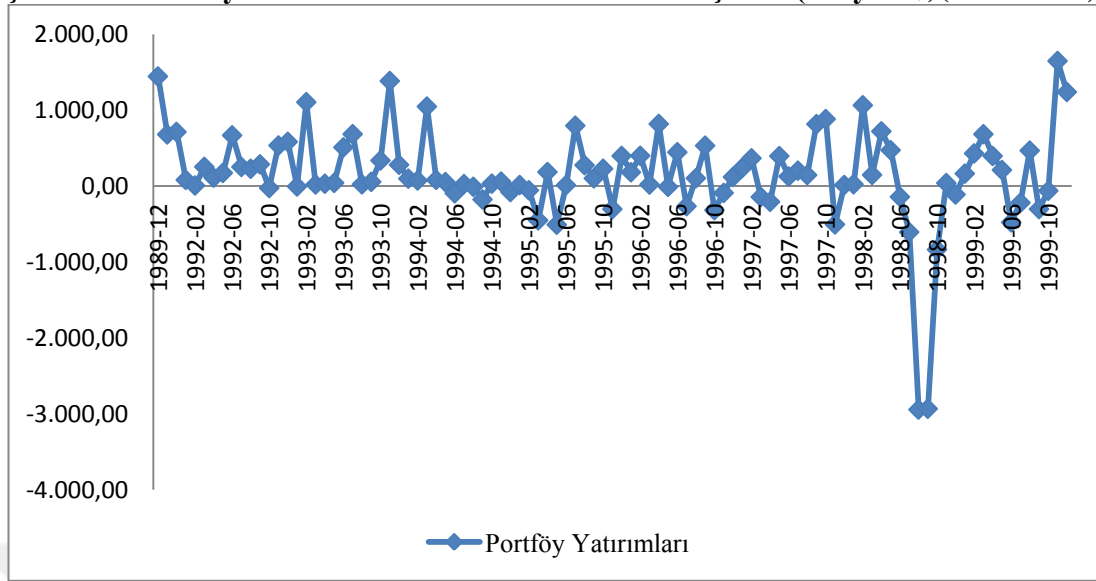
Türkiye'ye yönelik net portföy yatırımları 1989-1999, 2000-2008 ve 2009-2018 dönemi olmak üzere üç ayrı dönemde incelenmiştir.

2.2.1. 1989-1999 Dönemi Portföy Yatırımları

11 Ağustos 1989 tarihinde “Türk Parasını Koruma Hakkındaki Kanun” kapsamında 32 Sayılı Kararname çıkarılmış, uluslararası sermayenin önündeki miktar kısıtı kaldırılmış ve yabancı yatırımcıların Türkiye'deki menkul kıymetler piyasasında alım-satım yapmalarına izin verilmiştir (Çetin, 2008: 70).

32 Sayılı Kararname Türkiye'nin uluslararası piyasalarla arasındaki tüm engellerin kalkması, mali ve reel ekonominin tamamen liberalleşmesi anlamına gelmektedir. Kararname sonrasında Türkiye ekonomisinde 1990'ların başından 2000'lerin ortalarına kadar diğer birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi büyük oranda sermaye akımı yaşanmıştır (Günayer, 2009: 33). Şekil 2.1.'de 1989-1999 dönemi Türkiye ekonomisine giren net portföy yatırımları gösterilmiştir.

Şekil 2.1. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(1989-1999)



*Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri 2019.

1989 yılında Türkiye'ye giren net portföy yatırımı 1.445 milyon dolardır. 1990 yılına gelindiğinde yatırımlar 681 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Özellikle 1990-1993 döneminde finansal piyasa enstrümanlarının değerinin yüksekliğine bağlı olarak Türkiye'ye yoğun sermaye akımı yaşanmıştır. Bu akım makroekonomik yapıda dengesizliğe yol açmıştır.

1990'ları izleyen yıllarda artan kamu açıklarının iç ve dış borçlanmayla finanse edilmeye çalışılması, yerel paranın aşırı değerlenmesinin cari açığa artışa neden olması, vergi gelirlerinin iç borçları dahi karşılayamaması, kısa vadeli yatırımları teşvik edici aşırı yüksek faiz oranı kararları ve tüm bunların yol açtığı ekonomideki politik istikrarsızlığın ardından 1994 yılında Türkiye ekonomisinde ilk finansal kriz yaşanmıştır (Dikkaya ve Özyakışır, 2008: 141).

Türkiye 5 Nisan 1994 İstikrar Kararları ile bozulan makroekonomik yapıyı düzeltmeye çalışmıştır. 5 Nisan Kararlarında makroekonomideki hiper-enflasyonun düşürülmesi, Türk Lirasında istikrarın sağlanması, ihracatın artırılarak bozulan kamu dengesinin yeniden istikrarlı hale getirilmesi amaçlanmış ancak alınan önlemler kısa vadede etkili olurken uzun vadede etkinlik sağlayamamıştır (Mangır, 2008: 121).

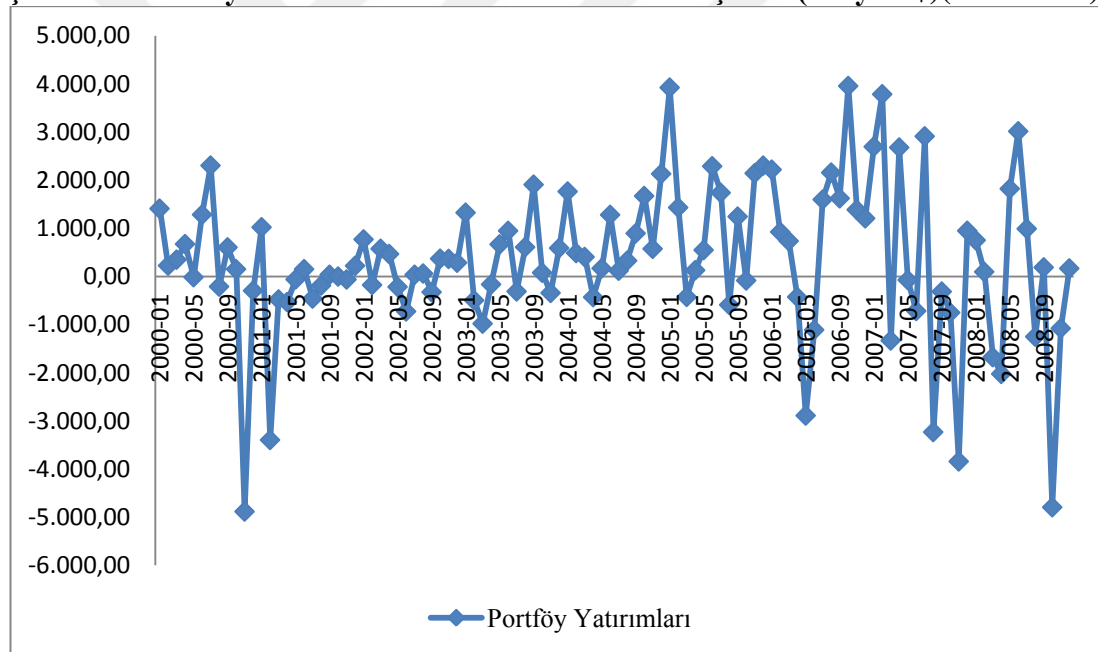
1994-1995 Meksika Krizi ve 1996 yılında yaşanan siyasi belirsizlik dönemlerinde yatırımlar dalgalı seyir etmiştir. 1998 İkinci Körfez Krizi ve yine aynı yıl yaşanan Asya ve Rusya Finansal Krizleri Haziran-Ekim aylarında 7.454 milyon dolar portföy çıkışına neden olmuştur. 1999 Brezilya Krizi yatırımlara çok etki

etmezken, 17 Ağustos depreminde 302 milyon dolar portföy çıkışı olmuş ancak aynı yılın Kasım ayında yaşanan ikinci depremde 1.648 milyon dolar sermaye girişi yapmıştır. Bu dönemde ülkeye yalnızca kısa vadeli sermaye akımı yaşanmıştır.

2.2.2. 2000-2008 Dönemi Portföy Yatırımları

Uluslararası sermaye hareketlerinde yaşanan istikrarsızlık, 1994 finansal krizinin ardından dengeye gelemeyen makroekonomik-kamu yapısı Türkiye'yi IMF destekli 2000-2002 Enflasyonla Mücadele, Yeniden Yapılanma ve Reform Program'ını uygulamaya itmiştir. Programın kaynakları istikrarlı yabancı sermaye, ihracat geliri ve turizm geliridir (Canikli, 2010: 69). Şekil 2.2.'de 2000-2008 dönemi Türkiye'ye gelen net portföy yatırımları gösterilmiştir.

Şekil 2.2. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(2000-2008)



*Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri 2019.

Program kapsamında net portföy yatırımları sırasıyla 1.615, -3.727 ve 1.503 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 1994 krizi sonrası kısa süreli bir toparlanma yaşasa da mali yapıdaki bozulmanın devam etmesi, sabit kur rejiminin Merkez Bankasını pasifleştirmesi, yüksek faiz ve cari işlemler açığının giderek artması neticesinde Kasım 2000'de büyük sermaye çıkışı yaşamıştır (Mangır, 2008: 121).

Kasım 2000'i takip eden süreçte Şubat 2001'de devletin iki büyük kanadı arasındaki anayasa kitapçığı krizi bankacılık sektöründe bugüne kadar izlenen yanlış politikaların bir dönüm noktası olmuş ve sektör köklü yapısal reformlara imza atmıştır. Bu süreçte TCMB bağımsızlığını ilan etmiş ve dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir. Mevcut ekonomik konjonktürden kurtulmak isteyen Türkiye, IMF ve Dünya Bankası destekli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile sıkı para ve maliye politikalarını devreye sokmuştur (Yıldırım ve Işık, 2017: 53). Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerini kapsayan dönemde Türkiye ekonomisinden 7.391 milyon dolar sermaye çıkış yapmıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizini takiben özel bankalardan İktisat Bankası ve Kentbank'ın bankacılık faaliyeti yapma izinleri kaldırılmış, Sümerbank ve Demirbank HSBC Bank'a, Sitebank da Novabank'a satılmış; kamu bankalarından Okan Yatırım Bankası ve Atlas Yatırım Bankası'nın bankacılık yapma faaliyet izinleri iptal edilmiştir (Afşar, 2004: 143).

Bankacılık sektöründeki yapısal reformlar, programın uygulanıyor oluşu ve ulusal sosyo-ekonomik piyasadaki dengelenme sonrası krizin etkileri azalmaya başlamıştır (Çetin, 2008: 81). 2002 yılında ülkeye giriş yapan net portföy yatırımları 1.503 milyon dolara yükselmiş, bu yükseliş 2002 yılından küresel piyasalarda yaşanan 2008 ABD Krizine kadar devam etmiştir. 2008 Krizi dönemi Ekim ayında 4.791 milyon dolar sermaye çıkış yapmış, bu durum Aralık ayına kadar devam etmiştir.

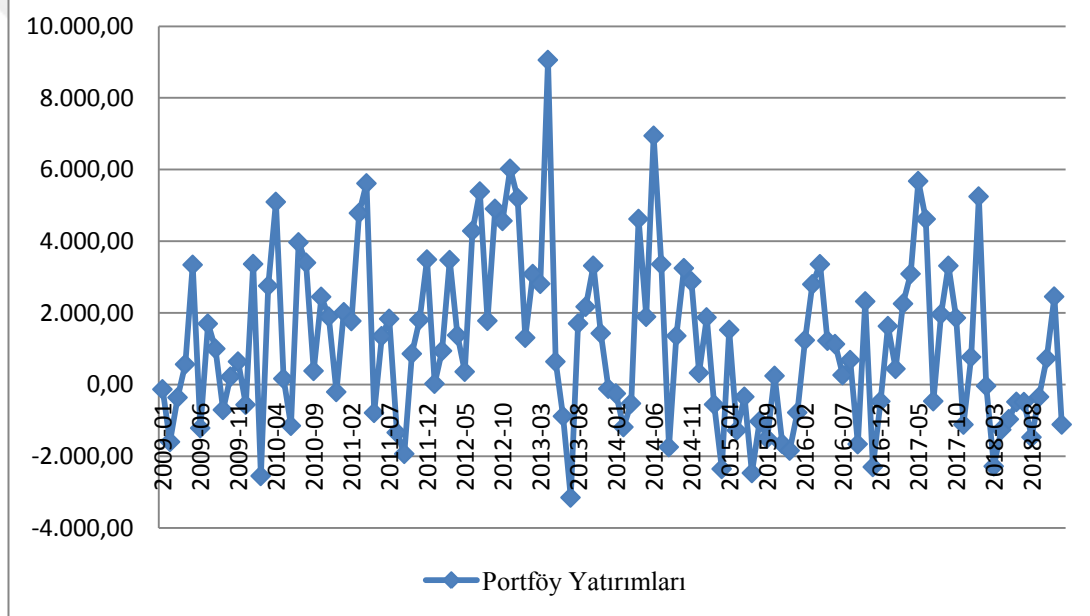
ABD'de Mortgage Krizi ile baş gösteren ve Amerika'da bankacılık sektörünün en büyüklerinden olan Lehman Brother's ve Merryl Lynch'in batmasıyla sonuçlanan 2008 'in Eylül ayında etkileri görülmeye başlanan Finansal Krizi tüm dünyada durgunluğun hâkim olmasına neden olmuştur. Kriz, Şubat 2001 krizinde Türk bankacılık sisteminde olduğu gibi Amerikan bankacılık sektöründe yapısal reformlar atılmasına neden olmuştur. Kredi Derecelendirme Kuruluşları'na olan güven azalmış, yatırımcıların finansal piyasalarda yatırım kararı aşamalarında yeni yollar aramalarına neden olmuştur.

Öte yandan 2008 yılında Türkiye'ye giren net portföy yatırımı 5.014 olarak gerçekleşmiştir. Şubat 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisinde yaşanan likitide bolluğu ekonominin kısa sürede toparlanmasını sağlarken 2008 ABD krizi sonrası sıkı bir politika izleyen bankalar tekrar genişletici politika uygulamaya başlamıştır.

2.2.3. 2009-2018 Dönemi Portföy Yatırımları

Türkiye ekonomisinde 2008 Krizi'nin etkileri Ekim ayı itibariyle görülmeye başlamıştır. 2009 yılında portföy yatırımları dalgalı bir seyir izlemiş, ekonomiye net portföy girişi 2.938 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında yaşanan sosyo-ekonomik gelişmeler neticesinde yatırımlar dalgalı seyir izlese de yıl boyunca ekonomiye giren toplam sermaye akımı 19.617 milyon dolar, 2011 yılında ise toplam 19.516 milyon dolar olmuştur. Şekil 2.3.'de 2009-2018 dönemi Türkiye ekonomisine giriş yapan net portföy yatırımları gösterilmiştir.

Şekil 2.3. Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon \$)(2009-2018)



*Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri 2019.

2012 yılında Avrupa Birliği'nde devam eden finansal kriz ve küresel piyasalarda görülen yavaş büyüme eğilimi, 2008 krizinin etkilerinden kurtulmak isteyen başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici politikalar uluslararası piyasalarda likitide bolluğuna ve risk iştahının artmasına neden olmuştur (Genç, 2015: 111). Türkiye'de bu likitide bolluğundan etkilenmiş ancak dış tasarruflardan elde edilen kaynak nitelikli yatırımlar yerine tüketime yönlendirilmiş, FED 'in sıkı para politikası kararından sonra ekonomi 2001 krizi dönemine tekrar dönmeye başlamıştır (Balaylar, 2017: 563-565).

FED' in 22 Mayıs 2013 tarihli sıkı para politikası kararından bir ay önce 9.061 milyon dolar olan yatırımlar, karar sonrası 644 milyon dolara gerilemiştir. Portföyün çıkma nedenleri arasında ulusal piyasada yaşanan gelişmeler vardır. Belirsizlik ortamından hoşlanmayan yatırımlar Aralık ayında 112 milyon dolara düşmüştür.

FED' in izlediği sıkı para politikası, Türk lirası değer kaybetmiş, Türkiye içinde bulunduğu Kırılgan Beşli' den negatif ayrılmış, enflasyon yükselmiş, jeopolitik riskler ve belirsizlik yatırımların ülkeyi terk etmesine neden olmuştur. 2018 yılında bir önceki yıl 24.082 milyon dolar gerçekleşen sermaye akımı, 32 milyon dolara gerilemiştir. Değişimde ABD-Türkiye arasında yaşanan Rahip Brunson gerilimi, dünya ekonomisinde yaşanan resesyona etkin rol oynamaktadır.

2.3. LİTERATÜR TARAMASI

Esen (1998), 1989-1993 dönemi finansal küreselleşme sürecini 1994 Meksika, 1994 Türkiye ve 1997 Asya finansal krizleri başlığı altında geliştirmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımları ve risklerini incelemiştir. Çalışma sonucu, kırılgan ve makroekonomik yapıdaki istikrarı yıkıcı bir etkiye sahip olan portföy yatırımlarının, Tobin Vergisi yöntemiyle daha az kırılgan ve yıkıcı olacağı, ancak tek taraflı uygulanacak olan bu yöntemin sermaye hareketlerinin küreselleştiği bir ekonomik yapıda yatırım girişlerini azaltarak ekonomiyi daha da olumsuz etkileyeceği sonucuna varılmıştır.

Başoğlu (2000), 1970'li yıllardan itibaren ticari banka kredilerinin yerini portföy yatırımlarına (hisse senedi ve tahvil) bırakmasının ardından özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin geliştirmekte olan ülkelerdeki ekonomik etkilerini incelemiştir. Çalışma sonucu, makro ekonomik istikrarın ve fiyat mekanizmasının iyi işlediği ekonomilerde finansal serbestleşme sonucu uluslararası yatırımların uzun vadeli bir yapıya dönüşeceği dolayısıyla ekonomide istikrar ve kalıcı büyümenin sağlanacağı tespit edilmiştir.

İnandım (2005), Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi 1995-2000 dalgalı kur rejimine geçmeden önce, 2001-2005 dalgalı kur rejimine geçiş ve her iki dönemi kapsayıcı 1995-2005 olmak üzere üç ayrı dönemde incelemiştir. Çalışma sonucu, Türkiye'de 1995-2001 yılları arasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurunda saptamalara, sıcak

paranın denge reel döviz kurunda yarattığı bir artışın ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına etkili olduğu tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının döviz kuruna etkisi olmamakla birlikte, reel döviz kurunun 1995-2005 döneminde sıcak para, 1995-2001 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Çulha (2006), 1992-2005 dönemi Türkiye ekonomisinde uluslararası sermaye akımlarını belirleyen çekici (içsel) ve itici (dışsal) faktörleri 2001 krizi öncesi ve sonrasını VAR Modeli Yöntemiyle incelemiştir. İtici faktörler gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları ve ekonomik faaliyetleri; çekici faktörler Türkiye ekonomisi faiz oranı, borsadaki ürünlerin getiri oranları, makroekonomik istikrar, döviz kuru gibi değişkenlerdir. Çalışma sonucu, Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımları üzerinde 2001 kriz öncesi 1992-2001 dönemde itici faktörlerin, 2001 kriz sonrası 2002-2005 dönemde ise çekici faktörlerin etkili olduğu tespit edilmiştir.

Güneş (2007), 1992-2003 dönemi Türkiye ekonomisinde uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri VAR Modeli Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, reel portföy yatırımlarının reel faiz, döviz kuru ve güven endeksinden etkilendiği tespit edilmiştir.

Karaca ve Abasız (2008), 1980-2005 dönemi bölge ve gelir gruplarına göre ayrılmış 25 ülkedeki uluslararası sermaye hareketleri ile büyüme arasındaki ilişkiyi Panel Veri Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun vadeli portföy yatırımlarının yüksek gelire sahip ülkelerde düşük gelire sahip ülkelere nazaran büyüme oranlarına az etki ettiği; kısa vadeli yatırımların ise portföy yatırımlarını negatif etkilediği tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarının ise büyümeyi uzun dönemde gelişmiş olan ülkelere geliştirmekte olan ülkelere göre daha çok etkilemesinin, yatırımın yapıldığı ülkedeki beşeri sermaye ve alt yapıyla bağlantılı olduğu sonucuna varılmıştır.

Keskin (2008), 1992-2007 dönemi Türkiye ekonomisinde portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçili makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini sınır testi ve ARDL Sınır Testi Yaklaşımına dayalı Eş-Bütünleşme Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin TCMB döviz rezervlerini artırdığı, kısa vadeli sermaye hareketleri ve döviz rezervi arasında içsel ve dışsal faktörlere bağlı olarak giriş-çıkış yapan sermaye nedeniyle anlamlı bir nedensellik olmadığı tespit edilmiştir.

TCMB'nin fiyat istikrarını koruma amaçlı yaptığı politikalar nedeniyle yatırımlar ve sermaye hareketleri ile M2 para arzı arasında uzun dönemli ilişki saptanmamıştır. Portföy yatırımları ile DİBS faiz oranı ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile mevduat faiz oranı arasında uzun dönemde pozitif ilişki görülürken; kısa dönemde negatif ilişki tespit edilmiştir. Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri ile İMKB(BİST)-100 Endeksi ve işlem hacmi arasında uzun dönemde pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Aksaraylı ve Tuncay (2009), gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ve Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri karşılaştırmalı şekilde incelemiştir. Çalışma sonucu, Türkiye'nin seçili GOÜ'lere göre kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen faktörler arasında enflasyon değişkeninde döviz kuru ve faiz oranı kadar avantajlı olmadığı tespit edilmiştir.

Günayer (2009), 1989:4-2008:12 dönemi Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri VAR Modeli Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, finansal serbestleşme sonrası uluslararası piyasalardaki herhangi bir faiz artışından kolayca etkilenen Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarının, 2001 bankacılık krizi öncesi reel faiz oranları ile pozitif, İMKB(BİST)-100 endeksi ile negatif; kriz sonrası ise döviz kuru ve ABD hazine kağıtları faiz oranları ile pozitif, cari açıkla ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Vural (2009), 1992:2-2008:12 dönemi Türkiye ekonomisinde portföy yatırımları ve yatırımların belirleyicileri arasındaki ilişkiyi VAR Modeli Yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımları ile cari işlemler açığı ve ABD tahvil faiz oranı arasında negatif, sanayi üretim endeksiyle ise pozitif bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Portföy yatırımları ile İMKB(BİST)-100 endeksi arasında ilgili dönemde ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Atış (2010), Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyonun ilk adımı olan 1989 yılı 32 sayılı karar sonrası hane halkı ve finansal kesimin portföy tercihlerini incelemiştir. Çalışma sonucu, yurt içi yerleşikler ve finansal kesimin risk algısına bağlı olarak değişen portföy yatırım tercihlerinin 2001 krizi sonrası ulusal para biriminden finansal varlık talep ettiklerini, ulusal para birimine olan talebin ise döviz kurunu düşürdüğü, döviz kurunun düşmesinin ise özel kesimin borçlanma olasılığının artması ve finansal risk düzeyinin yükselmesiyle sonuçlandığı tespit edilmiştir.

Canikli (2010), Türkiye ekonomisinde uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrası yatırımları çekmek için yapılan yasal ve ekonomik düzenlemeleri ve serbest piyasa ekonomisinde Türkiye'nin yatırım çekme potansiyelini incelemiştir. Çalışma sonucu, Türkiye'nin serbest piyasa ekonomisinde yatırım çekebilmesi için yatırımların önündeki hukuki, bürokratik, yasal engellerin kaldırılması; büyüme, işsizlik, enflasyon vb. makroekonomik göstergelerde uzun ve orta vadede istikrarın sağlanması; mali ve ekonomik yapıda gerekli yapısal düzenlemelerin yapılması gerektiği vurgulanmıştır.

Erataş ve Öztekin (2010), 1995-2009 dönemi Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel faiz ve nominal döviz kuru arasındaki ilişkiyi ARDL Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun dönemde reel faizler arttığında kısa vadeli sermaye yatırımlarının arttığı; nominal döviz kurunun yüksek olması durumunda ise risk unsurundan dolayı azaldığı tespit edilmiştir.

Takım (2010), finansal liberalleşme ve büyüme arasındaki teorik ilişkiyi geliştirmekte olan ekonomilerde meydana gelen 1977-2001 yılları arasındaki krizleri de içine alarak incelemiştir. Çalışma sonucu, literatür taraması neticesinde finansal liberalleşme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığının her zaman ve her koşulda mümkün olmadığı; ülkeye giriş yapan sermaye akımlarının ekonomik kalkınmaya katkı sağlamasının aksine reel sektörden ziyade finans sektöründe bir yığılma yarattığı ve sonuç itibarıyla finansal krizlere sebep olduğu sonucuna varmıştır.

Kaya (2011), 1998:2-2010:12 dönemi aylık verileri kullanarak Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarının belirleyicilerini ve yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymetler piyasasına etkilerini Granger Nedensellik Testiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımlarını belirleyen faktörlerin döviz kuru, enflasyon, ticari ve finansal açıklık, İMKB(BİST)-100 Endeksi, ekonomik ve finansal risk olduğu tespit edilmiştir. Yabancı portföy yatırımcılarının sırasıyla İMKB(BİST)-30, İMKB(BİST)-100 ve İMKB(BİST)-50 endeksinden etkilenecek yatırım kararı aldıkları sonucuna varılmıştır.

Küçükaya (2011), 1989:4-2008:12 dönemi aylık verileri kullanılarak Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarını etkileyen itici ve çekici faktörleri VAR Modeli Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımları ile İMKB(BİST)-100 endeksi, sermaye hesabı dengesi ve cari işlemler dengesi arasında

negatif; yurtiçi kısa vadeli faiz oranı, ABD kısa vadeli faiz oranı ve ABD doları ile pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Yılmaz ve Tuncay (2012), 1980-2010 dönemi Türkiye'deki finansal liberalizasyon sürecinin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisini Granger Nedensellik Analiziyle incelemiştir. Çalışma sonucu, özel sermaye akımları ve net rezervlerdeki değişimlerin brüt tasarruf değişimlerini, brüt tasarruflardaki değişimlerin ise net finansal akımlardaki değişimleri etkilediği; doğrudan yabancı yatırımlardaki bir değişimin ise net milli geliri, özel sermaye akımlarındaki değişimlerin birbirini karşılıklı olarak etkilediği sonucuna varılmıştır. Net rezervlerdeki herhangi bir artış ya da azalışın ise doğrudan yabancı yatırımları etkilediği tespit edilmiştir.

Yıldız (2012), 1999-2009 dönemi Türkiye ekonomisinde portföy yatırımlarını etkileyen çekici (içsel) ve itici (dışsal) faktörleri Çoklu Regresyon Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımlarının yüksek faiz oranlarından etkilenmediği, İMKB(BİST)-100 endeksi getiri oranında yüksek riske karşılık yüksek getiriden etkilendiği tespit edilmiştir. Yıldız, yatırımları çekmek için faiz oranlarına değil İMKB(BİST)'e yönelik politikalar üretilmesi gerektiğini vurgulamıştır.

İpek (2013), 1990-2010 dönemi çeyreklik verileri kullanarak Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyonun tasarruflar ve yatırımlar üzerine etkilerini ARDL Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, özel sermaye akımları ve net rezervlerdeki değişimlerin brüt tasarruf değişimlerini, brüt tasarruflardaki değişimlerin ise net finansal akımlardaki değişimleri etkilediği tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen bir değişimin net milli geliri, özel sermaye akımlarındaki değişimlerin karşılıklı olarak birbirlerini etkiledikleri sonucuna varılmıştır. Net rezervler ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Kaya ve Öndeş (2013), 1998:1-2010:12 dönemi aylık verileri kullanarak Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları belirleyicilerini Regresyon Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, yatırımcıların alış kararlarının bir önceki dönemle doğrusal hareket ederek faiz, ticari açıklık, ekonomik ve finansal riskle negatif; GSYİH, finansal açıklık, İMKB-100 (BİST-100) endeksi ve enflasyon (TÜFE) ile pozitif bir bağıntı içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Yatırımcıların satış kararlarında

bir önceki dönemin etkisinin olduğu; GSYİH, İMKB(BİST)-100 endeksi ve enflasyon ile negatif; ekonomik riskle pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Karacan (2014), uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ABD Dolarının Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerle olan ilişkisini incelemiştir. Çalışma sonucu, uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestleşme sonrası makro ve mikro ekonomi piyasalarında meydana gelecek herhangi bir değişime (jeopolitik riskler, başka bir ülkedeki faiz artışı, sosyoekonomik bunalımlar, yolsuzluklar) karşı hassas olduğu, özellikle spekülörlerin bu durumları kullanarak kriz ortamı yarattığı, ABD Dolarına olan bağımlılıklarının ise gelişmekte olan ülkelerdeki krizleri beslediği sonucuna varılmıştır.

Cengiz ve Karacan (2015), 1993-2012 dönemi Türkiye ve 1990-2012 dönemi gelişmekte olan ülkelere doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının etkilerini incelemiştir. Çalışma sonucu, coğrafi bölgelerine göre ayrılan gelişmekte olan ülkelere olası bir risk halinde çıkışı daha düşük olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının istihdam, rekabet gücü, teknolojik gelişme, faktör verimliliği gibi birçok gelişme kaydettireceği ve büyümeyi istikrarlı bir hale getireceği tespit edilmiştir. Ödemeler dengesindeki açığı kapatmak ve piyasaya giren döviz kuru sayesinde para biriminin değerini yükseltmek amacıyla gelişmekte olan ülkelere büyük öneme sahip olan dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının (portföy yatırımları), risk algısından hareketle bu ülkelere ani bir çıkış yaparak ekonomide finansal krizlere neden olduğu ve ekonomik büyümeyi desteklemediği sonucuna varılmıştır.

Delice (2015), finansal serbestleşme sonrası uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen faktörleri incelemiştir. Çalışmada sermaye hareketlerini belirleyen unsurlar, beklenen getiri oranı, algılanan risk seviyeleri, beklenti-risk ilişkisi ve sosyoekonomik-siyasi faktörler olarak 4 ana başlık altında ele alınmıştır. Çalışma sonucu, yatırım ve tasarruflara bağlı olarak gelişen sermaye hareketlerinin, cari dengedeki fazlalık halinde piyasanın dışına çıktığı, açıklık durumunda ise piyasaya giriş yaptığı tespit edilmiştir. Mümkün olan en yüksek getiriye en az maliyetle ve en kısa sürede elde etme güdüsüyle hareket eden ve risklerden kaçınan yatırımların, ulusal ve uluslararası piyasalarda ekonomik ve siyasi istikrarın sağlandığı, serbest dolaşımı engelleyen kısıtlayıcı faktörlerin olmadığı ekonomilere yoğunlaştıkları sonucuna varılmıştır.

Genç (2015), 1991:4-2014:3 dönemi Türkiye ekonomisinde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını etkileyen çekici (içsel) ve itici (dışsal) faktörleri ARDL Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımların GSYH, birim işçi maliyetleri, ticari açıklık ve enflasyona bağlı hareket ettikleri; enflasyon haricinde diğer değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlarla aralarında pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının uzun dönemde GSYH, finansal açıklık, BİST-100 endeksi ve faiz oranına bağlı hareket ettikleri ve BİST-100 endeksi dışındaki diğer değişkenlerin yabancı portföy yatırımlarla aralarında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Kaya (2015), 2009:1-2013:1 dönemi BİST-100 Endeksi ve Zımnı Volatilite (VIX) Endeksi arasındaki ilişkiyi Johansen-Juselius Eş-bütünleşme ve VEC Hata Düzeltme Modeliyle incelemiştir. Çalışma sonucu, BİST-100 Endeksi ve Zımnı Volatilite (VIX) Endeksi arasında uzun dönemde negatif ilişki tespit edilmiştir.

Koepke (2015), 1980 uluslararası sermaye hareketlerindeki serbestleşme sonrası FED kararlarının gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına etkisini incelemiştir. Çalışma sonucu, ABD para politikası kararlarının gelişmekte olan ekonomilere yönelik portföy yatırımlarının belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının, ani gerçekleşen FED faiz artırımı kararından çok beklenen faiz artırımı kararından etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Akkaya (2016), 2008:1-2016:3 dönemi Türkiye ekonomisinde kriz dönemlerinde BİST Türk Tahvilleri CDS primlerini etkileyen içsel faktörleri incelemiştir. Çalışma sonucu, kriz dönemlerinde piyasaların yurtiçinden çok yurtdışı piyasaları dikkate aldığı ve Türk tahvillerinin CDS primleri üzerinde 5 yıllık vadeli ABD doları tahvil CDS primlerinin etkili olduğu tespit edilmiştir.

İpek (2016), 1992:1-2014:4 dönemi Türkiye ekonomisinde spekülasyon etkenlere karşı aşırı duyarlı olan sıcak paraya etki eden içsel ve dışsal bazı değişkenleri ARDL Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun dönemde kısa vadeli fonlar ile ABD reel faiz oranı ve cari açık arasında negatif, yurtiçi faiz oranları ile pozitif ilişki tespit edilmiştir. Kısa dönemde kısa vadeli fonlar ile cari açık ve yurtiçi faiz oranları arasında negatif, ABD reel faiz oranları ile pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. 2001 krizi sonrası ülkeye giren sıcak paranın makroekonomik ve finansal yapıdaki düzelmenin yanında yurtdışı faiz oranlarındaki düşüşten

etkilendiği, 2006 yılında ABD reel faiz oranlarındaki artışın sıcak paranın çıkışına, 2010 yılında ise yine yurtdışı faiz oranlarındaki düşüşün sıcak paranın Türkiye ekonomisine yönelmesinde etkili olduğu gözlenmiştir. İpek, kısa vadeli yatırımların dışsal faktörlerden etkilenmesi nedeniyle makroekonomik yapıya daha büyük ve kalıcı etkisi bulunan uzun vadeli yabancı yatırımlar üzerinde politikalar üretilmesini önermektedir.

Kamacı ve Konya (2016), 1994-2013 dönemi 22 Mayıs 2013 FED'in tahvil alımlarının kısılacağı yönündeki açıklamalarından sonraki süreçte Morgan Stanley tarafından ortaya konulan Kırılgan Beşli BIITS'deki (Brezilya, Endonezya, Hindistan, Türkiye ve Çin) portföy yatırımları ile büyüme ilişkisini Panel Veri Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, büyüme üzerine tahvillerde herhangi bir etki tespit edilemezken hisse senetlerinin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini tespit edilmiştir.

Acaravcı ve Karaömer (2017), 2012:2-2017:2 dönemi BİST-100 Endeksi ve Kredi Temerrüt Takası (CDS) arasındaki VAR Modeli Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun ve kısa dönemde BİST-100 Endeksi ile CDS primleri arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Farklı bir yöntem ve daha uzun dönemler kullanılması sonraki çalışmalar için önerilmiştir.

Baran (2017), 2005-2014 dönemi Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ekonomilerdeki etkilerini Karar Matrisi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, Türkiye'nin enflasyon ve kur değişiminde diğer gelişmekte olan ekonomilere göre dezavantajlıyken faiz oranlarında avantajlı olduğu ancak bu durumun krizlere karşı daha kırılgan hale gelmesine neden olduğu tespit edilmiştir. Teknolojik anlamda gelişimini sağlamış, finansal kesime yönelik yapısal reformlarını yapmış ekonomilerde sıcak para akımının arttığı gözlemlenmiştir. Türkiye ekonomisi özelinde, kısa vadeli sermaye akımlarını çekmek için sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçmenin daha faydalı olduğu sonucuna varılmıştır. Baran ayrıca, oynak bir yapıya sahip olan kısa vadeli yatırımların belirli ölçülerde bir sonraki dönem için ihtiyatlı kullanılmasını ve ekonomide daha büyük etkiler yaratan doğrudan yatırımlara yönelik politikalar üretilmesini önermiştir.

Biçen (2017), 2004-2014 dönemi dışı açıklık seviyesi yüksek ve düşük olmak üzere seçili 26 gelişmekte olan ülkede kısa vadeli sermaye hareketleri ile

büyüme arasındaki ilişkiyi Otoregresif Panel Veri Yöntemi ve literatürdeki bazı çalışmaları kullanılarak incelemiştir. Çalışma sonucu, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artışın GSYH'nın dışa açıklık seviyesi yüksek olan ülkelerde dışa açıklık seviyesi düşük olan ülkelere görece biraz daha fazla pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Boğa (2017), 1992-2014 dönemi Türkiye'nin de içinde bulunduğu seçili gelişmekte olan ülkelere çekici faktör olarak görülen finansal kırılganlık göstergeleri ve uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişki Panel Veri Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, doğrudan yatırımları ile reel efektif döviz kuru ve M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı arasında negatif; portföy yatırımları ile reel efektif döviz kuru ve yurtiçi kredi büyümesi arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak Boğa, finansal kırılganlık göstergelerinin uluslararası sermaye hareketlerini açıklamakta kuvvetli bir değişken olmadıklarını savunmaktadır.

Bulut vd. (2017), 2007:1-2015:4 dönemi çeyreklik verileri kullanarak yükselen 16 ekonomide 2008 krizi ve sonrasında FED tarafından alınan kararların bu ülkelerdeki portföy yatırımlarına etkisini Panel Veri Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımları ile ABD 2 yıllık hazine bonosu faiz oranları, küresel risk iştahını gösteren VIX endeksi ve yükselen ekonomiler tahvil (EMBI+) endeksi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Portföy yatırımlarına en büyük etki eden değişkenin ise ABD 2 yıllık hazine bonosu faiz oranlarının olduğu sonucuna varılmıştır.

Çolak (2017), 2005:1-2016:9 dönemi Türkiye ekonomisinde kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan Moody's'in kredi notlarının seçili makroekonomik değişkenler üzerine etkilerini ADF Birim Kök, Johansen Eş-bütünleşme ve Granger Nedensellik Yöntemleriyle incelemiştir. Çalışma sonucu, TÜFE, GSYİH, doğrudan yabancı yatırım miktarı ve işsizlik değerleri üzerinde kredi notlarının herhangi bir etkisinin olmadığı fakat işsizlikle GSYİH ve TÜFE arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Demirci ve Özyakışır (2017), 1971-2013 dönemi Türkiye ekonomisinde finansal gelişmişlik ve beşeri sermaye arasındaki ilişkiyi Eş-bütünleşme ve VEC Hata Düzeltme Modeliyle incelemiştir. Çalışma sonucu, beşeri sermaye ve finansal gelişmişlik arasında uzun ve kısa dönemde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Artan

okullaşma/üniversiteleşme oranları finansal okur-yazarlığı artıracak, yatırımların finansal kanallara gidişini hızlandıracak; tasarrufların yatırımlara gitmesi büyümeyi ve bir çok makroekonomik/finansal göstergeyi olumlu etkileyecektir. Sağlık harcamalarındaki artış aynı zamanda yaşam süresini uzatarak emeklilik sistemindeki aksaklığı düzeltecektir.

Işık ve Yıldırım (2017), 2001-2014 dönemi Türkiye ve seçili 32 OECD ülkesindeki portföy yatırımları ve bu yatırımlara etki eden faktörleri Panel Veri Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımları ile finansal maliyetler arasında negatif, bilişim teknolojiler-güvenli internet arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Portföy yatırımlarının Türkiye'de ekonomik büyüklükten etkilenmediği ancak OECD ülkelerinde etkilendiği tespit edilmiştir. Işık ve Yıldırım, Türkiye'nin portföy yatırımlarını çekmek için bilişim ve güvenli teknoloji alanında inovasyonlar yapması, yurtdışında Türk bankacılığını artırması önerisinde bulunmuştur.

Kılıcı (2017), 2010-2016 dönemi Türkiye ekonomisinde CDS primleri ile makroekonomik ve finansal değişkenler arasındaki ilişkiyi Engel-Granger ve Johansen Koentegrasyon Modeliyle incelemiştir. Çalışma sonucunda, CDS Primleri ile büyüme oranı, işsizlik, enflasyon, cari açık/GSYİH arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan uzun dönemde CDS Primleri ile reel efektif döviz kuru, BİST-30 Endeksi, sermaye yeterlilik rasyosu ve takipteki krediler/toplam krediler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Koy ve Karaca (2017), 2013-2016 dönemi Türkiye ekonomisinde uluslararası sermaye hareketlerinin net portföy yatırımları ile döviz kuru, CDS primleri, BİST-100 endeksi arasındaki ilişkiyi VAR Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, net portföy yatırımları ile CDS primi ve döviz kuru arasında negatif, BİST-100 Endeksi ile ise pozitif ilişki tespit edilmiştir. CDS primlerinin ve BİST-100 endeksinin 3 haftalık bir artış/azalış sonrası kalıcı hale geldiği sonucuna varılmıştır.

Kula ve Baykut (2017), 2007:8-2015:12 dönemi VIX (Korku) Endeksi ve BİST-100 Yönetim Endeksi arasındaki ilişkiyi ARDL Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, VIX (Korku) Endeksi ve BİST-100 Yönetim Endeksi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Kula ve Baykut, VIX endeksinin karar mekanizmaları tarafından faiz kararlarında öncü gösterge olarak kullanılması halinde finansal piyasalarda kırılganlığı gidereceğini savunmuştur.

Varlık (2017), 2004:1-2015:6 dönemi aylık verilerle Türkiye ekonomisinde risk priminde meydana gelen şokun bankacılık sektöründeki etkisini ilişkiyi SVAR Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, risk priminde meydana gelen bir şokun reel efektif döviz kuru, finansal hisse senedi fiyatları ve bankacılık sağlamlık endeksini düşürdüğü, politika faiz oranını artırdığı ve kredi-mevduat faiz farkını yükselttiği tespit edilmiştir. Risk primlerinde meydana gelen şokların ekonomideki etkisinin ancak bir ay sürdüğü ancak kredi-mevduat faiz farkı değişkeninin ülke risk primi üzerindeki etkisinin sekiz sürdüğü sonucuna varılmıştır.

Yığıter ve Akkaynak (2017), 2009:1-2015:4 dönemi aylık verileri kullanılarak Türkiye ekonomisinde riskli yatırımları konu edinen modern portföy yönetimi teorisinin, risksiz yatırımlar olan alternatif yatırım araçları üzerine etkinliğini Kovaryans Matrisi Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, BİST-50 Endeksi ve BİST-30 Endeksi arasında pozitif, BİST-30 Endeksi ve gümüş arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Aksoylu ve Görmüş (2018), 2005-2015 dönemi seçili 9 gelişmekte olan ülke ekonomisinde kredi temerrüt takası (CDS) ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ampirik çalışmalar ve Granger ve Hatemi-J Nedensellik Testleri Yöntemiyle incelemiştir. Ampirik çalışmalardan elde edilen sonuca göre, CDS'lerle döviz kuru ve VIX endeksi arasında pozitif; ABD devlet tahvili faiz oranı ile negatif ilişki tespit edilmiştir. Nedensellik testlerinden elde edilen sonuca göre ise, CDS'lerle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmede Hatemi-J Nedensellik testinin daha çok yararlı olacağı sonucuna varılmıştır.

Alderighi vd. (2018), 2006-2018 dönemi seçili 20 gelişmekte olan ülke ekonomisindeki borsa endekslerini kullanarak uluslararası sermaye hareketlerini iten ve çeken faktörleri incelemiştir. Çalışma sonucu, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin iten faktörlere (Gelişen piyasa ekonomilerindeki getiri ve faiz oranları, VIX Endeksi) görece çeken faktörlerden (yurtiçi faiz oranları, borsa getiri oranları vs) daha çok etkilendiği tespit edilmiştir. Yatırımların piyasanın önündeki yapısal engeller ve kırılmalardan etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Gazel (2018), 1994-2015 dönemi gelişmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımları ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi Asimetrik Panel Nedensellik Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, portföy yatırımları ve cari işlemler dengesi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Öner vd. (2018), 2006:10-2017:5 dönemi aylık verileri kullanarak Türkiye'nin de arasında bulunduğu seçili 10 gelişmekte olan ülkedeki borsa endeksleri ve VIX Endeksi arasındaki ilişkiyi Hata Düzeltme Yöntemiyle (VECM) incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun ve kısa dönemde Rusya MICEX, G. Kore KS11, Tayvan TWII ve Polonya WIG-20 Borsa Endeksleri ve VIX Endeksi arasında çift yönlü; Türkiye BİST-100, Şili IPSA, G. Afrika JALSH ve Tayland SETI Borsa Endeksleri ile ise tek yönlü ilişki tespit edilmiştir. Arjantin Merval Borsa Endeksi ve VIX Endeksi arasında uzun ve kısa dönemli bir ilişkiye rastlanmazken, Meksika MXSE Borsa Endeksinde ise kısa dönemde çift yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Özdemir vd. (2018), 2006:2-2015:7 dönemi aylık verileri kullanarak seçili 5 gelişmekte olan ülkede kıymetli madenler ve borsa endeksleri arasındaki getiri ve volatilité yayılımını VAR Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, son yıllarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerden sonra emtia piyasasına yönelen yatırımların bu piyasalarda kırılganlığın artmasına neden olduğu ve her iki piyasada volatilitenin negatif haberlerden daha çok etkilendiği tespit edilmiştir. Ancak ülkelerin volatilité yayılımına bakıldığında, 5 gelişmekte olan ülkenin borsa endekslerinin kendi geçmiş şokları hariç diğer endekslerden etkilenmediği ve Türkiye ekonomisinde kıymetli madenlerin fiyat hareketlerinden etkilenmeyerek yatırımcılara güvenli liman sunduğu sonucuna varılmıştır.

Sadeghzadeh (2018), 2004:1-2018:4 dönemi Türkiye ekonomisinde BİST-100 Endeksi'ndeki yatırımları etkileyen psikolojik faktörleri Nedensellik Testleriyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun ve kısa dönemde BİST-100 Endeksi ve VIX Korku Endeksi arasında negatif; Tüketici Güven Endeksi ile ise uzun dönemde negatif, kısa dönemde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Sakarya ve Akkuş (2018), 2010:1-2018:6 dönemi Türkiye ekonomisinde VIX Endeksi ile BİST-100, BİST-Banka, BİST-Mali ve BİST-Teknoloji Endeksleri arasındaki ilişkiyi Birim Kök Testleri, ARDL Sınır Testi ve TUDO-Yamamoto Nedensellik Testiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, VIX Endeksi ile BİST-100, BİST-Banka, BİST-Mali ve BİST-Teknoloji Endeksleri arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. VIX Endeksinde meydana gelen bir artışın en çok BİST-Teknoloji Endeksini etkilediği sonucuna varılmıştır.

Şahin (2018), 2013:11-2017:11 dönemi Türkiye ekonomisinde BİST-100 Endeksi ve Korku (VIX) Endeksi arasındaki ilişkiyi Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme ve VEC Hata Düzeltme Modeliyle incelemiştir. Çalışma sonucu, BİST-100 Endeksi ve Korku (VIX) Endeksi arasında uzun dönemde negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Şahin, yatırımcıların zarara uğramamak ve spekülâtif kazançlar elde etmek için VIX Endeksini izlemelerini önermiştir.

Şenol ve Koç (2018), 2006:1-2016:4 dönemi çeyreklik verilerle Türkiye ekonomisinde seçili makroekonomik değişkenler ve portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi VAR Analizi Yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, uzun dönemde portföy yatırımları ile Euro Bölgesi ve ABD faiz oranları, S&P 500 Endeksi arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir. Portföy yatırımları ile BİST-100 Endeksi, yurtiçi faiz oranı, döviz kuru arasında etki-tepki gözlemlenmiştir. Portföy yatırımları, döviz kuru ve BİST-100 Endeksinin birbirini karşılıklı olarak açıkladığı, faiz oranlarının ise portföy yatırımlarındaki değişimi açıkladığı sonucuna varılmıştır.

Öner (2019), 2010:6-2017:5 dönemi seçili 9 gelişmekte olan ülkede 10 yıllık tahvil faiz oranları ile VIX Endeksi arasındaki ilişkiyi Granger Nedensellik Testiyle incelemiştir. Çalışma sonucu, VIX Endeksi ile Rusya ve Meksika tahvil faiz oranları arasında tek, Güney Afrika ve Endonezya tahvil faiz oranları arasında çift yönlü ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan Brezilya, Çin, Hindistan, Filipinler ve Türkiye tahvil faiz oranları ile VIX Endeksi arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Öner, VIX Endeksinin Güney Afrika, Endonezya, Rusya ve Meksika dışındaki ülkelerde yatırım kararlarında öncü gösterge olarak alınmasına gerek olmadığını savunmaktadır.

Öztürk ve Kuşçu (2107), finansal küreselleşmenin özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki tarihsel gelişimi ve olası etkilerini incelemiştir. Çalışma sonucu, ülkelerin yerleşik kapalı ekonomi yapısından serbest piyasa ekonomisine hiçbir önlem almadan geçmelerinin başta gelir dağılımında adaletsizlik olmak üzere, istikrarsız ve gittikçe küçülen büyüme, kırılğan bir finansal ve makroekonomik yapı, uluslararası ve ulusal krizlere karşı aşırı duyarlılıkla karşı karşıya kalacakları tespit edilmiştir. Sıcak para olarak bilinen kısa vadeli sermayenin bu ülkelere yönelik akımının zamanla ekonomileri bu akıma bağlı kılması, finansal ekonomide gelişme yaratırken reel ekonomide istikrarsızlığa sebebiyet vereceği sonucuna varılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

3.1. VERİ SETİ VE DEĞİŞKENLER

Türkiye ekonomisine yönelik portföy yatırımlarına etki eden faktörlerin incelendiği çalışmada, 2007:1-2018:12 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Her bir değişken için belirlenen gözlem sayısı 144'tür. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken Portföy Yatırımları olmak üzere bağımsız değişkenler: FED Faiz Oranı, BİST-100 Endeksi, Cari İşlemler Hesabı, CBOE VIX Endeksi, TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ve Reel Kesim Güven Endeksidir. Portföy yatırımları verileri, ödemeler dengesi bilançosu finans hesabı portföy yatırımları net yükümlülük oluşumu kaleminden elde edilmiştir. Söz konusu veri setine ilişkin bilgiler Tablo 3.1.'de gösterilmiştir. (LN logaritmik değerleri temsil etmektedir.)

Tablo 3.1. Veri Seti

Kısaltma	Değişkenler	Kaynak
LNBİSTEND	BİST-100 Endeksi	TCMB
CDENGE	Cari İşlemler Hesabı	TCMB
FED	FED Faiz Oranı	FRED
LNPORTFOY	Portföy Yatırımları	TCMB
LNRKGE	Reel Kesim Güven Endeksi	TCMB
TCMB	TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı	TCMB
LVIX	CBOE VIX Endeksi	FRED

3.2. EKONOMETRİK YÖNTEM

3.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık Analizi

Zaman serilerinin durağan olması, ne zaman ölçülürse ölçülür varyans, kovaryans ve ortalamalarının aynı çıkmasını sağlamaktadır (Bülbül ve Demiral, 2016: 27). Durağanlık sınaması için birim kök testleri uygulanmaktadır. Başlıca birim kök testleri, Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips & Perron (PP) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt & Shin (KPSS) testidir.

Serinin durağan olması şu üç temel şarta bağlıdır;

$$(i) \text{ Ortalama: } E(Y_t) = \mu \quad [3.1]$$

$$(ii) \text{ Varyans: } E[Y_t - E(Y_t)]^2 = \sigma^2 \quad [3.2]$$

$$(iii) \text{ Kovaryans: } E[(Y_t - \mu) \cdot (Y_{t+k} - \mu)] = \delta_k \quad [3.3]$$

(Tüm t değerleri için, k gecikme mesafesi)

Y_t serisinin bir önceki dönemle arasındaki ilişki:

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad [3.4]$$

şeklinde. Eşitliğin her iki tarafından Y_{t-1} çıkarıldığı zaman:

$$Y_t - Y_{t-1} = \varphi Y_{t-1} - Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$\Delta Y_t = (\varphi - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$ ya da $\delta = (\varphi - 1)$ olmak üzere denklem:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad [3.5]$$

$$\Delta Y_t = (Y_t - Y_{t-1})$$

Denklemden $\varphi=1$ ya da $\delta=0$ olması halinde birim kök sorunu var demektir.

$\varphi=1$ ise ilişki:

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad [3.6]$$

olur. (3.6) numaralı denklem, serinin ilgili dönem içerisinde bir önceki dönemde maruz kaldığı şokun etkisinde olduğunu göstermektedir. $\varphi < 1$ olması halinde ise, geçmişte yaşanan şokların etkisinin başlangıçta hissedilirken zaman içerisinde yok olacağı anlamına gelmektedir (Bülbül ve Demiral, 2016: 27).

Dickey Fuller testinde yaygın olarak kullanılan regresyon kalıpları:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimsiz / Trendsiz Model} \quad [3.7]$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimli / Trendsiz Model} \quad [3.8]$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{Sabit Terimli / Trendli Model} \quad [3.9]$$

(Y: Bağımlı Değişken, β_0 : Sabit Terim, t:Trend Değişken, Δ : Birinci Fark İşlemcisi, ϵ_t : Hata Terimi (Bülbül ve Demiral, 2016: 27; Vurur ve Diler, 2018: 585)

Hata terimleri arasında korelasyon olması halinde Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi uygulanmaktadır. ADF testi birinci model sabit terimsiz ve trendsiz, ikinci model sabit terimli ve trendsiz, üçüncü ise sabit terimli ve trendli modeldir. Bu modellerin denklemleri sırasıyla:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad [3.10]$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad [3.11]$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \epsilon_t \quad [3.12]$$

(Y: Bağımlı Değişken, β_0 : Sabit Terim, t:Trend Değişken, Δ : Birinci Fark İşlemcisi, ϵ_t : Hata Terimi, p:Optimum Gecikme Uzunluğu)

Phillips & Perron (PP) birim kök testi, Dickey Fuller hata terimleri varsayımını genişleterek hata terimlerinde zayıf bağımlılık ve heterojenliğe izin vermektedir (Sakarya ve Akkuş, 2018: 358). Zaman serilerinde yüksek korelasyonun kontrol edilmesi parametrik olmayan hareketli ortalama süreci içermektedir. PP testi, ADF testinin alternatifi değil tamamlayıcısı olarak literatüre geçmiştir (İpek, 2013: 130). PP testi ADF birim kök testinden farklı olarak, oto-korelasyon ve değişen varyansa duyarlı Newey-West tahmincisi kullanmaktadır. Bu testin denklemi:

$$Y_t = \beta_0 + \beta \left(t - \frac{1}{2} T \right) + \delta Y_{t-1} + \epsilon_t \quad [3.13]$$

(Y: Bağımlı Değişken, β_0 : Sabit Terim, t: Trend Değişken, T: Gözlem Sayısı, ϵ_t : Hata Terimi)

Durağanlık testi ilk olarak düzey seviyede yapılmakta, durağanlık sağlanmaması durumunda Y_t serisinin birinci farkı alınmaktadır. $Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ serisinin durağan olması halinde seri I(1) ile gösterilmektedir. Y_t serisi birinci farkında da durağan olmazsa ikinci farkı alınarak durağan oluncaya kadar farkı alınmaya devam etmektedir (Bülbül ve Demiral, 2016: 27).

ADF ve PP testinden elde edilen istatistikler MacKinnon (1996) kritik değerleriyle karşılaştırılarak birim kökün varlığı test edilmektedir (Sakarya ve Akkuş, 2018: 358-359). Birim kökün varlığının sınanmasında en çok kullanılan hipotezler:

$H_0: \delta = 0$ ise, Y_t durağan değildir, birim köke sahiptir. [3.14]

$H_1: \delta < 0$ ise, Y_t durağandır, birim köke sahip değildir. [3.15]

3.2.2. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı

Zaman serileri analizi yöntemleri birim kök testlerinde durağanlık düzeyinin tüm seriler için aynı olması halinde Engle&Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen&Juselius (1990) Eş-bütünleşme testleri uygulanmaktadır. Bu testler değişkenlerin arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını sınamaktadır. Seriler arası durağanlık düzeylerinin aynı olmaması halinde Pesaran&Pesaran (1997), Pesaran&Smith (1998), Pesaran&Shin (1999) ve Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL Sınır Testi Yaklaşımı yöntemi uygulanmaktadır. ARDL Sınır Testi Yaklaşımında, modeldeki değişkenlerin durağanlık düzeylerine bakılmadan eş-bütünleşme ilişkisi araştırılmaktadır (Keskin, 2008: 225).

Sınır Testi yaklaşımı iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada değişkenler arası uzun dönem ilişkisinin varlığı test edilmektedir. Daha sonra elde edilen denklemde yer alan hata terimlerini kullanarak değişkenler arası kısa dönem denklemi hata düzeltme modeli sınanmaktadır (Özşahin, 2011: 394). Araştırmacılar ARDL modelini, sınır testlerinde durağanlık düzeylerine bakılmaması, Engle&Granger testinden daha iyi istatistikî sonuçlara sahip olması ve küçük gözlemlerle çalışmalarda dahi uygulanabiliyor olması nedeniyle avantajlı bulmaktadır (Eyüpoğlu ve Eyüpoğlu, 2018: 245).

ARDL modelinde değişkenlerin durağanlık düzeyleri $I(0)$ ve $I(1)$ olmak zorundadır. Düzeyin $I(2)$ olması durumunda Pesaran vd. (2001) F istatistiği geçersiz, bu değişkenlerden elde edilen tahminler ise yanıltıcı olacaktır (İpek, 2013: 135). ARDL modelinde değişkenlere ait diğer kısıt bağımlı değişkenin $I(1)$ düzeyinde durağan olmasıdır (Sakarya ve Akkuş, 2018: 359).

En küçük kareler (EKK) yöntemiyle tahmin edilmiş 2 değişkenli kısıtlanmamış hata düzeltme modeli (VECM):

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{t-i} + \beta_t \sum_{i=0}^p \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + \epsilon_t \quad [3.16]$$

(Y: Bağımlı Değişken, X: Bağımsız Değişken, β_0 : Sabit Terim, β_1 - β_2 : Kısa Dönem Katsayıları, β_3 - β_4 : Uzun Dönem Katsayıları, t:Trend Değişken, Δ : Birinci Fark İşlemcisi, ϵ_t : Hata Terimi, p: Optimum Gecikme Uzunluğu)

ARDL kısıtlanmamış hata düzeltme modelinde ilk aşamada Akaike (AIC), Shwarz (SIC) ve Hannan&Quinn (HQC) modeli kullanılarak en küçük kritik değeri sağlayan uygun gecikme uzunluğu bulunmakta ve seriler arası otokorelasyonun varlığına bakılmaktadır. Seçilen gecikme uzunluğuyla oluşturulan modelde otokorelasyon sorunu varsa ikinci en küçük kritik değeri sağlayan uygun gecikme uzunluğu alınmakta ve bu işlem oto-korelasyon sorunu giderilene kadar devam etmektedir (İpek, 2013: 136). Otokorelasyon sorunu giderildikten sonra modelden faydalanarak uzun dönem katsayıları ve standart hatalar elde edilmektedir. İkinci aşamada uzun dönem ilişkisinin varlığı boş ve alternatif hipotezlerle belirlenmektedir. Uzun dönem ilişkisinin varlığını sınavan boş ve alternatif hipotezler:

$$H_0: \beta_3 = \beta_4 \quad (\text{Eş-bütünleşme yoktur.}) \quad [3.17]$$

$$H_1: \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0 \quad (\text{Eş-bütünleşme vardır.}) \quad [3.18]$$

Boş ve alternatif hipotezlerde hesaplanan F istatistiği değeri Pesaran vd.(2001) I(0) alt ve I(1) üst kritik değerleriyle karşılaştırılır. F istatistiği I(0) alt kritik değerden küçük ise seriler arasında eş-bütünleşme yoktur; I(1) üst kritik değerden büyük ise seriler arasında eş-bütünleşme ve uzun dönemli ilişki vardır; her iki değer arasında ise yorum yapılamamaktadır (Özşahin, 2011: 395). Seriler arasında eş-bütünleşmeyi tespit ettikten sonra uzun ve kısa dönem ilişki katsayıları ve standart hataları elde edilmektedir. Uzun dönem ilişki katsayıları modeli:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{t-i} + \beta_t \sum_{i=0}^q \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \epsilon_t \quad [3.19]$$

(Y: Bağımlı Değişken, X: Bağımsız Değişken, β_0 : Sabit Terim, t:Trend Değişken, Δ : Birinci Fark İşlemcisi, ϵ_t : Hata Terimi, $p - q$: Optimum Gecikme Uzunluğu)

Modelde $p - q$ optimum gecikme uzunluğu Akaike (AIC), Shwarz (SIC) ve Hannan&Quinn (HQC) bilgi kriteri kullanılarak en küçük kritik değeri sağlayan değere bakılarak hesaplanmaktadır. ARDL modelinde gecikme uzunluğu hesaplanırken önce bağımlı değişken daha sonra bağımlı değişken gecikme uzunluğuna bağlı olarak bağımsız değişken gecikme uzunluğu hesaplanmaktadır. Hesaplanan model ARDL (p, q) şeklinde ifade edilmektedir. ARDL (p, q) modelinde uzun dönem ilişki katsayılarını elde etmede kullanılacak modelin

belirlenmesinde $(m + 1)^k$ adet denklem tahmin edilmektedir (Keskin, 2008: 228). (m: Maksimum Gecikme Uzunluğu, k:Bağımlı ve bağımsız değişken toplam sayısı)

ARDL Sınır Testi Yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli yardımı ile hesaplanan kısa dönem ilişki katsayıları modeli:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 a_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 X_{t-i} + \epsilon_t \quad [3.20]$$

Modelde a_{t-1} , uzun dönem hata teriminin bir gecikmeli dönem değeri yani hata düzeltme terimini ifade etmektedir. Bu terimin katsayısının negatif ($-1 < a_{t-1} < 0$) ve anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme terimi katsayısının negatif değeri arttıkça modelin uzun dönemde dengeye gelme hızı artmaktadır (İpek, 2013: 139).

3.2.2. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi

Zaman serilerinde değişkenler arasındaki nedenselliği sınamak için bazı nedensellik testleri kullanılmaktadır. Granger (1969) nedensellik testi bunlardan biridir. Granger (1969) nedensellik testininin uygulanabilmesi için serilerin aynı düzeyde durağan olmaları gerekmektedir. Toda-Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen Toda-Yamamoto Nedensellik Testi, durağanlık düzeyleri farklı olan serilerin nedensellik ilişkisini ortaya koymaktadır. Toda-Yamamoto prosedürü, VAR modelinde belirlenen k gecikme düzeyi ve (d_{max}) serilerin maksimum bütünleşme dereceleriyle parametrelere uygulanan Düzenlenmiş Wald (Modified Wald) istatistiğiyle test eden prosedürdür (Dineri ve Destek, 2016: 498). Toda-Yamamoto nedensellik testinde gecikmesi artırılmış VAR ($k + d_{max}$) modeli tahmin edilmektedir. ARDL Yaklaşımının aksine Toda-Yamamoto nedensellik testi serilerin I(2) düzeyinde durağan olmasına izin vermekte fakat bütünleşme dereceleri (d_{max}) gecikme uzunluğundan uzun olamamaktadır (Sakarya ve Akkuş, 2018: 361). Toda-Yamamoto Nedensellik testi modeli:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{k+d_{max}} \beta_{2i} X_{t-i} + \epsilon_t \quad [3.21]$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \beta_{1i} X_{t-i} + \sum_{i=0}^{k+d_{max}} \beta_{2i} Y_{t-i} + \epsilon_t \quad [3.22]$$

(β_0 : Sabit Terim, t:Trend Değişken, Δ : Birinci Fark İşlemcisi, ϵ_t : Hata Terimi, k: VAR Modeli Optimum Gecikme Uzunluğu, d_{max} : Serilerin Maksimum Bütünleşme Dereceleri)

[3.21] numaralı denklemde X bağımsız değişkenin Y bağımlı değişken ve [3.22] numaralı denklemde Y bağımsız değişkenin X bağımlı değişkenle arasında nedensellik ilişkisi kurulabilmesi için β_{2i} 'lerin tümüyle sıfırdan farklı olması gerekmektedir (Eyüpoğlu ve Eyüpoğlu, 2018: 247).

Toda-Yamamoto Nedensellik testi hipotezleri:

$H_0: \beta_{2i} = 0, i = 1, 2, \dots, k$ ise, (X'ten Y'ye nedensellik yoktur.) [3.23]

$H_0: \beta_{2i} \neq 0, i = 1, 2, \dots, k$ ise, (X'ten Y'ye nedensellik vardır.) [3.24]



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM EKONOMETRİK BULGULAR

4.1. BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI

Zaman serileri analizlerinde değişkenlerin durağanlık seviyelerini tespit etmek gerekmektedir. Serilerin I(0) düzeyinde durağan olması durumunda sınır testi yaklaşımının yapılmasına gerek kalmadan standart tahmin metotları yardımıyla regresyon kurulabilmektedir (Özşahin, 2011: 398). Çalışmada seriler arasındaki durağanlığı ölçmek için Augmented Dickey Fuller (ADF) ve Phillips & Perron (PP) birim kök testleri kullanılmıştır. Tüm ekonometrik analizler EViews 9 programı ile yapılmıştır. Birim kök testlerine ilişkin sonuçlar Tablo 4.1.'de gösterilmiştir.

Tablo 4.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Model	Düzyey (I(0))		Birinci Dereceden Fark (I(1))	
		ADF	PP	ADF	PP
CDENGE	C	-11.783 (0)***	-11.783***		
	CT	-11.901 (0)***	-11.902***		
FED	C	-3.403 (0)***	-3.103**		
	CT	-2.010 (4)	-2.008		
lnBİSTEND	C	-1.449 (0)	-1.492	-11.833 (0)***	-11.838***
	CT	-2.509 (0)	-2.763	-11.794 (0)***	-11.800***
lnPORTFÖY	C	-12.741 (0)***	-12.049***		
	CT	-12.146 (0)***	-12.130***		
lnRKGE	C	-3.257 (1)***	-2.970**		
	CT	-3.329 (1)	-3.049		
lnVIX	C	-3.816 (0)***	-3.632***		
	CT	-4.934 (0)***	-4.851***		
TCMB	C	-1.630 (0)	-1.580	-12.775 (0)***	-12.842***
	CT	-1.417 (0)	-1.175	-13.019 (0)***	-13.388***

*C: Sabitli Model. CT: Sabit ve Trendli Model. ADF testinde maksimum gecikme sayısı 13 olarak alınmış ve optimum gecikme sayısı Schwarz Bilgi Kriterine göre belirlenmiştir. Parantez içindeki sayılar optimum gecikme sayılarıdır. PP uzun dönem varyans, Barlett çekirdek tahmincisi ile elde

edilmiş ve bant genişliği (Bandwidth) Newey-West metodu ile belirlenmiştir. *** ve ** Ho hipotezinin sırasıyla %1 ve %5 anlam düzeyinde reddedildiğini göstermektedir.

ADF ve PP birim kök testleri sonucuna göre, CDENGE, FED, lnPORTFOY, lnRKGE, lnVIX, değişkenleri düzeyde I(0) durağan hale gelmiştir. lnBİSTEND, TCMB değişkenleri ise düzeyde durağanlık sağlanmadığından birinci farkları I(1) alınmış ve durağan hale gelmiştir.

4.2. ARDL SINIR TESTİ YAKLAŞIMI SONUÇLARI

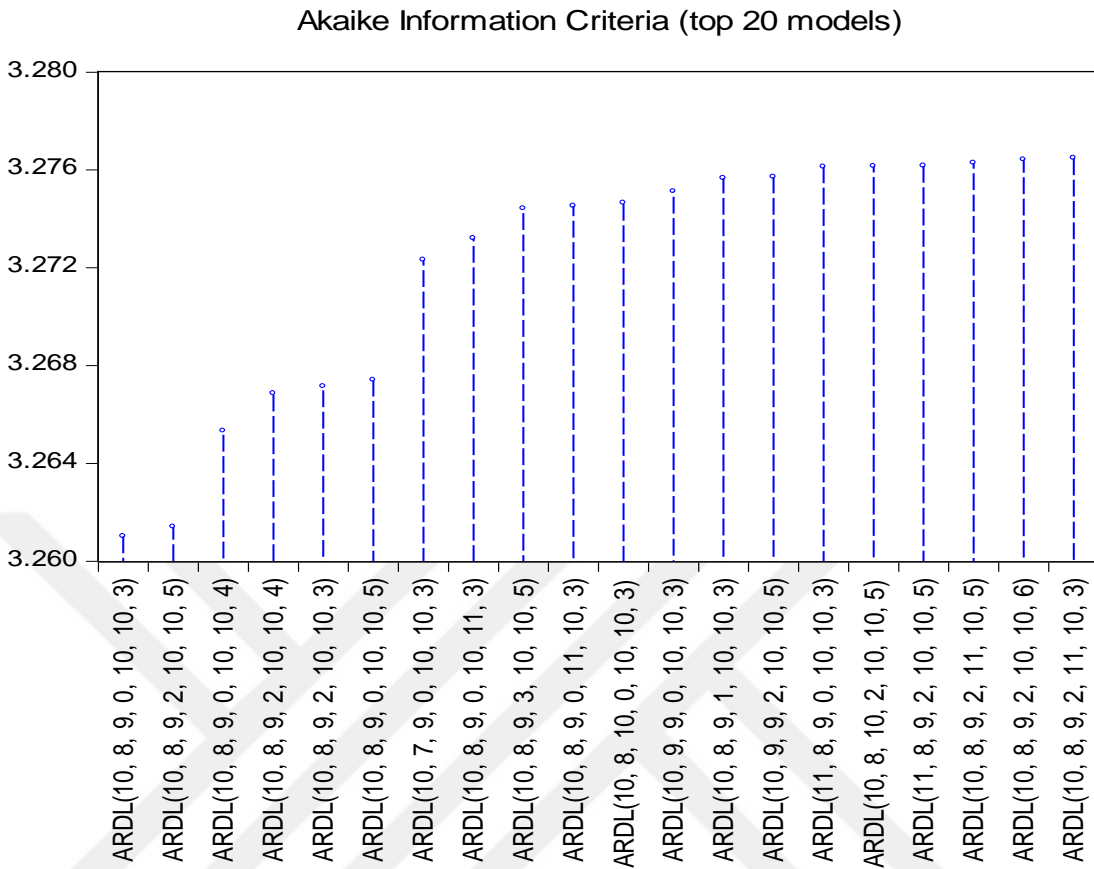
Zaman serilerinde durağanlığın birim kök testleri yardımıyla tespit edilmesinin ardından değişkenler arası eşbütünleşme ilişkisi analiz edilmektedir. Eşbütünleşme ilişkisinde ARDL Sınır Testi Yaklaşımı dışında kullanılan eşbütünleşme analizi testlerinde durağanlık seviyelerinin aynı olması zorunluluğu bulunmaktadır. Çalışmamızda eşbütünleşme ilişkisinin analizinde değişkenler arası durağanlık seviyelerinin farklı olmasından dolayı ARDL Sınır Testi Yaklaşımı kullanılmıştır. Eşbütünleşme ilişkisinin tespiti için çalışmamıza uyarlanmış vektör hata düzeltme modeli (VECM) şu şekildedir:

$$\begin{aligned} \Delta \text{LNPORTFOY}_t = & \beta_0 + \beta_1 t + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \text{LNPORTFOY}_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \text{CDENGE}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^p \beta_{4i} \text{FED}_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{5i} \text{LNBİSTEND}_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{6i} \text{LNRKGE}_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{7i} \text{LNVIX}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^p \beta_{8i} \text{TCMB}_{t-i} + \beta_9 \text{LNPORTFOY}_{t-1} + \beta_{10} \text{CDENGE}_{t-1} + \beta_{11} \text{FED}_{t-1} + \beta_{12} \text{BİSTEND}_{t-1} \\ & + \beta_{13} \text{LNRKGE}_{t-1} + \beta_{14} \text{LNVIX}_{t-1} + \beta_{15} \text{TCMB}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad [4.1.]$$

Kısıtsız hata düzeltme modelinde " Δ " değişkenlerin birinci farkı, " t " trend değişken ve " p " gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. ARDL modelinin uygulanabilmesi için öncelikle gecikme uzunluğunu tespit etmek gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike Bilgi Kriteri (AIC) modeli kullanılmıştır.

Aylık verilerin kullanıldığı ampirik çalışmalarda maksimum gecikme uzunluğu 12 'den başlanmıştır. Akaike Bilgi Kriteri (AIC)'in en küçük olduğu 12 değeri uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir. Modele ait en küçük gecikme uzunluklarını gösteren 20 model Şekil 4.1.'de gösterilmiştir.

Şekil 4.1. Modelin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi



Gecikme uzunluğunun tespitinin ardından seçilen ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) modelinde eşbütünlüşme ilişkisinin varlığı sınır testi sonuçları yardımıyla tespit edilmektedir. Sınır testi tespiti yapılırken [4.1.] eşitliğindeki LNPORTFOY, CDENGE, FED, LNBİSTEND, LNRKGE, LNVIX ve TCMB değişkenlerinin birinci dönem katsayıların ($H_0 = \beta_9 = \beta_{10} = \beta_{11} = \beta_{12} = \beta_{13} = \beta_{14} = \beta_{15} = 0$) tümünün anlamlılığı Wald Testi ile sınıanmaktadır.

Değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin varlığı, sınır testi sonuçlarından elde edilen F istatistiği değerinin Pesaran vd. (2001)'in alt ve üst tablo değerleriyle karşılaştırılarak tespit edilmiştir (İpek, 2013: 148). Modelin sınır testi sonuçları Tablo 4.2.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.2. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Sınır Testi Sonuçları

k	F İstatistiği		
6	6.234241		
Kritik Değerler	I (0)	I(1)	
10%	2.33	3.25	
5%	2.63	3.62	
2.5%	2.9	3.94	
1%	3.27	4.39	

*k bağımsız değişken sayısını ifade etmektedir. Kritik değerler Pesaran vd. (2001) ve Tablo CI(iii)'dan alınmıştır.

Modelin sınır testi sonucundan elde edilen F istatistiği değerinin (6.234241) Pesaran vd.'in alt ve üst kritik değerlerinden büyük olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Eş-bütünleşme ilişkisinin tespit edilmesinin ardından modele ilişkin gerekli varsayımların sağlandığının belirlenmesi için teşhis testleri yapılmaktadır. Teşhis testlerinden Jaque Bera Testi normal dağılım sorunu, Breusch-Godfrey Serial Correlation Lagrange Multiplier (LM) Testi otokorelasyon sorunu, Breusch-Godfrey Seri Korelasyon LM Testi değişen varyans ve Ramsey Reset Testi formül kurma uygunluğunu test etmektedir (Azazi, 2019: 101). ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) modelinin teşhis testi sonuçları Tablo 4.3.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.3. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Teşhis Testleri Sonuçları

Teşhis Testi	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Jaque Bera Testi	9.0057	0.0110
Breusch-Godfrey Seri Korelasyon LM Testi	0.4158	0.5210
Breusch-Pagan-Godfrey Testi	0.6861	0.9312
Ramsey Reset Testi	0.1993	0.8426

Teşhis testi sonuçlarına göre modelde normal dağılım, otokorelasyon ve varyans sorunu olmadığı tespit edilmiştir. Ramsey Testinden elde edilen sonuçlara göre modelde formül hatasının olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuçlar neticesinde uzun ve kısa dönem ilişkisinin varlığını belirlemek için kullanılacak ARDL modeli şu şekildedir:

$$\begin{aligned} \text{LNPORTFOY}_t = & \beta_0 + \beta_1 t + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \text{LNPORTFOY}_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{3i} \text{CDENGE}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^s \beta_{4i} \text{FED}_{t-i} + \sum_{i=0}^t \beta_{5i} \text{LNBİSTEND}_{t-i} + \sum_{i=0}^v \beta_{6i} \text{LNRKGE}_{t-i} + \sum_{i=0}^y \beta_{7i} \text{LNVIX}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^z \beta_{8i} \text{TCMB}_{t-i} + \epsilon_t \end{aligned} \quad [4.2.]$$

ARDL Modelinde LNPORTFOY bağımlı, CDENGE, FED, LNBİSTEND, LNRKGE, LNVIX ve TCMB bağımsız değişkenlerdir. Denklemde yer alan p, r, s, t, v, y ve z gecikme değerlerini göstermektedir. Uygun gecikme uzunlukları LNPORTFOY değişkeni için 10, CDENGE değişkeni için 8, FED değişkeni için 9, LNBİSTEND değişkeni için 0, LNRKGE değişkeni için 10, LNVIX değişkeni için 10 ve TCMB değişkeni için ise 3 olarak belirlenmiştir.

Teşhis testlerinin ardından bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişki test edilmektedir. Modelin uzun dönem sonuçları Tablo 4.4.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.4. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
CDENGE	-0.000729	0.000413	-1.764927	0.0816**
FED	-0.388471	0.141618	-2.743099	0.0076*
LNBISTEND	0.314027	0.663527	0.473270	0.6374
LNRKGE	-0.301855	1.330898	-0.226805	0.8212
LNVIX	-0.631542	0.591416	-1.067847	0.2890
TCMB	0.147102	0.040198	3.659453	0.0005*
@TREND	-0.011127	0.004821	-2.307950	0.0237

* ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) modelinin uzun dönem sonuçları incelendiğinde, BİST-100 Endeksi, Reel Kesim Güven Endeksi ve VIX Endeksi değişkenlerinin uzun dönemde portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

Uzun dönemde cari işlemler dengesi değişkeni ile portföy yatırımları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Cari işlemler dengesinde meydana gelen %1'lik artış portföy yatırımlarını % 0.01 oranında azaltmaktadır.

Uzun dönemde FED faiz oranı ile portföy yatırımları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. İlgili dönemde FED faiz oranlarında meydana gelen bir birimlik artış portföy yatırımlarında % 0.39 oranında azalışa neden olmaktadır.

Uzun dönemde TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ile portföy yatırımları arasında pozitif ve anlamlı bir etkileşim olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada irdelenen dönemde TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranında meydana gelen bir birimlik artış portföy yatırımlarını % 0.15 oranında artırmaktadır.

Elde edilen sonuçlara göre, portföy yatırımlarının 2007:1-2018:12 dönemi Türkiye ekonomisinde TCMB Aylık Mevduat Faizinden pozitif; Cari İşlemler Dengesinden ise negatif etkilendiği tespit edilmiştir. İlgili dönemde BİST-100 Endeksi, Reel Kesim Güven Endeksi ve VIX Endeksinin Türkiye'ye giren portföy yatırımlarında belirleyici faktör olmadığı sonucuna varılmıştır.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesinin ardından ilişkinin varlığını gösteren ARDL modeline dayalı hata düzeltme modelinden elde edilen yeni model yardımıyla kısa dönemli ilişki tespit edilmektedir. İlgili hata düzeltme modeli şu şekildedir:

$$\begin{aligned} \text{LNPORTFOY}_t = & \beta_0 + \beta_{1t} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \text{LNPORTFOY}_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{3i} \text{CDENGE}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^s \beta_{4i} \text{FED}_{t-i} + \sum_{i=0}^t \beta_{5i} \text{LNBİSTEND}_{t-i} + \sum_{i=0}^v \beta_{6i} \text{LNRKGE}_{t-i} + \sum_{i=0}^y \beta_{7i} \text{LNVIX}_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^z \beta_{8i} \text{TCMB}_{t-i} + \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad [4.3.]$$

Modelde ECT_{t-1} , uzun dönem ilişkisi modelinden elde edilen hata teriminin bir gecikmeli dönem değerini göstermektedir (Ağır, 2009: 182). Bu değer katsayısının negatif ve anlamlı olması modelin uzun dönemde dengeye gelme hızını ifade etmektedir. Katsayının negatif değeri arttıkça uzun dönemde dengeye gelme hızı artmaktadır. Modelin kısa dönem sonuçları Tablo 4.4.'te gösterilmektedir.

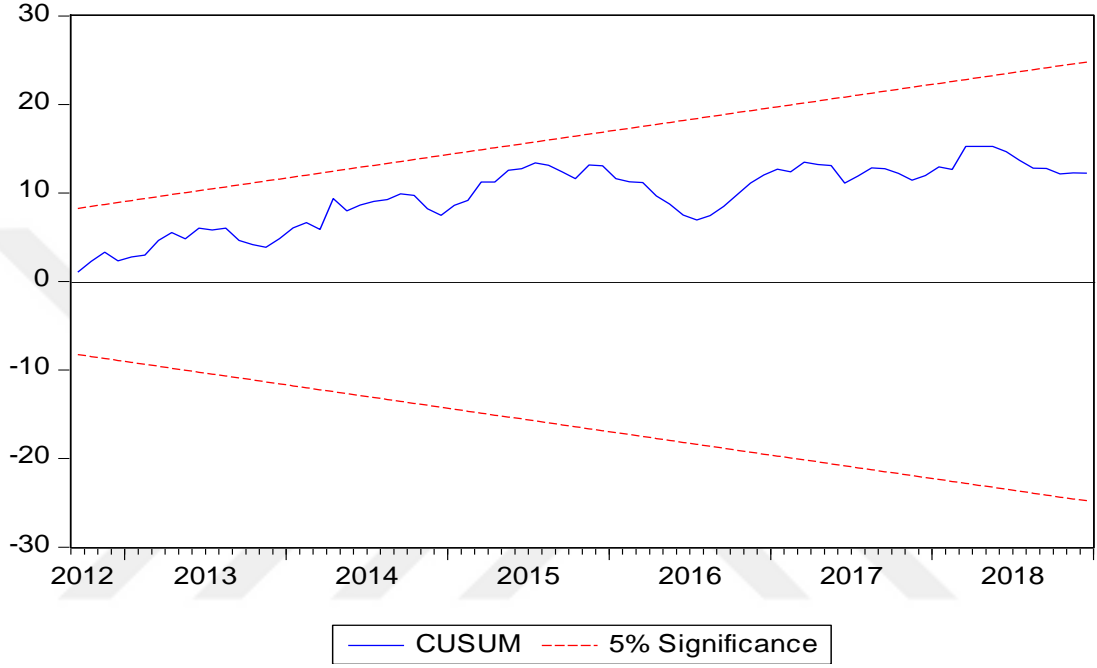
Tablo 4.4. ARDL(10, 8, 9, 0, 10, 10, 3) Modelinin Kısa Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
ECT(-1)	-2.222453	0.302472	-7.347633	0.0000

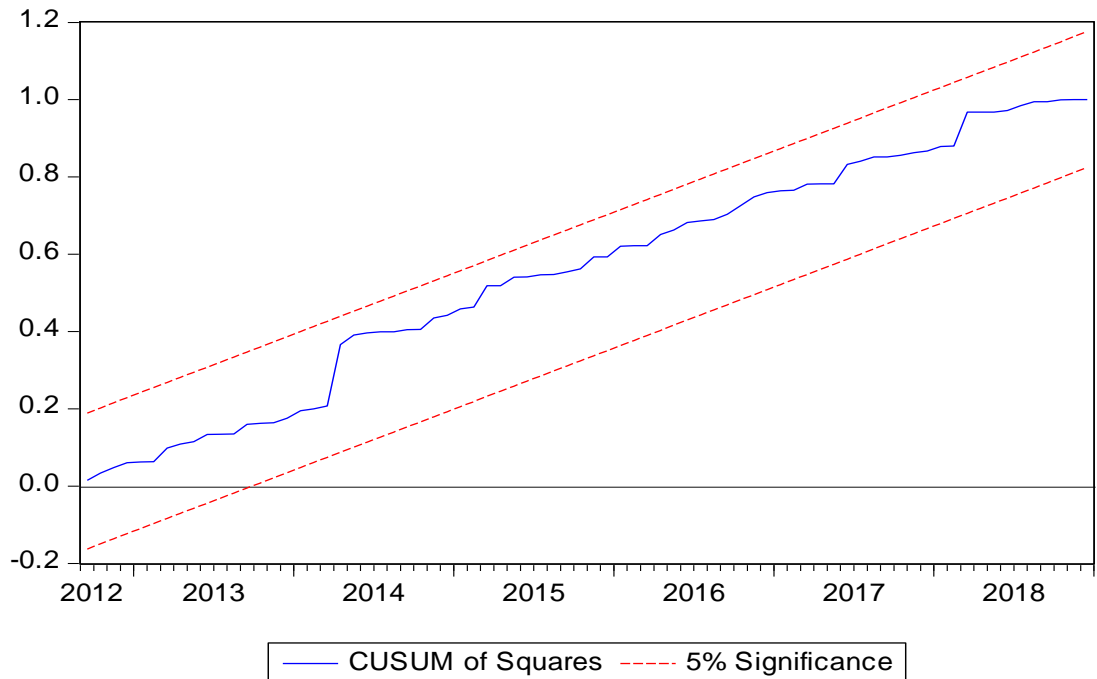
Modelde hata düzeltme terimi katsayısı -2,22 olarak hesaplanmıştır. Katsayı beklendiği gibi negatif ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistikî olarak anlamlıdır. Hesaplanan değere göre, kısa dönemde gerçekleşen sapmaların % 222'si bir yıl sonra düzelmektedir.

Uzun dönem katsayılarından elde edilen kısa dönem katsayılarının hata düzeltme terimlerinde istikrarın ölçülmesinde Brown vd. (1975) tarafından geliştirilen CUSUM ve CUSUM Q Testleri kullanılmaktadır (Azazi, 2019: 104). CUSUM ve CUSUM Q Testlerinin grafikleri Şekil 4.2. ve Şekil 4.3.'te gösterilmiştir.

Şekil 4.2. CUSUM Testi



Şekil 4.3. CUSUM Q Testi



CUSUM ve CUSUM Q Testi sonuçlarına göre, istatistikî değerlerin %5 güven aralığı sınırları arasında ve parametrelerin uzun dönemde istikrarlı olduğu tespit edilmiştir.

4.3. TODA-YAMAMOTO NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI

Zaman serileri analizlerinde durağanlık sınamalarının ardından bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi çeşitli testler yardımıyla test edilmektedir. Bu testler Granger, Johansen ve Toda Yamamoto Nedensellik testleridir. Granger ve Johansen Nedensellik Testleri serilerin durağanlık düzeylerinin aynı olması koşuluyla uygulanabilirken Toda Yamamoto Nedensellik Testi durağanlık düzeyleri farklı olan seriler arası nedenselliği ölçmektedir. Çalışmamızda kullanılan serilerin durağanlık düzeylerinin birbirinden farklı olmasından dolayı serileri arası nedenselliği ölçmek için Toda Yamamoto Nedensellik testi uygulanmaktadır. Toda Yamamoto testinin uygulanabilmesi için öncelikle uygun gecikme uzunluğu ve maksimum bütünleşme derecesi (d_{max}) belirlenmektedir. VAR modeli yardımıyla belirlenen uygun gecikme uzunluğu Tablo 4.5.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.5. Todo-Yamamoto Nedensellik Testi Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1596.083	NA	83.42882	24.28913	24.44201	24.35125
1	-988.9755	1140.626	0.017754	15.83296	17.05597*	16.32994*
2	-918.1294	125.5908	0.012826*	15.50196	17.79510	16.43379
3	-874.1424	73.31161	0.014048	15.57792	18.94118	16.94459
4	-845.9068	44.06463	0.019809	15.89253	20.32593	17.69406
5	-810.5066	51.49129	0.025542	16.09858	21.60212	18.33497
6	-775.6682	46.97904	0.034063	16.31315	22.88682	18.98439
7	-717.0917	72.77687	0.032742	16.16806	23.81185	19.27414
8	-666.2150	57.81440	0.036840	16.13962	24.85355	19.68056
9	-600.2215	67.99328	0.034714	15.88214	25.66620	19.85794
10	-523.2441	71.14580*	0.029574	15.45824	26.31243	19.86889
11	-470.0227	43.54480	0.039293	15.39428	27.31860	20.23978
12	-400.1437	49.76230	0.045315	15.07793*	28.07238	20.35828

Uygun gecikme uzunluğu VAR modelinde Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanılarak 1 ve maksimum bütünleşme derecesi (d_{max})1 olarak belirlenmiştir.

Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinin ardından Granger Nedensellik Testi yardımıyla Toda Yamamoto Nedensellik testi sonuçları belirlenmektedir. Toda Yamamoto Nedensellik Testi sonuçları Tablo 4.6.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.6. Toda Yamamoto Nedensellik Testi Sonuçları

Boş Hipotez	Olasılık Değeri	Sonuç
lnPORTFOY → CDENGE	0.9179	Granger nedensellik yoktur.
CDENGE → lnPORTFOY	0.9360	Granger nedensellik yoktur.
lnPORTFOY → FED	0.3919	Granger nedensellik yoktur.
FED → lnPORTFOY	0.0998**	Granger nedensellik vardır.
lnPORTFOY → lnBİSTEND	0.6278	Granger nedensellik yoktur.
lnBİSTEND → lnPORTFOY	0.0326*	Granger nedensellik vardır.
lnPORTFOY → lnRKGE	0.7469	Granger nedensellik yoktur.
lnRKGE → lnPORTFOY	0.3381	Granger nedensellik yoktur.
lnPORTFOY → lnVIX	0.3911	Granger nedensellik yoktur.
lnVIX → lnPORTFOY	0.1003**	Granger nedensellik vardır.
lnPORTFOY → TCMB	0.9753	Granger nedensellik yoktur.
TCMB → lnPORTFOY	0.7211	Granger nedensellik yoktur.

* ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Portföy yatırımları ve cari işlemler dengesi arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Yükselen ekonomiler arasında görülen Türkiye'de cari açığın en büyük nedeni enerji ithalatından kaynaklanmaktadır. Cari işlemler dengesindeki açığı kapatmak için, spekülasyon ve anlık geri dönüş hareketleri bulunan portföy yatırımlarının yerine, spekülasyon olmayan ve herhangi bir kriz anında ülkeyi terk etme olasılığı düşük olan doğrudan yatırımlar ve turizm gibi hizmet sektörlerini teşvik etmeye yönelik politikalar yürütülmesi cari işlemler açığın azaltılmasında daha etkin rol oynamaktadır.

Portföy yatırımları ile FED Faiz Oranları arasında tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. FED, aldıkları para politikası kararları ile dünya finans piyasasına yön vermektedir. FED 'in faiz oranlarını artırması veya artıracığına yönelik bir izlenim vermesi dahi Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler başta olmak üzere bir çok ülkede portföy çıkışına neden olmaktadır.

Portföy yatırımları ve BİST-100 Endeksi arasında tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. İyi işleyen ve yatırımcısına yüksek getiri sağlayan borsa endeksi yatırımların piyasaya giriş yapmasında etkin rol oynamaktadır. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişen ekonomiler finans piyasaları yatırımcısına yüksek faiz, risk ve getiri imkanı vermekte ve portföy yatırımlarını çekmektedir.

Portföy yatırımları ve TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Mevduat faiz oranı bankaların halktan faiz veya kur farkı ödeyerek toplamış oldukları kaynakları ifade etmektedir. Ekonomiye giren portföy yatırımları 2008 krizinden sonra tahvil piyasasına yönelmiştir.

Portföy yatırımları ve Reel Kesim Güven Endeksi arasında nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. TCMB ve TÜİK İktisadi Yönelim Anketleri kullanılarak hesaplanan reel kesim güven endeksi, iş dünyasına damgasını vurmuş ve kendini kanıtlamış iş adamlarının ekonomiye yönelik beklentilerini yansıtmaktadır. Reel ekonomiye yönelik beklenti anketi, kısa vadeli ve anlık hareket eden portföy yatırımlarından daha çok reel ekonomiye yönelik yatırımlar olan doğrudan yatırımları etkilemektedir.

Portföy yatırımları ve VIX endeksi arasında tek yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. VIX Endeksi, S&P 500 Endeksindeki oynaklığı ölçmektedir. Endeksin yükselmesi durumunda yatırımcılar, ellerinde bulundurdukları menkulleri çıkarmakta düşmesi halinde ise satın almaktadır. Türkiye'de korku endeksi olarak bilinen VIX endeksi, kısa vadeli ve spekülasyon davranan portföy yatırımları ve borsa endekslerini etkilemektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Uluslararası sermaye akımları her ülke ekonomisi için olduğu kadar Türkiye ekonomisi için de çok önemli bir uluslararası kaynaktır. Özellikle Türkiye gibi ulusal piyasada tasarrufların az, tüketimin çok olduğu ekonomilerde karar alıcı nitelikteki kesimler uluslararası piyasalardaki yatırımlara yönelmektedir.

Cumhuriyetin ilanından Truman Doktrini ve 24 Ocak Kararlarına kadar Türkiye kendi yağında kavrulmaya çalışmış fakat içte ve dışta kamusal borç batağına girmiştir. Hem borç batağından çıkmak, hem birinci ve ikinci petrol krizlerinin etkisini gidermek hem de artık uluslararası arenada aktif rol almak isteyen Türkiye, 1980 yılında 24 Ocak Kararlarına imza atmıştır. 24 Ocak Kararları kendi sahasında emsal niteliğindeki bir karardır. Kararın ardından çıkarılan kanunlar, açılan kurumlar ve en son 1989 tarihli 32 Sayılı Kararları ile birlikte Türkiye, dünya finansal piyasasına ekonomik bir aktör olarak kendi varlığını göstermiştir. 32 Sayılı Kararın ardından Türk finans piyasasına yönelik büyük akımlar gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yatırımlardan elde edilen kaynaklar, nitelikli yatırımlara yönelik finansman ve ülkenin makroekonomik göstergelerinde istikrarı yakalamak amaçlı kullanılmaktadır. Ancak zaten kırılgan ve hareketli bir yapıya sahip olan bu yatırımlar, ulusal ve uluslararası piyasalarda gözlemlenen sosyo-ekonomik yapıdan olumsuz etkilenmekte ve ülkeyi terk etmektedir. Bu tür ani bir çıkış 1990'lı yıllar itibariyle yoğun bir sermaye akımına uğrayan yapısal düzenlemelerin temellerinin iyi atılmadığı, oturmayan bir finansal ve reel ekonomiye sahip olan gelişmekte olan ekonomilerde krizlere neden olmuştur. Bahsi geçen krizler sırasıyla 1994 Meksika ve Türkiye Krizi, 1997 Büyük Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya Krizi, 2001 Türkiye Finansal Krizi, 2001 Arjantin Krizi ve son olarak 2008 ABD Küresel Krizidir. Türkiye bu ekonomik konjonktürden elbette olumsuz etkilenmiş ve portföy yatırımlarında bu dönemlerde sürekli giriş-çıkışlar yaşanmıştır.

Dünya finans piyasasında yaşanan bu gelişmelerin ardından, sürekli bir değişim ve dönüşüm içerisinde olan finansal piyasalarda yatırımcıya yön veren faktörlerin neler olduğu merak konusu olmuştur. Literatürde yatırımlara yön veren faktörlere yönelik birçok ulusal ve uluslararası çalışmalar mevcuttur. Çalışmamız Türkiye ekonomisi özelinde gelişmekte olan ekonomilerde portföy yatırımlarına yön veren faktörleri incelemektedir.

Türkiye ekonomisinde 2007:1-2018:12 dönemi verileri kullanılarak ulusal ve uluslararası yatırımcıların portföy yatırım kararı almalarındaki etkin faktörlerin incelendiği çalışmada, ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Toda Yamamoto Nedensellik Testi yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken portföy yatırımları olmak üzere bağımsız değişkenler, BİST-100 Endeksi, Cari İşlemler Hesabı, FED Faiz Oranı, Reel Kesim Güven Endeksi, TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranı ve VIX Endeksidir.

Çalışmada bulunan bağımsız değişkenlerden VIX Endeksi ve RKGE yatırımlara etki eden psikolojik faktörlerdir. Psikolojik faktörler, yatırımcıların 2008 Krizi sonrası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına olan güvenlerini kaybetmelerinin ardından, kredi notlarına alternatif olarak ekonomistler tarafından üretilmiştir.

VIX Endeksi S&P 500 Endeksi hisse senetlerinin volatilitelerini ölçmek amacıyla ortaya çıkarılmış ve zamanla Fransa, Kanada, İrlanda borsa endekslerindeki volatilitayı ölçen gösterge haline gelmiştir. Uygulanan ARDL Sınır Testi Yaklaşımında VIX Endeksinin Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Elde edilen sonuç Bulut vd. (2017)'in 16 yükselen ekonomiye yönelik portföy yatırımları ile VIX Endeksi arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmanın aksini göstermektedir. Bulut vd. (2017) bu çalışmalarında yatırımlar ve endeks arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Yapılan nedensellik testinde ise VIX Endeksi ve portföy yatırımları arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır.

Bir diğer psikolojik faktör olan RKGE, TCMB tarafından elektronik anketleri yoluyla piyasada lider konumundaki yöneticilerin ekonomiye yönelik beklentilerini ölçmektedir. RKGE, ekonominin olmazsa olmazı olan güven faktörünün reel kesime yönelik boyutlarını göstermektedir. Yapılan ARDL Sınır Testi Yaklaşımında RKGE'nin 2007:1-2018:12 dönemi Türkiye ekonomisinde portföy yatırımları üzerinde uzun dönemde bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Nedensellik testinde ise RKGE ve portföy yatırımları arasında nedenselliğe rastlanmamıştır. Literatürde yapılan çalışmalarda VIX Endeksi ve RKGE ile borsa endeksleri arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu çalışma bu yönden ilk örnektir.

Çalışmada kullanılan diğer bir değişken BİST-100 endeksidir. BİST-100 Endeksi, Türkiye ekonomisinde finansal küreselleşme hareketleri sonrası portföy yatırımlarını etki eden içsel bir faktördür. Piyasada bulunan sıcak para dediğimiz tasarruflar, özellikle 1990'lı yıllardan sonra Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmiştir. Bunda bu ülkelerdeki yüksek faiz oranları ve borsalardaki yüksek getiri oranlarını etkin faktör olarak göstermek mümkündür. 1989 sonrası dalgalı bir seyir izleyen endeks, siyasi ve sosyal kırılmalardan olumsuz etkilenmektedir. Uygulanan sınır testi yaklaşımında ilgili dönemde BİST-100 Endeksinin, portföy yatırımları üzerinde uzun dönemde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Bu sonuç, Keskin (2008), Günayer (2009), Kaya (2011), Küçükkaya (2011), Yıldız (2012) ve Şenol ve Koç (2018) 'in çalışmalarının aksine Vural (2009) 'in çalışmasını desteklemektedir. Nedensellik testinde ise BİST-100 Endeksi ile portföy yatırımları arasında tek yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Bu sonuç Keskin (2008)'in çalışmasını destekler niteliktedir.

Diğer bir değişken olan Cari İşlemler Dengesi, bir ülke ekonomisinin bir yıl içerisindeki ticaret karnesini göstermektedir. Bu yönüyle yatırımcılara ülke ekonomisi hakkında nitelikli bilgiler vermektedir. Literatür incelendiğinde portföy yatırımları üzerine yapılan hemen her çalışmada varlığına rastlanmaktadır. 2007:1-2018:12 dönemini baz alan sınır testinde cari işlemler dengesinin portföy yatırımları üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, Gazel (2018)'in çalışmasının aksine Günayer (2009), Vural (2009) ve Küçükkaya (2011) 'nın çalışmasını destekler niteliktedir. Öte yandan Keskin (2008) çalışmasında cari işlemler hesabının, portföy yatırımlarını uzun dönemde pozitif kısa dönemde negatif etkilediği sonucuna varmıştır. İlgili dönem için yapılan nedensellik testinde cari işlemler dengesi ile portföy yatırımları arasında tek yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır.

Çalışmada kullanılan diğer bir iten faktör FED faiz oranlarıdır. Piyasaya adeta yön veren FED'in faiz oranlarında bir artış yapması ya da yapacağına dair haberler çıkması dahi finansal piyasalarda dalgalanmaya sebep olmaktadır. 2008 krizi sonrası negatif faiz politikasını benimseyen FED, 22 Mayıs 2013 toplantısında

artık sıkı bir para politikası benimseneceğini ve tahvil alımlarının kısıllacağını açıklamıştır. Bu tarihten itibaren kademeli olarak faiz artışlarına gitmiştir. Türkiye ekonomisinde 2007:1-2018:12 döneminde FED Faiz Oranlarının portföy yatırımlarına negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Toda Yamamoto nedensellik testi sonuçlarına göre, FED Faiz Oranları ile portföy yatırımları arasında tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Portföy yatırımlarına etki eden içsel faktörlerden bir diğeri TCMB Aylık Mevduat Faiz Oranıdır. Uluslararası piyasalardaki yatırımlar yüksek faiz ve getiriden etkilenmekte ve bu ikisinin olduğu piyasaya doğru akım gerçekleştirmektedir. Türkiye ekonomisi 2007:1-2018:12 dönemi için yapılan ARDL Sınır Testi Yaklaşımında, TCMB Aylık Mevduat Faiz oranlarının portföy yatırımları üzerinde uzun dönemde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu hesaplanmıştır. Bu sonuç, Keskin (2008) 'in portföy yatırımlarının belirleyicilerini analiz ettiği çalışmayı desteklemektedir. Toda Yamamoto nedensellik testine bakıldığında ise TCMB Aylık Mevduat Faiz oranları ile portföy yatırımları arasında bir nedenselliğe rastlanmamıştır.

Türkiye ekonomisi özelinde portföy yatırımlarının, 24 Ocak Serbest Piyasa Ekonomisine Geçiş ve 32 Sayılı Kararlardan günümüze kadar gelen süreçteki durumuna bakıldığında istikrarlı bir yapıda olmadığı net şekilde görülmektedir. Portföy yatırımlarının sürekli olarak bir konjonktürel dalgalanma yaşamasında makroekonomik nedenlerin dışında özellikle ulusal piyasadaki jeopolitik ve siyasi riskler, günü kurtarmak amacıyla alınan maliye ve para politikası kararları, reel ekonomide nitelikli yatırımların sağlanamamış olması, uluslararası piyasalara karşı aşırı duyarlı olması gibi nedenler etkilidir. Bu faktörlerin çoğunlukla psikolojik, sosyo-ekonomik faktörler olduğu görülmektedir. Özellikle 2008 Krizi sonrası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının etkinliğini yitirmesinin ardından finansal piyasalarda yatırımcıların en çok dikkate aldığı psikolojik faktörler, ne yazık ki Türkiye ekonomisi karar alıcıları tarafından son yıllara kadar dikkate alınmamıştır. Bunun nedeni olarak finans piyasasında Ar-Ge çalışmalarının dünya finans piyasası sistemine denk gelecek şekilde yapılamıyor olması gösterilebilmektedir.

Türkiye ekonomisi finans piyasası üzerine yapılacak diğer çalışmaların psikolojik faktörler üzerine yoğunlaşması; ekonomik karar alıcıların ise yatırımcıların üzerinde büyük etkiye sahip olan psikolojik faktörleri dikkate alarak

mali ve parasal kararlar alması, uluslararası piyasalardaki faiz kararlarının yakından takip edilmesi, ulusal piyasadaki belirsizlikleri azaltan hukuki ve politik kararlar alınması önerilmektedir.



KAYNAKÇA

- Acaravcı, S. ve Karaömer, Y. (2017). Borsa İstanbul (BİST-100) ve Kredi Temerrüt Takası (CDS) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Mediterranean International Conference on Social Sciences*, 1 (1): 260-273.
- Afşar, M. (2005). *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*. 1.Baskı, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Eskişehir, ss. 117-118.
- Ağır, H. (2009). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 280.
- Akdemir, N.B. (2017). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri: 2001 Türkiye Krizi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Medeniyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 71-88.
- Akkaya, M. (2017). Türk Tahvillerinin CDS Primlerini Etkileyen İçsel Faktörlerin Analizi. *Maliye Finans Yazıları*, (107): 129-146.
- Akışoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara, ss. 1-106.
- Alderighi, S., Cleary, S. ve Varanasi, P. (2018). The Determinants of Cross-Border Portfolio Equity Flows: New Evidence From Emerging Markets. *The World Federation of Exchanges*, ss. 1-59.
- Aksaraylı, M. ve Tuncay, Ö. (2009). "Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 24 (1): 105-122.
- Aksoylu, E. ve Görmüş, Ş. (2018). Gelişmekte Olan Ülkelerde Ülke Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları: Asimetrik Nedensellik Yöntemi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 14 (1): 15-33.
- Ay, H. ve Uçar, Ö. (2015). Üç Küresel Ekonomik Krizin Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17 (1): 11-32.

- Aytekin, G. (2018), "Uluslararası Sermaye Hareketleri Kapsamında Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Etkileri ve Spekülasyon". *International Journal of Humanities and Education*, 4 (7): 184-207.
- Azazi, H. (2019). *Ekonomik Finansal ve Politik Risklerin Tüketici ve Reel Kesim Güveni Üzerindeki Etkisi: Türkiye İçin ARDL Sınır Testi Yaklaşımı* Doktora Tezi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çanakkale, ss. 1-65.
- Bakan, S. ve Şentürk, M. (2012). Finansal Küreselleşme Ekseninde Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri Üzerine Bir Araştırma. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9): 45-64.
- Balaylar, N. (2017), "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Döneminin Mevduat Bankaları Fon Kaynak ve Kullanımları Üzerine Etkisi". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19 (4): 549-578.
- Baran, D. (2017). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*. Yüksek Lisans Tezi, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şanlıurfa, ss. 1-65.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (4): 88-99.
- Biçen, Ö. (2017). Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Bir İnceleme. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20 (38): 97-122.
- Boğa, S. (2017). Finansal Kırılganlıklar ve Uluslararası Sermaye Hareketleri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9 (16): 1-17.
- Bulut, E., Demirel, B., Akara, Ç. (2017). 2008 Krizi Sonrası FED' in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Portföy Yatırımları Üzerine Etkileri. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 3 (1): 35-58.
- Bülbül, S. ve Demiral, A. (2016). Türkiye Ekonomisinde Ekonomik Büyüme, İhracat ve Exımbank Kredileri Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 2002-2015. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 12 (46): 21-39.
- Canikli, S. (2010). *Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Dönemsel Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 1-109.
- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 8 (15): 327-344.
- Coşkun, N., Doğru, E. ve Değirmen, S. (2017). McKinnon ve Shaw Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye için Sınanması,

https://www.researchgate.net/publication/325081534_McKinnon-ve-Shaw-Tamamlayicilik-Hipotezinin-Turkiye-Icin-Sinanmasi, (12.09.2019).

- Çetin, M.Ş. (2008). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ükelere Olası Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şanlıurfa, ss. 1-94.
- Çolak, Y. (2017). Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri İle Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody's Örneği. *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 1 (1): 61-74.
- Çulha, A. (2006). A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey. *The Central Bank of the Republic of Turkey*, 32 (32): 1-27.
- Delice, G. (2015). Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 55 (1): 53-77.
- Demirci, S.N. ve Özyakışır, D. (2017). Finansal Gelişmişlik ve Beşeri Sermaye Arasındaki İlişki: Türkiye için Zaman Serileri Analizi (1971- 2013), *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54 (624): 25-40.
- Dikkaya, M. ve Deniz, F. (2006). Ekonomik Küreselleşmenin Yol Açtığı Problemler: Teorik Bir Bakış. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (3): 163-181.
- Dikkaya, M. ve Deniz, F. (2008). Türkiye Ekonomisinde Radikal Dönüşüm: 1980-2007 Dönemi. 1. Baskı, Orion Kitabevi, Ankara, ss. 139-168.
- Dineri, E. ve Destek, M.A. (2016). Türkiye'de Kamu Sektör Büyüklüğü ve İşsizlik İlişkisi: Abrams Eğrisi Üzerine Bir Analiz. International Congress on European Union Relations, Economics, Finance and Econometrics (EUREFE'16) 14-16 July 2016, Aydın, ss. 491-508.
- Economic Research Federal Reserve Bank of St.Louis. USA Effective Federal Funds Rate. <https://fred.stlouisfed.org/> (28.05.2019).
- Erataş, F. ve Öztekin, D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2): 57-64.
- Esen O. (1998). Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Portföy Yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 9 (30): 59-70.
- Esen, Ö. (2008). *Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, ss. 1-136.
- Eyüpoğlu, S. ve Eyüpoğlu, K. (2018). Tüketici Güven Endeksi İle Borsa İstanbul Sektör Endeksleri Arasındaki İlişkinin Araştırılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33 (1): 235-259.
- Ganiev, J. (2014). Küreselleşme, Finansal Piyasalar ve Kriz. *İktisat Politikaları Araştırmaları Dergisi*, 1(2): 117-129.

- Gazel, S. (2018). Portföy Yatırımları ve Cari İşlemler Dengesi Arasındaki Asimetrik Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir Uygulama. *Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (3): 1085-1095.
- Genç, E. (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, ss. 1-206.
- Günayer, E. (2009). *The Determinants of Portfolio Investments to Turkey: From 1989 to 2008*. Yüksek Lisans Tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss. 1-87.
- Güneş, S. (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi*, (1): 11-32.
- International Monetary Fund (IMF). <https://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42> (20.08.2019)
- International Monetary Fund (IMF), Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS). <http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363> (12.09.2019)
- Işık, N. ve Yıldırım, M. (2017). Uluslararası Portföy Akımlarının Çekim Modeli İle Analizi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35 (2): 49-70.
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara, ss. 1-100.
- İpek, E. (2013). *Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi*. Doktora Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, ss. 1-174.
- Kabaş, T. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslararası Finans Sistemi*. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, ss. 1-124.
- Kamacı, A. ve Konya S. (2016). Kırılgan Beşli Ülkelerinde Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi. *Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi*, (2): 136-155.
- Karaca, C. ve Abasız, T. (2008). Gelir ve Bölge Ayrımına Göre Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12 (1): 199-33.
- Karacan, R. (2014). Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Ekonomik Krizler, Sermaye Hareketleri ve ABD Doları Arasındaki İlişki. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7 (33): 763-773.

- Karaçor, Z. (2012). Ekonomi Politikası ve Türkiye. 1.Baskı, Çizgi Kitabevi Yayınları, Konya, ss. 126-127.
- Kaya, A. (2011). *Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri*. Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, ss. 1-171.
- Kaya, A. ve Öndeş, T. (2013), "Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri", *İMKB Dergisi*, 13 (52): 19-38.
- Kaya, E. (2015). Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi İle Zımnı Volatilite (VIX) Endeksi Arasındaki Eş-Bütünleşme ve Granger Nedensellik. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17 (28): 1-6.
- Kaygısız, A.D. (2019). Türkiye’de Tüketici ve Reel Kesim Güven Endeksi İle Seçilmiş Makro Değişkenler Arasındaki İlişki: 2010-2018. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (17): 314-332.
- Keskin N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, ss. 1-304.
- Kılıcı, E. (2017). CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği. *Maliye Finans Yazıları*, (108): 71-86.
- Kıvılcım, F. (2013). Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 5 (1): 219-230.
- Koepke, R. (2015). Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2892524. (05.11.2018)
- Korkmaz, T. ve Birkan, E. (2008). Portföy Seçimi Uluslararası Hisse Senetleri Portföylerine Uygulaması. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Dergisi*, 10 (40): 69-104.
- Koy, A. ve Karaca, Ş. (2017). Uluslararası Portföy Yatırımlarının Daralma ve Genişleme Rejimleri Analizi: Türkiye Örneği. *Uluslararası Katılımlı 21. Finans Sempozyumu*, ss. 253-265.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2017). Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ile Korku Endeksi (Chicago Board Options Exchange Volatility Index-VIX) Arasındaki İlişkinin Analizi. *AKÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19 (2): 27-37.
- Küçükaya, E. (2011). An Examination of Portfolio Investments to Turkey. *SSRN Electronic Journal*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2892524 (22.10.2018).

- Mangır, F. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomi Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, ss. 116-130.
- Narçiçek, N. (2018) *Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası Sermaye Piyasalarındaki Güvenirliliklerinin Sorgulanması*. Yüksek Lisans Tezi, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır, ss. 1-113.
- Oktar, S. ve Yüksel, S. (2015). 1998 Yılında Rusya'da Yaşanan Bankacılık Krizi ve Öncü Göstergeleri. *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, 39 (2): 327-340.
- Öner, H. (2019). Korku Endeksi ile Gelişmekte Olan Ülke Tahvil Piyasaları Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21 (1): 140-154.
- Öner, H., İçellioğlu, C. ve Öner, S. (2018). Volatilite Endeksi (VIX) ile Gelişmekte Olan Ülke Hisse Senedi Piyasası Endeksleri Arasındaki Engel-Granger Eş-Bütünleşme ve Granger Nedensellik Analizi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10 (18): 110-124.
- Özdemir, A., Gürsoy, S., Uzunoğlu, H. ve Çelik, İ. (2018). Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları İle Kıymetli Madenler Arasındaki Getiri ve Volatilite Yayılımı. *Ege Akademik Bakış*, 18 (2): 217-230.
- Özel, H. (2012). Finansal Serbestleşmenin Teorik Temelleri. *Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (5): 69-80.
- Özşahin, Ş. (2011). Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşiminin ARDL Yöntemi ile Analizi. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/288980> (02.11.2018)
- Öztürk ve Kuşçu, (2017). Finansal Serbestleşme İlk Deneyimler ve Kriz. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/574801>. (07.02.2019).
- Sadeghzadeh, K. (2018). Borsanın Psikolojik Faktörlere Duyarlılığı: Oynaklık Endeksi (VIX) Ve Tüketici Güven Endeksi (TGE) İle BİST 100 Endeksi Arasındaki İlişkiler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19 (2): 238-253.
- Sakarya, Ş. ve Akkuş, H. (2018). BİST-100 ve BİST Sektör Endeksleri İle VIX Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21 (40): 351-373.
- Savrul, BK., Özekicioğlu, H. ve Özel, H.A. (2013). Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (38): 227-238.
- Seyidoğlu, H. (2001). Uluslararası Finans. *Uluslararası Portfolyo Yatırımı*, 3.Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, ss. 334-358.

- Şahin, C. (2018). Korku Endeksi Hisse Senedi Piyasaları Üzerinde Etkili Midir? Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama. *TURAN: Stratejik Araştırmalar Merkezi*, 10 (37): 11-17.
- Şenol, Z. ve Koç, S. (2018). Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin VAR Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (21): 1-20.
- Takım A. (2010). Finansal Liberalleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Teorik Bir İnceleme. *Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 1 (2): 15-30.
- Türker, İ. (2010). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hatay, ss. 29-63.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (13.02.2019)
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB). <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> (28.05.2019)
- Uyar, U. ve Küçükşahin, H. (2017). Portföy Seçiminde Expected Maximum Drawdown Yaklaşımı: BIST100 – S&P500 Uygulaması. *Business and Economics Research Journal*, 8 (4): 727-748.
- Varlık, S. (2017). Ülke Risk Primi Şokunun Bankacılık Sisteminin Sağlamlığına Etkisi: SVAR Modeli Çerçevesinde Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi*, 25 (33): 103-126.
- Vural, G. (2009). Türkiye’de Portföy Yatırımlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 42-56.
- Vurur, N. ve Diler, H. (2018). Türkiye Ekonomisinde Güven-Hisse Senedi Getiri İlişkisi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10 (1): 581-596.
- Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi. *Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, (1) : 11-28.
- Yıldırım, S. (2010). 2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 12 (18): 47-55.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (1): 23-37.
- Yılmaz V. ve Tuncay M. (2012). Finansal Liberalizasyonun Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (3-4): 345-363.

Zeren, A.G., Konuk, F. ve Zeren, F. (2015). Ülke Borsaları Arasında Portföy Çeşitlendirmesi: Türkiye ile Beş OECD Ülkesi Arasındaki İlişkinin Analizi. *Journal Of Accounting, Finance And Auditing Studies*. 1 (2): 22-33.



ÖZGEÇMİŞ

Ayşe Fatma ZEHİROĞLU 1991 yılında Gaziantep'te doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Gaziantep'te tamamladı. Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümünden 2015 yılında mezun oldu. 2016 yılında Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat ABD Yüksek Lisans programına başladı.

VİTAE

Ayşe Fatma ZEHİROGLU was born in 1991 in Gaziantep. She completed her primary secondary and high school education in Gaziantep. She graduated from Selcuk University Faculty of Economics and Administrative Sciences Department of Economics in 2015. In 2016, she started her graduate studies at Gaziantep University, Institute of Social Sciences, Department of Economics.