



**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY  
YATIRIMLARININ PAY PİYASA GETİRİSİNE ETKİSİ:  
BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE EKONOMETRİK  
BİR ANALİZ**

(Yüksek Lisans Tezi)

**Erol KÖYCÜ**

Kütahya - 2020

T.C.  
KÜTAHYA DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ  
İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY  
YATIRIMLARININ PAY PİYASA GETİRİSİNE ETKİSİ:  
BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ**

Danışman:  
Prof. Dr. Mustafa Mesut KAYALI

Hazırlayan:  
Erol KÖYÇÜ

Kütahya - 2020

## Kabul ve Onay

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ ÇALIŞMA RAPORU olarak kabul edilmiştir.

Başkan.....

(İmza)

Prof. Dr. Mustafa Mesut KAYALI

Üye.....

(İmza)

Prof. Dr. Seyfettin ÜNAL

Üye.....

(İmza)

Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

Onay:

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

İmza:

Prof. Dr. Şahmurat ARIK

Enstitü Müdürü

## **Bilimsel Etik Bildirimi**

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımlarının Pay Piyasa Getirisine Etkisi: BRICS-T Ülkeleri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz” adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlandığı aşamaya kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığımı, bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

08/12/2020

Erol KÖYCÜ

## Özgeçmiş

28.01.1995 tarihinde Afyonkarahisar ilinin Emirdağ ilçesinin Ekizce köyünde doğdu. İlkokulu Ekizce köyü ilköğretim okulunda, orta öğretimi ise ilçede Mehmet Akif Ersoy ilköğretim okulunda tamamladı. Lise'yi ilçe Emirdağ Meslek Lisesinde tamamladı. Lisans öğrenimini 2016 yılında Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Bucak Zeliha Tolunay Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik Yüksekokulu, Muhasebe ve Finansal Yönetim Bölümünde tamamladı. 2017 yılında Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalında tezli yüksek lisansa başladı. İkinci üniversitesini Açık Öğretim Programı kapsamında 2019 yılında Anadolu Üniversitesi, İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi, Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkiler lisans bölümünde tamamladı.

2018-2020 tarih aralığından çeşitli sektörlerdeki firmaların dış ticaret departmanlarında görev almıştır. 13.01.2020 tarihinden buyana Şırnak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünde Araştırma Görevlisi olarak akademik hayatına devam etmekte olup,

Nur Topaloğlu, T. ve Köycü, E. (2020). Sağlık İşletmelerinde Pay Senedi Oynaklık Modellemesi: İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmetler Sektörü Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma, *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 5(1): 87-107

Topaloğlu, E. E. ve Köycü, E. (2020). Pay Piyasası Gelişimini Etkilleyen Faktörler: Türkiye Üzerine ARDL Sınır Testi Yaklaşımı, *International Congress on Economics Finance and Energy*, 14-15 Ekim 2020 (Bildiri) çalışmalarının yazarıdır.

## ÖZET

### DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY PİYASA GETİRİSİNE ETKİSİ: BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ

**KÖYCÜ, Erol**

**Yüksek Lisans Tezi, İşletme Anabilim Dalı**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mustafa Mesut KAYALI**

**Aralık, 2020, 93 sayfa**

Küreselleşme ile birlikte serbest ekonominin benimsenmesi ve yabancı yatırımcılara sınır ötesi ülke kapılarının açılması, özellikle gelişmekte olan ekonomiler için büyük öneme sahiptir. Yüksek getiri potansiyeline sahip ve cazip fırsatları bünyesinde barındıran gelişmekte olan ülkeler, tasarruf açıklarını giderebilmek ve ekonomik olarak büyüeyebilmek için yabancı kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler ihtiyaç duydukları bu kaynağa, doğrudan yabancı yatırımlar olarak ulaşabilecekleri gibi portföy yatırımları olarak da ulaşabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı yatırımların, literatürde bir çok araştırmacının dikkatini çektiği görülmektedir. Özellikle, yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinin incelendiği çalışmalarda genel olarak, yabancı yatırımların ekonomiyi olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşıldığı görülmektedir. Öte yandan bir ülkede ekonomik sistemin doğru ve sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için gelişmiş bir finansal piyasaya da ihtiyaç duyulabilmektedir. Finansal piyasalar içerisinde, riski seven yabancı yatırımcı en çok pay piyasasını tercih etmektedir. Özellikle Dünya Bankası ve Merkez Bankaları tarafından düzenli olarak yayımlanan verilerle pay piyasasında yapılan alım-satımlar kamuya şeffaf bir şekilde paylaşılmakta ve her geçen gün finansal piyasalar içinde pay piyasası öncü gösterge konumunda olmaktadır.

Bu çalışmada 2000-2018 döneminde BRICS-T ülkeleri olarak da ifade edilen, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye ülkelerine yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının pay piyasa getirisine etkisi panel regresyon analizi ile incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda; portföy yatırımları ile pay piyasa getirisi arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki tespit edilirken, doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasa getirisi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Pay Piyasası Getirileri, BRICS-T Ülkeleri, Panel Veri Analizi

**ABSTRACT****THE EFFECT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT AND PORTFOLIO INVESTMENT ON STOCK MARKET RETURNS: AN ECONOMETRIC ANALYSIS ON BRICS-T COUNTRIES****KÖYCÜ, Erol****Master Thesis, Department of Business Administration****Supervisor: Prof. Dr. Mustafa Mesut KAYALI****December, 2020, 93 pages**

With globalization, the adoption of a free economy and the opening of cross-border country gates to foreign investors are of great importance especially for developing economies. Developing countries with high return potential and attractive opportunities need foreign resources to overcome their savings gap and to grow economically. Developing countries can access this resource they need either as foreign direct investments or as portfolio investments. It is seen that foreign investments made in developing countries attract the attention of many researchers in the literature. In particular, studies examining the effects of foreign investments on economic growth generally conclude that foreign investments affect the economy positively. On the other hand, a developed financial market may be needed for the proper and healthy functioning of the economic system in a country. Among the financial markets, risk-loving foreign investors prefer mostly the stock market. With the data regularly published by the World Bank and Central Banks, trades in the stock market are shared with the public transparently and the stock market is the leading indicator in the financial markets day by day.

In this study, the effect of foreign direct investments and portfolio investments on stock market return in Brazil, Russia, India, China, South Africa and Turkey, also referred to as BRICS-T countries in the period 2000-2018 has been examined by panel regression analysis. As a result of the analysis, a significant and positive relationship between portfolio investments and stock market return has been determined, while a significant relationship between foreign direct investment and stock market return has not been determined.

**Keywords:** Foreign Direct Investments, Portfolio Investments, Stock Market Returns, BRICS-T Countries, Panel Data Analysis

## ÖNSÖZ

Tez çalışmam boyunca, benden desteklerini esirgemeyen, değerli bilgilerini benimle paylaşan ve engin tecrübesiyle çalışmamın tamamlanmasında yardımcı olan değerli hocam, danışmanım Prof. Dr. Mustafa Mesut KAYALI'ya, yüksek lisans ders döneminde engin tecrübesiyle bizleri bilgilendiren, yüksek lisans tez savunma jürisi davetimi kırmayıp kabul eden Prof. Dr. Seyfettin ÜNAL'a, tez konusunun belirlenmesinden bitiş sürecine kadar her konuda yardımcı olup, her ihtiyaç duyduğumda bana zaman ayıran değerli hocam, Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU'na ve bana olan güven ve destekleri için sevgili aileme teşekkürlerimi sunarım.





## İÇİNDEKİLER

### Sayfa

ÖZET.....	v
ABSTRACT .....	vi
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER .....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR .....	xiv
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI KAVRAM, TEORİ VE ETKİLERİ

<b>1.1. TEMEL KAVRAMLAR .....</b>	<b>4</b>
1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar .....	4
1.1.2. Portföy Yatırımlar.....	5
1.1.3. Çok Uluslu Şirketler .....	6
1.1.4. BRICS.....	6
<b>1.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR.....</b>	<b>7</b>
1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri.....	8
1.2.1.1. Yeni Yatırımlar .....	8
1.2.1.2. Birleşme ve Satın Alma Şeklinde Yatırımlar .....	8
1.2.1.3. Özelleştirme Yatırımlar .....	9
1.2.1.4. Montaj Sanayi.....	9
1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri.....	10
1.2.2.1. İşlem Maliyetleri Teorisi .....	10
1.2.2.2. İçselleştirme Teorisi .....	10
1.2.2.3. Ürünün Hayat Evreleri Teorisi .....	11
1.2.2.4. Oligopolistik Tepki Teorisi .....	11
1.2.2.5. Eklektik Teorisi .....	12
1.2.2.6. Kuruluş Yeri Teorisi.....	13
1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırımları Etkileyen Faktörler .....	14
1.2.3.1. Piyasa Büyüklüğü .....	14
1.2.3.2. Dışa Açıklık (İhracat Piyasası).....	15
1.2.3.3. Hükümet Politikaları ve Korumacılık .....	15
1.2.3.4. Vergi Teşvikleri.....	16
1.2.3.5. Doğal Kaynaklar.....	16
1.2.3.6. Ücretler .....	17
1.2.3.7. Döviz Kurları.....	17
1.2.3.8. Politik Risk .....	18
1.2.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Ekonomiye Etkileri.....	18

1.2.4.1. Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri .....	19
1.2.4.2. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri.....	20
1.2.4.3. İnsan Kaynakları ve İstihdam Üzeri Etkiler .....	20
1.2.4.4. Teknoloji Transferi Üzerine Etkileri .....	21
1.2.4.5. Uluslararası Ticaret Üzerine Etkileri.....	21
1.2.4.6. Rekabet Üzerine Etkileri .....	22
1.2.5. BRICS-T Ülkelerine Yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	22
1.2.5.1. Brezilya.....	23
1.2.5.2. Rusya .....	23
1.2.5.3. Hindistan.....	23
1.2.5.4. Çin .....	24
1.2.5.5. Güney Afrika .....	24
1.2.5.6. Türkiye .....	24
<b>1.3. PORTFÖY YABANCI YATIRIMLARI .....</b>	<b>26</b>
1.3.1. Yabancı Yatırımcılar İçin Riskin Sınıflandırılması .....	26
1.3.1.1. Küresel Risk .....	27
1.3.1.2. Ülke Riski .....	27
1.3.1.3. Mikroekonomik Risk.....	28
1.3.2. Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	28
1.3.2.1. Politik İstikrar .....	29
1.3.2.2. Yasal ve Düzenleyici Mevzuatlar.....	29
1.3.2.3. Ekonomi Politikaları.....	29
1.3.3. Portföy Yatırımlarının Olumlu – Olumsuz Etkileri.....	30
1.3.4. BRICS-T Ülkelerine Yapılan Portföy Yatırımlar.....	31
1.3.4.1. Brezilya.....	32
1.3.4.2. Rusya .....	32
1.3.4.3. Hindistan.....	32
1.3.4.4. Çin .....	33
1.3.4.5. Güney Afrika .....	33
1.3.4.6. Türkiye .....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL PİYASALAR TANIMI, TÜRLERİ VE ÖZELLİKLERİ

<b>2.1. FİNANSAL PİYASALARIN TANIMI .....</b>	<b>36</b>
<b>2.2. FİNANSAL PİYASALARIN TÜRLERİ .....</b>	<b>37</b>
2.2.1. Fonların Arz ve Talep Süresine Göre Finansal Piyasalar .....	37
2.2.1.1. Para Piyasası.....	37
2.2.1.2. Sermaye Piyasası .....	37
2.2.2. Piyasaların Örgütlenme Biçimine Göre Finansal Piyasalar.....	38
2.2.2.1. Örgütlenmiş Piyasalar.....	38
2.2.2.2. Örgütlenmemiş Piyasalar.....	38
2.2.3. Piyasada İşlem Gören Finansal Varlığın İşlem Durumuna Göre Finansal Piyasalar .....	39

2.2.3.1. Birincil Piyasa .....	39
2.2.3.2. İkincil Piyasa .....	39
2.2.4. Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Piyasalar.....	40
2.2.4.1. Peşin Piyasalar .....	40
2.2.4.2. Vadeli Piyasalar .....	40
<b>2.3. BRICS-T ÜLKELERİNDE PAY PİYASALARI.....</b>	<b>41</b>
2.3.1. Brezilya.....	41
2.3.2. Rusya .....	42
2.3.3. Hindistan.....	42
2.3.4. Çin.....	42
2.3.5. Güney Afrika .....	43
2.3.6. Türkiye.....	43

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM LİTERATÜR TARAMASI

<b>3.1. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR.....</b>	<b>46</b>
<b>3.2. PORTFÖY YATIRIMLARI .....</b>	<b>50</b>
<b>3.3. FİNANSAL PİYASALAR.....</b>	<b>54</b>
<b>3.4. BRICS-T ÜLKELERİ .....</b>	<b>58</b>

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY PİYASA GETİRİSİNE ETKİSİ: BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE PANEL VERİ ANALİZİ

<b>4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....</b>	<b>61</b>
<b>4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ.....</b>	<b>61</b>
<b>4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAM VE DEĞİŞKENLERİ.....</b>	<b>61</b>
<b>4.4. ARAŞTIRMADA OLUŞTURULAN HİPOTEZLER .....</b>	<b>62</b>
<b>4.5. ARAŞTIRMA MODELLERİ .....</b>	<b>62</b>
<b>4.6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM .....</b>	<b>63</b>
<b>4.7. ARAŞTIRMADA ULAŞILAN BULGULAR.....</b>	<b>63</b>

<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....</b>	<b>78</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>81</b>
<b>DİZİN .....</b>	<b>93</b>



## TABLOLAR LİSTESİ

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>Tablo 1.1:</b> BRICS-T Ülkeleri Doğrudan Yabancı Yatırımlar .....	23
<b>Tablo 1.2:</b> BRICS-T Ülkeleri Portföy Yatırımları .....	32
<b>Tablo 2.1:</b> BRICS-T Ülkeleri Pay Piyasaları Kapanış Değerleri .....	41
<b>Tablo 4.1:</b> Değişkenler .....	62
<b>Tablo 4.2:</b> Model .....	63
<b>Tablo 4.3:</b> Tanımlayıcı İstatistikler .....	64
<b>Tablo 4.4:</b> Korelasyon Analizi (Spearman) .....	67
<b>Tablo 4.5:</b> VIF Testi .....	67
<b>Tablo 4.6:</b> Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi .....	69
<b>Tablo 4.7:</b> Yatay Kesit Bağımlılığı .....	70
<b>Tablo 4.8:</b> Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenite Test Sonuçları .....	71
<b>Tablo 4.9:</b> Değişken Bazında Homojenlik Delta Test Sonuçları .....	72
<b>Tablo 4.10:</b> LLC (2001) Panel Birim Kök Test Sonuçları .....	72
<b>Tablo 4.11:</b> IPS (2003) Panel Birim Kök Test Sonuçları .....	73
<b>Tablo 4.12:</b> F, LM ve Honda Tahmin Modeli Belirleme Test Sonuçları .....	74
<b>Tablo 4.13:</b> Otokorelasyon ve Değişen Varyans .....	75
<b>Tablo 4.14:</b> Tahmin Sonuçları .....	76

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>Şekil 1.1:</b> BRICS-T Ülkeleri Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	25
<b>Şekil 1.2:</b> BRICS-T Ülkeleri Portföy Yatırımları.....	34
<b>Şekil 2.1:</b> BRICS-T Ülkeleri Pay Piyasası Kapanış Değerleri .....	44
<b>Şekil 4.1:</b> Histogram Grafiği .....	65
<b>Şekil 4.2:</b> Serpilme Diyagramı .....	66
<b>Şekil 4.3:</b> AR Kök .....	68



**KISALTMALAR**

<b>BRICS-T</b>	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye Ülkeleri
<b>ÇUŞ</b>	Çok Uluslu Şirketler
<b>DOGYAT</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar Yüzdesel Getiri
<b>DYY</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>IPS</b>	Im, Perasan ve Shin (2003) Birim Kök Testi
<b>LLC</b>	Levin, Lin ve Chu (2001) Birim Kök Testi
<b>PAYGETYUZ</b>	Pay Piyasası Yüzdesel Getiri
<b>PORTYAT</b>	Portföy Yatırımları Yüzdesel Getiri
<b>PY</b>	Portföy Yatırımları
<b>VIF</b>	Varyans Enflasyon Faktörü



**TEZ METNİ**



## GİRİŞ

Küreselleşme, ekonomi üzerindeki kısıtlamaların kaldırıldığı, sermaye hareketlerinin serbestleştiği özellikle 1990'lı yıllarda önem kazanan bir kavramdır. Küreselleşme ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki ihtiyaç fazlası yabancı sermaye akımlarının, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelere hareketi hızlanmıştır. Yabancı sermaye akımlarının hızlanması ile birlikte hem ihtiyaç fazlası fon değerlendirilmiş olmakta hem de gelişmekte olan ülkelere fon sağlanmış olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin gerek kendi gelişmelerini sürdürebilmeleri gerekse dünyadaki gelişim ve değişimlerle rekabet edebilmeleri için karşılaştıkları önemli engellerden biri; sermaye yetersizliği sorunudur. Bu ülkelerde tasarrufların yetersizliği, yatırımların istenen düzeyde olmaması ve dış ticarete karşılaşılan açıklar gibi belli başlı problemler, bu ülkeleri yabancı tasarruflara yönlendirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ihtiyaç duydukları bu tasarrufların finansmanı için dışarıdan yabancı sermaye akımı çekmeye çalışmaktadırlar. Bu tür yabancı sermaye akımları hedef ülkede Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ve/veya Portföy Yatırımları (PY) olarak karşımıza çıkmaktadır.

PY hedef ülkede hisse ve tahvil piyasalarına yapılan yatırımları ifade etmektedir ve aynı zamanda literatürde sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. DYY ise hedef ülkede yeni bir fabrikanın kurulması, faaliyetlerine devam eden bir şirketin satın alınması veya yine faaliyetine devam eden bir şirkete ortak olunması şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, DYY ve PY ile pay piyasası arasındaki ilişkinin incelenmesi ve elde edilen bulgular ışığında literatüre faydalı bilgiler sunmaktır. Çalışmanın önemi ise, gelişmekte olan ülkelerin fon açıklarını kapatmak için büyük öneme sahip olan yabancı yatırımların, ülkelerin pay piyasalarına olası etkilerini incelemesi bakımından önem arz etmektedir. Bu doğrultuda, DYY ile PY'nin pay piyasa getirisine etkisi, panel veri analiz yöntemi ile incelenecektir. Çalışmada 2000 – 2018 dönemi yıllık veriler kullanılmış ve BRICS ülkeleri ele alınmıştır. Çalışmanın Türkiye'de yapılıyor olmasından dolayı, ülkeler grubuna Türkiye de dahil edilmiştir. Dolayısıyla, çalışmanın kapsamı BIRCS-T olarak genişletilmiştir.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışma ile ilgili temel kavramlara, DYY ve PY teorilerine, türlerine ve yabancı yatırımların ekonomiye etkilerine yer verilmiştir. Bununla birlikte 2000-2018 döneminde BRICS-T ülkelerine yapılan DYY ve PY değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; Finansal piyasalara değinilmiştir. Bu bölümde daha çok pay piyasası hakkında genel bilgilere, piyasanın özelliklerine ve işleyişi ile ilgili bilgilere yer verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde; çalışmanın değişkenleri olan DYY, PY ve finansal piyasalar ile çalışmada kullanılan ülkeler grubu olan BRICS-T ülkeleri ile ilgili olarak 2000-2020 döneminde literatürde yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Literatür taraması DYY, PY, finansal piyasalar ve BRICS-T ülkeleri özelinde ayrı ayrı araştırılmış ve raporlanmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde sırasıyla; çalışmanın amacına, önemine, kapsamına, yöntemine ve çalışmada elde edilen bulgulara, açıklayıcı ve anlaşılır bir şekilde yer verilmiştir. Bu bölümün son kısmında ise sonuç ve değerlendirme bölümüne yer verilmiş olup, bu kısımda çalışmada elde edilen sonuçlar değerlendirip, yorumlanmıştır.



**BİRİNCİ BÖLÜM**  
**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI**  
**KAVRAM, TEORİ VE ETKİLERİ**

## 1.1. TEMEL KAVRAMLAR

Yabancı Yatırımların ülkelere giriş şekli literatürde iki şekilde karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilki Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) diğeri ise Portföy Yatırımlarıdır (PY). Bu iki kavram ve ilgili diğerkavramların açıklamalarına aşağıda yer verilmiştir.

### 1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

DYY, bir ülkedeki mevcut yatırımın, kendi ülkesi dışında yer alan farklı bir ülkede (hedef ülke) uzun süreli ve kalıcı bir ilişki kurup, fırsatlardan faydalanmak amacıyla sınır ötesi ülkelerde gerçekleştirilen yatırım türüdür. Daha geniş bir ifadeyle DYY, bir firmanın üretimini, kurulu olduğu kendi ülkesi dışındaki diğerkülkelere yayarak daha az maliyetli üretim yapmak amacıyla, hedef ülkelerde yeni üretim tesislerinin kurulması, mevcut üretim tesislerinin satın alınması veya mevcut yatırımlara ortak olunması şeklinde tanımlanabilir (Felek, 2016: 6).

Bir diğertanıma göre DYY, hedef ülkeye taşınmaz üretim tesisinin kurulması, faaliyette bulunan bir firmanın satın alınması, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesinin sağlanması veya faaliyetine devam eden bir firmaya ortak olunarak, teknolojik alt yapı bilgisi, üretim bilgisi, yönetim ve işletme bilgisi, lojistik ve depolama bilgisi ve yatırımı yapan yatırımcının işletmecilik tecrübesini de beraberinde getiren yatırımlardır (A.g.e.: 6).

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere DYY, yabancı bir ülkenin firması tarafından yerli ülkede yeni bir üretim tesisi kurması ya da var olan üretim tesisini satın almasıdır denilebilir. Konuyu detaylandırıp ayrıntılı bilgi vermek gerekirse bu tür yatırımlarda yabancı firma yerli ülkede sadece belirli bir tesis satın alması ya da ortak olması şeklinde yorumlamak yanlış olabilmektedir. Yabancı firma bu tür yatırımlarda yerli ülkeye birtakım faaliyetlerini de beraberinde getirmektedir. Bunları sıralamak gerekirse; teknoloji bilgisi, üretim bilgisi, yönetim bilgisi ve diğerkaktiviteler şeklinde yorumlanabilir. Toparlayacak olursak DYY, yerli ülkelere sadece fon girişi olarak değil aynı zamanda işletme ve geliştirme bilgisi başta olmak üzere daha birçok alanda bilgi birikimi girişini de beraberinde getiren bir yatırım türüdür.

### 1.1.2. Portföy Yatırımlar

Portföy yatırımları, hisse senedi ve tahvil alımları gibi işlemler sonucu gerçekleşen yatırımlardır (Erdoğan, 2016: 2). Literatürde yer alan bir diğer tanım da ise PY şöyle tanımlanmaktadır; yatırımcının risk profiline uygun en yüksek getirinin elde edilmesi için farklı bir ülkede hisse senedi, tahvil, bono alımı yapılarak, vadesi belli olmamakla birlikte DYY göre daha kısa vadeli olan yatırımlardır (Avşar, 2004: 86). Bir diğer tanımda ise PY, siyasi risk, döviz kuru riski ve bilgi riski gibi ek risk üstlenen yabancı yatırımcı tarafından yabancı sermaye piyasalarında hisse, devlet tahvili, bono ve diğer enstrümanlar gibi araçlara yatırılan sermayedir (Türksever, 2001: 18).

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşılacağı üzere PY, yabancı bir ülkenin yatırımcısı tarafından belirli riskleri üstlenerek, yerli ülkede tahvil, hisse senedi ve diğer menkul kıymetlere yapılan yatırımlara denir.

Yukarıda bahsedilen DYY ile PY her ne kadar benzerlik gösterse de birbirlerinden farklı yatırım türleridir. Bu farkları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Erdoğan, 2016: 2-3);

- Portföy yatırımları sonucunda yatırımcı herhangi bir işletmenin yönetiminde söz sahibi olması beklenemez fakat doğrudan yabancı yatırımda şirket yönetiminde söz hakkı yatırımcındır.
- Bu iki tür yatırım arasındaki bir diğer fark, vade farkıdır. Portföy yatırımlarının belirli bir vadesi olmamakla birlikte, doğrudan yabancı yatırımlara göre çok daha kısa vadeli, volatil ve değişkendir.
- Bunlarla birlikte portföy yatırımları terk ettikleri ülkelere geri dönmeleri kolaydır fakat doğrudan yabancı yatırımların terk ettikleri ülkelere dönmeleri çok daha zordur.
- Doğrudan yabancı yatırımlar taşınmaz varlıkların yanı sıra özellikle gelişmekte olan ülkelerin gelişimlerini tamamlayabilmeleri için ihtiyaç duydukları teknoloji bilgisi, üretim alt yapı bilgisi ve işletmecilik bilgisi gibi yenilikleri beraberinde getirirler. Fakat portföy yatırımları ile hedef ülkeye sadece fon akışı sağlanır. Fonun yönetimi, yatırım yapılan şirkete bağlıdır.
- Doğrudan yabancı yatırımların ana hedefi; faaliyetlerine devam edebilmeleri için gereksinim duydukları girdileri daha az maliyetli şartlarda temin ederek eskiye

nazaran daha yüksek verimli ve daha düşük maliyetli üretim yapmaktır. Bir diğer deyişle ölçek ekonomisini benimsemeleridir. Portföy yatırımlarının ana hedefi ise; fon akışı sağlayarak ortak olunan kuruluşların kararlarından kısa vadede kar elde etmektir.

### 1.1.3. Çok Uluslu Şirketler

Çok uluslu şirketler (ÇUŞ), genellikle gelişmiş ülkelerde kurulan, zamanla büyüyerek uluslararası alanda şirketler satın alarak veya farklı ülkelerde şubeler açarak, uluslararası ticarete boy gösteren devasa ticari kuruluşlardır. Bu kuruluşlar lojistik, ihracat ve üretim gibi alanlarda faaliyet göstererek hem kayda değer cirolara elde ederler hem de dünya ticaretine önemli katkıda bulunarak, büyük ticaret hacimlerine ulaşırlar (Felek, 2016: 8). Bir diğer tanıma göre ise; birçok ülkede yatırım yapan, özellikle imalat, madencilik gibi alanlarda AR-GE faaliyetlerine katılan, ülke sınırlarını aşan ve kararları bir merkezden alan, şirketin yönetiminde ve stokların sahipliğinde çok uluslu bir karaktere sahip olan, dış satışlarının toplam satışları içindeki payı %25 veya daha fazla olan şirketler, çok uluslu şirketler olarak adlandırılır (Erdoğan, 2016: 18-19).

Yukarıdaki her iki tanımdan da anlaşılacağı üzere ÇUŞ, birden fazla ülkede faaliyet gösteren, bu faaliyetlerini kontrol eden ve yöneten şirketlerdir şeklinde kısa ve öz bir tanım yapmak yerinde olacaktır. Farklı ülkelerde şubeleri olduklarından dolayı, özellikle DYY ve PY alanlarında yapılan çalışmalarda çok sık değinilmiş şirket türüdür.

### 1.1.4. BRICS

BRICS, 5 gelişmekte olan ülkenin birleşiminden oluşan bir topluluktur. İsimlerinin ilk harflerinin yan yana gelmesiyle oluşan BRICS kısaltmasında, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika ülkeleri yer almaktadır.

BRIC ülkeleri, yatırım bankası Goldman Sachs'da Küresel Ekonomik Araştırma direktörü olan James O'Neill tarafından ortaya atılmıştır. O'Neill'in 2001 yılında kaleme aldığı 'Building Better Global Economic BRIC's' isimli raporda ele alınan kavramla anlatılmak istenen, dünya ekonomisini yeniden şekillendirecek olan söz konusu ülkelerin sadece sanayileşme yolunda ilerleyen bir grup ülke olması değil, aynı zamanda dünya

sermaye ve ticaretine de yön vermede etkin güç konumunda olmalarıdır (Canpolat, 2019: 16).

9 yıl sonra 2010 yılında, BRIC topluluğuna Güney Afrika'nın da katılması ile birlikte BRICS ülkeler grubu olarak anılmaya başlanmıştır. BRICS ülkeler grubunun, hızlı gelişen gelişmekte olan ülkeler grubu olması, kömür, doğal gaz, petrol ve altın gibi doğal kaynakların fazlaca bulunması, dünya nüfusunun %43'ünü, dünya ekonomisinin de %30'unu kapsaması BRICS grubu ülkelerinin önemini arttırmaktadır (Battal ve Akan, 2019: 2).

## 1.2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Rekabetin yüksek olduğu, her geçen gün teknolojik gelişmelerin daha da önem arz ettiği günümüz dünyasında DYY birçok ülke tarafından çekilmek istenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) tasarruf eksiklerini gidermek, bilgi ve birikim deneyimlerini artırmak, işsizliği azaltmak ve bunlara benzer olumlu etkileri sebebiyle DYY çekebilmek için birbirleri ile adete yarışır hale gelmişlerdir. Konuyla ilgili aşağıda yer alan ifadeler, aslında konunun önemini vurgulamaktadır; Kapitalizmin yaygınlaşması, ülkelerin korumacı politikaları terk edip daha serbest ekonomik ilişkiler içine girmesi sonucunda DYY'lerin, özellikle 1980'li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) akışı hızlanmıştır. Ülkemizde ise gerek yasal mevzuatın hazırlanması gerekse yeterli alt yapının oluşturularak ekonomide serbestleşme kararlarının alınması sonucunda yani diğer bir ifadeyle 1990'lı yıllardan itibaren DYY'ler önem kazanmıştır. GOÜ'lerin gelişip kalkına bilmesi için DYY'lerin büyük öneme sahip olduğunun anlaşılması üzerine ise GOÜ'ler adeta birbirleriyle yarışırçasına, DYY çekebilmek için adımlar atmışlardır. GOÜ'lerin bu denli DYY çekmek istemelerinde, gelişmiş ülkelerdeki gelişmiş teknoloji ağının kendi ülkelerine transfer edilmesi, istihdam piyasasına olumlu katkı sağlanarak işsizliğin azaltılması, katma değerli ürünler üretilerek ülkenin ihracatına dolayısıyla ülkenin döviz rezervlerine katkı sağlaması gibi nedenler etkili olmaktadır (Çalışkan, 2003).

GOÜ'ler için bu denli önem arz DYY, yeni yatırımlar, birleşme ve satın alma şeklindeki yatırımlar, özelleştirme yatırımları ve montaj sanayi başlıkları altında incelenecektir. Devamında ise DYY teorilerine, DYY'i etkileyen faktörlere ve DYY'nin ekonomiye etkileri ayrı başlıklar altında incelenecektir.

## **1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri**

### **1.2.1.1. Yeni Yatırımlar**

Bu yatırımlar, hedef ülkede yeni bir taşınmaz tesis kurmak ya da faaliyetine devam eden bir şirkete ortak olmak şeklinde karşımıza çıkan yatırım türüdür. Özellikle GOÜ'ler tarafından, finansman açığının kapatılması, yeni iş olanaklarının sağlanması, üretimi ve ihracatı artırıcı etkisinin olabileceğinden dolayı en fazla talep edilen yatırım türüdür (Felek, 2016: 9-10).

Ek olarak yeni üretim tesislerinin kurulmasını ve aktif olarak faaliyetine devam eden tesislerin geliştirilmesine imkân tanıyarak, yeni iş olanakları sağlayan, gelişmiş üretim teknolojisi fırsatlarını bünyesinde barındıran bu ve bunlara benzer özellikleri de beraberinde getirebilecek olan yatırımlar, yeni yatırımlar şeklinde tanımlanmaktadır. Hedef ülke için gerek mali (vergi, sigorta primleri vs.) gerekse topluma fayda (istihdam) bakımından olumlu katkısının olabileceğinden dolayı en fazla tercih edilen DYY türüdür (Aslan, 2013: 9).

### **1.2.1.2. Birleşme ve Satın Alma Şeklinde Yatırımlar**

Bir diğer DYY türü olan birleşme ve satın alma yoluyla yapılan yatırımlar, özünde aynı yatırımlardır. Bu yatırımlar mevcut faaliyetine devam eden hedef ülkedeki bir şirketin satın alınması veya o şirkete ortak olunması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yatırım türünde, satın alınan şirketin veya ortak olunan şirketin ismi değiştirilebilmekte, satın alınan şirketten bağımsız bir şirket kurulabilmektedir (Felek, 2016: 12-13).

Şirketler arasındaki birleşmelerde, ilgili şirketler yeni bir çatı altında eskisinden tamamen farklı (bağımsız) bir yapıda bir araya gelmektedirler. Şirketler, sahip oldukları teknolojik gelişmişlik ve işletme bilgileri ışığı altında uluslararası pazarda faaliyette bulunabilmektedirler. Satın alma şeklindeki yatırımlarda ise, satın alınacak şirketin sahip olduğu varlıklarının veya paylarının büyük çoğunluğunun satın alınması olarak tanımlanabilmektedir (Çakıroğlu, 2019: 20).



### 1.2.1.3. Özelleştirme Yatırımlar

DYY özelleştirme yatırımlar, devletler tarafından özelleştirilmek istenen kurumların, yabancı sermaye tarafından satın alınmasıdır. Bu yatırımda, ülkenin özel sektörü tarafından yerine getirilemeyecek faaliyetlerin yabancı sermaye tarafından yerine getirilmesi ve ekonomik çarklarının sorunsuz dönmesi istenmektedir (Felek, 2016: 10).

Yabancı sermaye yatırımlarının bir ülkeye özelleştirme yatırımlar yoluyla gelmesinin asıl nedeni düşük maliyetli üretimin olması ve verimliliğin yüksek olmasıdır. Gelişmiş ülkelerdeki politika değişiklikleri ve yatırım yaparak genişleme algısı, özelleştirme yoluyla yapılan DYY'leri arttırmaktadır (Erdoğan, 2016: 14).

Özelleştirme yatırımlar, ekonominin tüm sektörlerine yönelik çok boyutlu bir yatırım türü olmakla birlikte, gelişmiş bir ekonomik altyapı için tercih edilen önemli bir yatırım türüdür. Bu genel amaçların yanı sıra, yabancı yatırımlar vasıtasıyla uluslararası ekonomik bağların güçlendirilmesi, verimliliğin artırılması ve sermaye piyasaları gelişiminin hızlandırılması gibi çok farklı hedeflere ulaşmak amacıyla da kullanılabilir (Aslan, 2013: 10).

### 1.2.1.4. Montaj Sanayi

Montaj sanayi yatırımları, isminden de anlaşılacağı üzere, dış pazardan sağlanan girdi mallarının hedef ülkede yapılan parçalarla birleştirilerek üretimin hedef ülkede gerçekleştiği, DYY türüdür (Erdoğan, 2016: 15).

Montaj denince akla ilk gelen otomobil parçalarının birleştirilmesi örneği verilebilir. Gelişmiş teknolojik alt yapıya sahip olan ülkeler tarafından üretilen araç motorlarının veya diğer araç parçalarının hedef ülkeye getirilerek, ucuz işçilik fırsatından faydalanıp araçlar üretilmesi, DYY montaj sanayi türüne örnek olarak gösterilebilir (Aslan, 2013: 11). Bu çalışmanın da konusu olan BRICS ülkeleri içerisinde yer alan Çin ülkesi bu yatırım türüne örnek verilebilir. Gelişmiş ülkelerdeki yüksek işçilik ücretlerinden kaçan yatırımlar, Çin'deki ucuz işçilik ücretleri ile birleşerek üretim gerçekleştirmektedir. Nitekim, Çin ülkesinin çektiği DYY, bu durumu destekler niteliktedir. Zaman zaman ülkemiz için de yeni otomobil fabrikalarının açılması, yeni üretim tesislerinin kurularak gelişmiş ülkelere nazaran ucuz işçilikten faydalanılması amacıyla montaj sanayi yatırım türünün gerçekleştiği görülmektedir.

## 1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri

DYY ile ilgili olarak literatürde birtakım teoriler mevcuttur. Bu teoriler aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

### 1.2.2.1. İşlem Maliyetleri Teorisi

Oliver Williamson tarafından geliştirilen işlem maliyetleri teorisine göre, şirketler yürüttükleri faaliyetlerden doğan giderleri minimum seviyeye çekmek için aksiyon alırlar ve bu doğrultuda şirket ortaklık yapısı oluşturulur. İşlem maliyet teorisi özünde içselleştirme teorisi ile aynı hipotezi savunmaktadırlar. Bu iki hipotez, DYY’de meydana gelebilecek bir başarısızlık ile piyasa başarısızlığı arasında güçlü bir bağ olduğu olduğunu savunmaktadır (Demirtaş, 2014: 22).

İşlem maliyetleri teorisinde şirketlerin temel amacı maliyetlerini minimum düzeye çekmektir. Maliyetleri minimum düzeye çekmek için ise yapılması gereken eylemler şirketten şirkete farklılık gösterebilmektedir. İşlem maliyetleri, işlemin üç özelliği ve insan davranışlarıyla (sınırlı rasyonalite ve fırsatçılık) ilgili olarak iki varsayıma göre belirlenir. İşlemin üç özelliği ise şunlardır; varlığın özelliği, belirsizlik ve varlığın sıklığı (Kurtaran, 2010: 369).

### 1.2.2.2. İçselleştirme Teorisi

1970'lerin ortasında ekonomistlerin uluslararası üretimin genelleştirilmiş halini açıklamaya yönelik bazı girişimleri olmuştur ve bunların en belirgin olanı içselleştirme teorisidir. İçselleştirme teorisinin kökeni Coase (1937)’e dayanmaktadır (Liu, 2009: 54). İçselleştirme teorisinin temelde, uluslararası piyasalarda yatırımda bulunmak isteyen şirketlerin, karşılaşılabilecekleri engellerin önceden öngörülmesini ifade eder (Kurtaran, 2010: 370).

Yapılan bir diğer bilimsel çalışmada şöyle bahsedilmektedir; İçselleştirme teorisi dört ana varsayıma bağlıdır. Bunlar; sanayiye özgü faktörler, yöreye özgü faktörler, millete özgü faktörler ve şirkete özgü faktörler (Buckley, 2004: 376).

Yukarıdaki farklı çalışmalardan da anlaşılacağı üzere, içselleştirme teorisi aslında şirketin farklı boyutlarda karşılaşılabileceği engelleri bugünden tahmin etmeye

yönelik bir yaklaşımdır. Bu tahminleme aşamasını ise 4 temel faktöre ayırarak, daha detaylı tahminleme yapılmasına olanak sağlanmaktadır.

### 1.2.2.3. Ürünün Hayat Evreleri Teorisi

DYY, özellikle imalat sanayi alanında yapılan doğrudan yatırımları uluslararası ticaret arasındaki ilişkiyi açıklamada yenilikleri temel alan ürünün hayat evreleri teorisi önemli bir yer tutmaktadır. Raymond Vernon tarafından geliştirilen bu modele göre, piyasaya sürülen bir ürünün temel olarak yeni ürün, olgun ürün ve standart ürün olmak üzere üç aşaması bulunmaktadır (Efe, 2002: 8).

DYY’i teorilerinden bir diğeri de ürünün hayat evreleri teorisidir. Bu teori çerçevesinde yapılan çalışmaların çoğunluğu Vernon (1966 ve 1977) tarafından gerçekleştirilmiştir (Moran, 2000: 300-311).

Ürünün hayat evreleri teorisine göre, icat edilip ilk defa üretimi yapılacak bir ürün çeşitli aşamalardan geçmektedir. Bu aşamalar sırasıyla; yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma aşamalarıdır (Kurtaran, 2010: 370).

Bu teori dört temel varsayımı vardır. Bunlar (Lai, 2001: 61-78);

- Tercih edilen ürünler, farklı ülkelerde değişiklik göstermektedir,
- Ürünlerin üretim sürecinde, maliyetlerin minimum düzeye çekilerek verimliliğin artırılması hedeflenmekte, başka bir ifadeyle ölçek ekonomileriyle nitelendirilmektedir,
- Ülke sınırları içerisindeki bilgi akışları sınırlandırılmaktadır,
- Üretilen ürünler, her firmanın farklı bir üretim süreci izlemesinden dolayı farklılık gösterebilmektedir.

### 1.2.2.4. Oligopolistik Tepki Teorisi

Bu teorinin temelleri, F. T. Knickerbocker tarafından atılmıştır. F. T. Knickerbocker, Amerika Birleşik Devletler sınırları içerisinde faaliyetlerini yürüten ÇUŞ’ların DYY’lerini izlemiştir. Knickerbocker yaptığı araştırma ve incelemeler sonucunda, Amerika Birleşik Devletler sınırları içerisinde faaliyetlerini yürüten ÇUŞ’ların oligopolistik bir piyasa yapısı içerisinde faaliyetlerini yürüttüklerini tespit etmiştir. Bu sonucun elde edilmesinden hareketle, özellikle ÇUŞ’lar için ana ülkede veya

hedef ülke pazarında piyasa yapısının önemli olduğu savunulmuştur. Ayrıca oligopol piyasalarda şirketlerin yatırım kararları, genişleme politikaları, gelecek projeleri ve benzeri birçok faktör, piyasanın yapısından etkilenecektir (Kurtaran, 2010: 371).

Bir diğer çalışmada, teori şu şekilde anlatılmaktadır; F.T. Knickerbocker tarafından yapılan incelemeler sonucunda ortaya atılan ve özellikle GOÜ'lerdeki oligopolistik bir piyasa yapısından dolayı tespit edilen bir teoridir. Firmaların oligopolistik yapıdan dolayı, rakip firmaya üstünlüğün geçmesini istemeyecektir. Örneğin; rakip firma büyümek için yeni adımlar atsa (yatırım vs.) oligopol firma da üstünlüğü kaybetmemek için yatırımlar yapacak ve böylelikle pazardaki hakimiyetini korumuş olacaktır. Kısaca, rakip firmaların davranışı bu teorinin açıklanmasında önemli olduğu söylenebilir (Öztürk, 2004: 118).

#### 1.2.2.5. Eklektik Teorisi

Literatürdeki bazı çalışmalarda Dunning'in OLI Paradigması olarak da geçen Eklektik Teorisi; sahiplik (Ownership), alansal avantaj (Location) ve içselleştirme (Internalization) fonksiyonları üzerine kuruludur.

Firmaya özgü avantajlar, alansal avantajlar ve içselleştirme fonksiyonları, eklektik teorisi adı altında Dunning (1977) tarafından birleştirilmiştir. Teoride, bu kar kaynakları ÇUŞ için rekabet avantajı sağlamaktadır ve aşağıdaki terimlerle tanımlanmıştır;

- *Firmaya özgü avantajlar*

Çokuluslu, geçici veya kalıcı olarak tutulabilecek ve münhasıran tutulan mülkiyet avantajlarına sahiptir. Dış pazarlardaki rakiplere karşı üstün getiri vaat etmektedir. Firmaya özgü avantajlar, uzmanlık veya patent gibi maddi olmayan varlıkları içerir.

- *Alansal avantajlar*

Bu faktörler belirli bir yere özgü faktörleri içerir ve o yerde kullanılmalıdır. İthalatı, işgücü avantajlarını, doğal kaynakları, yakınlığı, nihai pazarlara ulaşımı ve iletişim koşulları, olumlu hükümet müdahalesi ve kültürel faktörleri kısıtlayan ticaret engellerini kapsamaktadır.

- *İçselleştirme*

Bir firmanın, piyasalardan veya üçüncü taraflardan bir ürünü satın almak veya ürünü satmak yerine o ürünün sahipliğini kullanarak kazandığı faktörleri içerir. Bu faktörler, hammadde kaynaklarına, ürünleri çapraz sübvans etme yeteneği, işlem ve müzakere maliyetlerinden kaçınma, satın alma ve satma konusundaki belirsizlikten kaçınma, girdilerin tedariklerini ve satış koşullarını kontrol etme yeteneği vb. içerir (Buckley, 2004: 383-384).

### 1.2.2.6. Kuruluş Yeri Teorisi

Hood ve Young (1979), DYY'lerin kuruluş yeri teorisiyle ilgili olarak dört faktörü ileri sürmektedir. Bunlar; işgücü maliyetleri, piyasa faktörleri, ticari kısıtlamalar ve hükümet politikalarıdır. İşgücü maliyetleri ülkeler arasında farklı dağılım göstermektedir. Bu yüzden işgücünün bol olduğu yerlerde işgücü maliyetinin az olması, ülkeleri burada yatırım yapmaya teşvik etmektedir. İkinci etken olarak pazar büyüklüğü faktörü söz konusudur. Burada ise hedef ülkedeki pazarın büyüme hızı, pazarın derinliği, gelişmişliği ve rekabet gibi etkenler, DYY'ler üzerinde etkili olmaktadır. Üçüncüsü, ticari engeller ülkeye ihracatı engeller. Böylece o ülkenin piyasasını kaybetmek istemeyen firmalar yatırım yaparak üretimlerine devam etmek istemektedirler. Son olarak, hedef ülkede yönetimdeki hükümetin politikaları; vergiler, yatırım şartları, teşvikler vs. hedef ülkeye yapılacak olan DYY üzerinde oldukça etkili olmaktadır (Demirtaş, 2014: 22-23).

Bir başka çalışmada bu faktörler şöyle açıklanmaktadır (Kurtaran, 2010: 369);

*İş gücü maliyetleri;* işçi ücreti maliyetleri hemen hemen her ülkede farklılık göstermektedir. Çünkü ülkelerin uyguladığı vergi politikaları farklıdır. Buradan hareketle gelişmekte olan ülkelerde işçi maliyetlerinin gelişmiş ülkelere nazaran daha düşük olduğu da bilinen bir gerçektir. Dolayısıyla karını maksimum seviyeye çıkarmak isteyen yatırımcılar, olası bir DYY kararlarında iş gücü maliyetleri önemli bir yer tutmaktadır.

*Piyasa faktörleri;* DYY kararları alınırken, hedef ülkenin pazar gelişmişliği, pazarın büyüklüğü ve hızı, pazarın derinliği ve yerel firmalar arasındaki rekabetin varlığı gibi vb. faktörler, DYY kararlarını etkilemektedir.

*Ticari engeller;* özellikle ülkelerin son yıllarda korumacı ekonomik önlemler alması (vergi oranlarının arttırılması vs.) da DYY üzerinde etkili olmaktadır. Buradaki

asil amaç ithalatın azaltılarak ihracata önem verilmesi ve bu yolla cari açığa olumlu katkı sağlanmasıdır. Bir diğer önemli etken ise yerli yatırımcının cesaretlendirilmesidir. ÇUŞ bu engelleri aşmak için hedef ülkede faaliyetine devam şirketlere ortak olduğu yada hedef ülkede şube açtıkları görülmektedir.

*Hükümet politikaları;* hedef ülkedeki hükümetin uygulamış olduğu mali politikalar neticesinde alınan kararlar da DYY üzerinde önemli ölçüde etkili olmaktadır.

Yukarıdaki her iki açıklamadan da anlaşılacağı üzere Kuruluş Yeri Teorisi genel itibariyle DYY’i maliyetler açısından ele almakta ve incelemektedir. Bu haliyle, yeni yatırım yaparak kar elde etmek isteyen ve uluslararası arenada DYY yapacak olan ÇUŞ’ları önemli ölçüde yakından ilgilendiren bir teoridir demek, yerinde olacaktır.

### **1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırımları Etkileyen Faktörler**

Yukarıdaki bölümlerde DYY ile ilgili genel hatlarıyla anlatılmaya çalışılan kısımlar, DYY ile ilgili literatürde yapılan birçok çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için de farklı sebeplerden dolayı tercih edilen DYY’ler, bu haliyle birçok çalışmaya konu olmuştur. Ülkeler için birçok alanda fayda sağlayacağı düşünülen DYY bir ülkeye giderken seçici olmaları ve bu doğrultuda sermaye akışının gerçekleşmesi zaten beklenen bir sonuçtur.

Bir ülkede DYY’yi etkileyen birden fazla faktör vardır. Bu faktörler ülkelerin dinamiklerine, coğrafi konumuna, yasal düzenlemelerine, ekonomik büyüklüklerine, makroekonomik ve mikroekonomik göstergelerine göre farklılık gösterebilmektedir.

Genel itibariyle bir ülkede DYY’yi etkileyen faktörler şunlardır; piyasa büyüklüğü, dışa açıklık (ihracat piyasası), hükümet politikaları ve korumacılık, vergi teşvikleri, doğal kaynaklar, ücretler, döviz kurları ve ödemeler dengesi açıkları ve son olarak politik risk bu alanda karşımıza çıkan, DYY’yi etkileyebileceği düşünülen faktörlerdir. Aşağıda sırasıyla bu faktörler açıklanmaktadır.

#### **1.2.3.1. Piyasa Büyüklüğü**

İç piyasaların DYY üzerindeki muhtemel etkisi Neo Klasik dış ticaret teorisinden gelmektedir. Geniş bir iç piyasada maliyetleri düşürerek karlılığı artırma fırsatından faydalanabilme imkânı ve sahip olunan kaynakların daha etkin ve faydalı

kullanılabilmesini sağlar. Piyasa büyüklüğü hipotezi özellikle GOÜ'ler içerisinde iç pazara üretim ve satış yapan, DYY'ler için geçerlidir. Literatürde yapılan çalışmalarda hedef ülkedeki pazar büyüklüğü/genişliği önemli bir faktördür ve çalışmaların bağımsız değişkeni olarak kullanılmaktadır (Dursun, 2004: 76).

DYY ile pazar büyüklüğü arasında güçlü bir bağ vardır. Çünkü fırsatlardan faydalanmak ve maliyetleri düşürmek için gelen DYY'ler, yeterli genişlikte bir pazar, üretilen ürünlerden tatmin edici şekilde bir satış tutarı sağlar. Bu duruma bağlı olarak da DYY yatırım tutarı arttırılır. DYY'ler kaynaklarından optimal seviyede faydalanmak için genişlemiş, gelişmiş ve yeterli seviyede büyümüş ülke pazarlarına giderler (Kurtaran, 2010: 374).

### **1.2.3.2. Dışa Açıklık (İhracat Piyasası)**

Ekonomilerde dış ticaret politikaları önemli bir yer tutmaktadır. Hele ki son yıllarda korumacı politikaların uygulandığı ticaret kısıtlamalarının getirildiği günümüzde, dış ticaretin önemi daha da belirginleşmiştir. Kapalı ekonomilerde ihracat ve ithalatta kısıtlamalar varken, açık ekonomilerde ticaret serbestlik yani herhangi bir kısıtlama yoktur. Ülkelerin ekonomi politikaları neticesinde uygulamış olduğu kısıtlamalar, yasaklar ve sınırlandırmalar DYY üzerinde önemli olmaktadır (Erdoğan, 2016: 83).

Genel hâkim görüşü göre serbest ekonomiler yani ticari kısıtlamaların olmadığı ekonomiler, daha fazla DYY çekmektedir. Bununla birlikte uygulanan ticaret kısıtlamaların ise bazı DYY'ler üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu görülmektedir. Örneğin, ticari kısıtlamaların olduğu bir ülkede dışarıdan ithal ürün elde etmek zorlaşacağı hatta imkansız hale geleceği için bu firmalar hedef ülkede şube açabilmekte yada faaliyetine devam eden bir şirkete ortak olabilmektedir (Felek, 2016: 19-20).

### **1.2.3.3. Hükümet Politikaları ve Korumacılık**

Tarife farklılığı hipotezine göre, dış ticaret kısıtlamaları ürün ihracını zora sokacağı için firmalar o malı ihraç etmek yerine söz konusu pazarda yatırım yaparak orada üretmeyi tercih edebilmektedirler. Korumacı ekonomik politikalar sonucu girdi ve üretim maliyetleri düşmekte ve fiyatlar artarak karları da beraberinde yükseltmektedir.

1970'lerin sonlarından itibaren Kuzey Amerika ve Batı Avrupa ülkelerinin pek çoğu Japon firmalara karşı birçok ticaret engeli uygulamışlar; Japonlar ise bu ülkelerde yatırımlarını yapmak suretiyle üretimlerini gerçekleştirmişlerdir. Aynı şekilde son dönemde ABD'nin yerel firmalara 'eve dönün' yoksa vergileri arttırırız çağrısı, bu konuya verilebilecek bir diğer örnektir (Dursun, 2004: 79).

Korumacı önlemler kadar uygulanan hükümet politikalarının istikrarlı olması, avantaj sunması, teşvik paketlerinin açıklanması ve yatırımı özendirecek politikaların uygulanması da DYY'ler üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

#### **1.2.3.4. Vergi Teşvikleri**

Literatürdeki yapılan çalışmalarda genel görüş, ülkeler tarafından uygulanan düşük vergi politikaları, DYY üzerinde büyük bir etkisi yoktur. Çünkü düşük vergi politikaları ülkeler için olumsuz bir uygulamadır. Bununla birlikte eğer hedef ülke düşük vergi politikası yerine serbest bir ekonomi politikası benimser ve piyasanın gelişimi için olumlu adımlar atar ise bu daha pozitif etkisi olan bir durumdur (Kurtaran, 2010: 375).

DYY çekmek isteyen GOÜ'ler, çeşitli ve birbirinden bağımsız teşvik paketleri uygulamakta ve bu konuda birbirleri ile rekabet etmektedirler. Yatırımları çekmek için uygulanan teşvikler, indirimler ve muafiyet gibi yatırımcıya pozitif etkisi olacak durumlar teşvik olarak adlandırılmaktadır. En çok sunulan teşvik paketleri ise yatırım için arazi sağlanması, daha uygun fiyatlara enerji ve doğalgaz gibi girdilerin sunulması ve şirketlerin tabi olduğu vergilerde (kurumlar vergisi, gümrük tarifeleri vs.) indirim uygulanması şeklinde sıralanabilir (Felek, 2016: 17).

#### **1.2.3.5. Doğal Kaynaklar**

İkinci dünya savaşına kadar doğal kaynakların varlığı doğrudan yatırım çekmek isteyen ülkeler için ve ülkelerin sınır ötesi yatırım için başlıca etken olmuştur. Daha sonraları doğrudan yabancı sermayelerin niteliğindeki değişimler nedeniyle doğal kaynak faktörü eski cazibesini yitirse de bazı ülkeler için özellikle Kuzey Afrika gibi ülkeler için ve bazı gelişmiş ülkeler için (Avusturalya ve Kanada gibi) bölgesel belirleyici rolü hala sürdürmektedir (Dursun, 2004: 80).



### 1.2.3.6. Ücretler

Fiyat düzeyindeki istikrarsızlık, fiyat düzeyinin düşmesi veya yükselmesi biçiminde verilere yansiyabilmektedir. Hedef ülkelerin fiyatların artış düzeyi (enflasyon), DYY'ler üzerinde etkili olmaktadır. Yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde, belirsizlik ve risk de fazladır. Bunun sonucunda, piyasa mekanizmasının etkinliği büyük ölçüde azalır. Ekonomide riskin ve belirsizliği artması, DYY'ler üzerinde olumsuz bir etkisi vardır. Bununla birlikte, yatırımlardan sağlanması beklenen karlılık oranının yüksek olması durumunda, söz konusu riskin ve belirsizliğin olumsuz etkilerini yok edecek ölçüde ise yüksek fiyat artışları ve belirsizliğe rağmen yatırımcılar, DYY'leri gerçekleştirirler (Erdoğan, 2016: 81).

Özellikle emek yoğun sektörlerde, işçilik ücretleri büyük maliyetlere sebep olacağı için etkisi de büyüktür. Bu nedenle emeğin yoğun olduğu şirketler, karlarını arttırmak ve işçilik giderleri azaltmak için ucuz işgücünün olduğu ülkelere ve/veya bölgelere gitmek isteyeceklerdir. İş gücü maliyetlerinin düşük olduğu ülkelerde sendikalaşma düzeyi de önemlidir. Çünkü sendikalaşma düşük ücretlere karşı çıkan, işçinin emeğini koruyan, daha iyi çalışma şartlarının getirilmesi için idari yönetime baskı yapan bir kuruluş olduğu için düşük ücretler yanında sendikalaşma düzeyi de DYY'ler üzerinde etkili olmaktadır (Kurtaran, 2004: 375).

### 1.2.3.7. Döviz Kurları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı kararı alınmasında etken olan bir diğer faktör, döviz kurlarıdır. Söz konusu yatırımları gerçekleştiren çok uluslu şirketler, çok sayıda ülkede faaliyet gösterdiklerinden çok sayıda para birimi ile çalışmak durumundadırlar. Dolayısıyla, döviz kurlarındaki hareketlilik ve belirsizlik, söz konusu şirketlerin karlılığını ve üretim yeri tercihlerini etkilemektedir (Erdoğan, 2016: 81).

Döviz kurunun doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi, döviz kurlarının volatilitesindeki değişiklik ile ilgilidir. Çalışmalar, genellikle döviz kurlarında kısa vadeli hareketliliklerin, doğrudan yabancı yatırım girişlerini arttırdığını ifade etmektedir (Arı ve Özcan, 2010: 71).

Uluslararası bir şirketin yatırım yaparken döviz kurlarındaki hareketliliğe önem vermesi beklenen bir durumdur. Hedef ülkede nasıl ki döviz kurunun aşırı volatiliteye

sahip olması yatırım kararının alınmasında etkili olacaksa aynı şekilde stabil olması da yatırım kararına etki edecektir. Döviz kurunun belirsiz olduğu, aşırı oynak olduğu ve gelecek döviz kuru tahminlerinin öngörülemediği bir ekonomi, döviz kurunun stabil ve kurun öngörülebilirliği yüksek olan bir ekonomiye göre daha dezavantajlıdır yorumu yapılabilir. Fakat sadece döviz kurunun oynaklığına ve belirsizliğe bakarak DYY’i etkiler ya da etkilemez yorumu yapmak sağlıklı olmayacaktır. Döviz kuru ile birlikte DYY’yi etkileyen diğer faktörlerin bir arada değerlendirmesi, daha yerinde ve daha altı doldurulmuş bir yaklaşım olacaktır.

#### **1.2.3.8. Politik Risk**

Bir ülkenin uluslararası sermaye çekebilmesi ve yıllar itibari o sermayeyi istikrarlı bir şekilde arttırabilmesi için, öncelikle o ülkede hukukun üstünlüğü tanınmalı, yargı tarafsız olmalı ve o ülke bir hukuk devleti olmalıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar kapsamında politik faktörler bahsedildiğinde, devlet politikalarındaki tutarlılık ve süreklilik kastedilmektedir (Erdoğan, 2016: 66).

Riski sevmeyen yatırımcılar, daha az riskin ve buna bağlı olarak daha az belirsizliğin hâkim olduğu bir hedef ülkeyi tercih etmektedirler. Gerek politik gerekse ekonomik anlamda belirsizliği olmadı, istikrarın olduğu hedef ülkeler, DYY üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Arı ve Özcan, 2010: 70).

#### **1.2.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Ekonomiye Etkileri**

DYY’lar konuk olduğu ülkelerin ekonomilerini çeşitli yönlerden etkilemesi beklenen bir durumdur. Bu durum çeşitli araştırmalarla da kanıtlanmış ve birçok çalışmada incelenme konusu olmuştur. DYY’nin konuk olduğu ülkeye etkileri farklı kaynaklarda farklı faktörler çerçevesinde ele alınmış olsa da genel itibariyle; ekonomik büyüme üzerine etkileri, ödemeler dengesi üzerine etkileri, insan kaynakları ve istihdam üzeri etkiler, teknoloji transferi üzerine etkileri, uluslararası ticaret üzerine etkileri ve rekabet üzerine etkileri olmak üzere gruplandırmak mümkündür. Bu etkiler sırasıyla aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

### 1.2.4.1. Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri

DYY'lerin ekonomik büyümeyi ne yönde etkilediğine dair literatürde farklı çalışmalar mevcuttur. Genel hatlarıyla bakıldığında ise DYY'lerin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği söylenebilir. Konuyla ilgili yapılan bazı çalışmalar aşağıda sunulmuştur.

DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tespit etmek için yapılan çalışmalarda, dört ana başlık üzerinde durulmaktadır. Bunlar (Erdoğan, 2016: 169):

- Ekonomik büyümenin belirleyicilerinin saptanması,
- DYY belirleyicilerinin belirlenmesi,
- Hedef ülkede ÇUŞ'ların rollerinin incelenip, tespit edilmesi,
- Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki nedenselliğin tespit edilmesine yönelik çalışmalar yapılması.

Apergis vd. (2007) çalışmalarında 27 geçiş ekonomilerini 1991 – 1994 dönemini incelemişler, DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmeye çalışmışlardır. Çalışma sonucunda, başarılı özelleştirme programı uygulayan geçiş ekonomilerinde DYY ile ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Mucuk ve Demirsel (2009) yapmış olduğu çalışmada ise 1992:1 – 2007:9 dönemi Türkiye ekonomisinin büyümesinde DYY'lerin etkisini araştırmıştır. Araştırma sonucunda DYY'lerin bazı makroekonomik faktörleri (istihdam, ödemeler dengesi vb.) olumlu etkileyerek ekonomik kalkınmaya katkıda bulunabileceği belirtilirken, bazı makroekonomik faktörlerin (teknolojik bağımlılığın artması, dışlama etkisi) olumsuz etkilenecek büyümeye negatif etki yapabileceği sonucuna varılmıştır.

Konuyla ilgili yapılan bir diğer bilimsel çalışma Chaudhry vd. (2013) kaleme aldıkları, 1985 – 2009 dönemi Çin'e yapılan DYY'lerin Çin ekonomisine etkilerini saptamayı amaçladıkları çalışmadır. Çalışma sonucunda 1985 – 2009 dönemi Çin'e yapılan DYY'ler ile o dönem Çin ekonomik büyümesi arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Genel hatlarıyla DYY'lerin bir ülkeye gitmesi, ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği söylenebilir. Çünkü hedef ülkede yeni bir fabrika açılması, istihdam, üretim, katma değer ve benzeri birçok alanda ülke ekonomisine katkı sağlayacaktır. Bununla

birlikte sözü edilen fabrikanın yürüttüğü faaliyetlerinden dolayı hedef ülkeye ödeyeceği vergi ve diğer parasal yükümlülükler, ülke ekonomisine doğrudan olmasa da dolaylı olarak olumlu bir katkısının olabileceği söylenebilir.

#### **1.2.4.2. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri**

GOÜ gurubunda yer alan ülkemizde, cari açık işlemlerinin kapatılmasında ve yeterli döviz finansmanının sağlanmasında yurt içi hane halkı tasarrufları yeterli düzeyde olmamaktadır. Bu olumsuz etkenlerin ortadan kaldırılıp, daha iyi bir ekonomiye sahip olmak için DYY ihtiyaç vardır. DYY ile birlikte içeride üretim artacağı için daha az ithalat yapılacak ve tüketim fazlası ürünlerin ihraç edilebileceği düşünülürse, DYY'lerin hem cari açığa hem de ülke döviz rezervlerine olumlu katkısı olacağı düşünülmektedir (Çinko, 2009: 123).

DYY, ödemeler dengesini (balance of payment) farklı biçimlerde etkilemektedir. Ülke sınırları içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin ithal ikamesi olarak kullanılabilmesi düşünülürse ithalatı azaltacağı bununla birlikte ihracata ise pozitif bir etkisinin olabileceği söylenebilir. Diğer taraftan şirketlerin elde ettikleri karları kendi ülkelerine transfer etmeleri (kar transferleri) veya dış konjonktüre bağlı olarak hedef ülkeden döviz çıkışının olması gibi durumlar da yaşanabilmektedir (Erdoğan, 2016: 175-176).

#### **1.2.4.3. İnsan Kaynakları ve İstihdam Üzeri Etkiler**

Yabancı sermaye girişi üzerine çalışan iktisatçıların en fazla dikkat çektikleri nokta istihdam artışıdır. Çünkü DYY çeken hedef ülkede yatırımlar bir yandan artacak diğer taraftan da hedef ülkenin teknolojik altyapısını gelişim için desteklenecektir. Bu yolla hedef ülkenin iş gücü piyasası hem iyileşecek hem de istihdam artışı yaşanacaktır (Çinko, 2009: 125).

DYY, yaratacağı yeni istihdam imkanları ile hedef ülkenin işsizlik sorununa çözüm sağlayabilir (Seydioğlu, 2007: 730). ÇUŞ hem kendi ana ülkelerinde hem de yatırım yaptıkları hedef ülkede ar-ge çalışmaları ile iş gücü piyasasının geliştirilmesine ve yeni iş olanakları ile istihdam artışına olumlu katkı sağlar. Ayrıca, hedef ülkelerde

faaliyet gösteren ortaklarının veya şubelerinin mesleki eğitimlerine yatırım yaparak, personellerinin daha nitelikli hale gelmesine katkıda bulunurlar (Erdoğan, 2016: 181).

#### **1.2.4.4. Teknoloji Transferi Üzerine Etkileri**

DYY'lerin gelişmiş ülkelerden GOÜ'lere ya da az gelişmiş ülkelere gelmesi, teknoloji anlamında da birtakım yenilikleri beraberinde getirecektir. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren ÇUŞ'ler, teknolojik olarak gelişmiş sistemlerini yeni yatırım yapacakları ülkelere yani gelişmekte veya gelişmemiş olan ülkelere kaydırmaları, yönetim entegrasyonu kapsamında teknolojik olarak gelişmiş sistemlerini kurmaları beklenen bir davranıştır. Teknolojik transfer GOÜ'ler ve gelişmemiş ülkeler için önemli bir avantajdır. Bunun yanı sıra ÇUŞ'ların teknolojik transfer ile hem maliyetleri genel anlamda azaltabilecek hem de yapılan yatırımın türüne göre birçok avantaj elde edecektir. (Üretim miktarının artırılması, daha teknolojik hizmet sunulması vb. gibi)

Yabancı yatırımlar, gelişmiş teknolojik altyapıyı ve yönetim bilgisini de beraberinde getirir. Bu özelliğinden dolayı DYY, gelişmiş ülkelerden GOÜ'lere ve/veya gelişmemiş ülkelere gelişmiş teknoloji transferinin yollarını açmaktadır. Ev sahibi ülkeler, ülkelere gelen DYY'lerden kendi ülke sınırları içerisinde araştırma ve geliştirme projelerinde bulunmalarını ve yerli personelin bu doğrultuda daha nitelikli hale getirilmesini beklerler (Seydioğlu, 2007: 729).

#### **1.2.4.5. Uluslararası Ticaret Üzerine Etkileri**

DYY, uluslararası ticaretin hem hacimsel olarak hem de miktar olarak artmasına katkı sağlamakta ve buradan hareketle yatırım yapılan hedef ülke ekonomisini pozitif yönde etkilemektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının ÇUŞ'lar tarafından gerçekleştirildiği ve bu şirketlerin ortak oldukları şirketleri ve şubelerini organize ettikleri bu sebeple pek çok ülkede aynı sektörde faaliyette buldukları düşünülürse, sadece ÇUŞ'ların gerçekleştirdiği ticaretin hacminin, küresel ticaretin büyük bir bölümünü oluşturduğu anlaşılır (Erdoğan, 2016: 188).

DYY'leri etkileyen yukarıdaki unsurlar genel hatlarıyla incelendiğinde görülecektir ki, DYY'ler uluslararası ticaret hacminde bir artışa sebep olacaklardır. Çünkü yeni yatırımlar, yeni istihdam, ekonomik büyüme ve gayri safi yurt milli hasılda

bir artış ve bu döngünün devamında da uluslararası ticaret hacminde de doğrudan bir artışın meydana gelmesi beklenen bir durumdur. Sonuç itibarıyla DYY'lerin, uluslararası ticaret hacmini artırdığı ve büyüme açısından olumlu katkı sağladığını söylemek yerinde olacaktır.

#### **1.2.4.6. Rekabet Üzerine Etkileri**

DYY, rekabet ortamının düşük olduğu ve/veya hiç olmadığı pazarlara yöneldiklerinde, hedef ülke piyasasındaki yerel şirketler varlıklarını devam ettirebilmek için yeni yatırımlar yaparak rekabet içerisine gireceklerdir. Buradan hareketle DYY, hedef ülkede rekabet piyasasını iyileştirir ve yatırımları teşvik eder yorumu yapılabilir. Böylece yerel firmaların daha rekabetçi olmaları ve küresel piyasalarda rekabet edebilecek potansiyele ulaşmalarına olanak sağlanmış olur. Rekabetin artması sadece şirketleri rekabetçi yapmaz aynı zamanda üretilen ürünlerin daha nitelikli hale gelmesi, daha düşük ücretli ürünler üretilmesi gibi tüketici açısından olumlu yanları da vardır. Bu yüzden DYY'ler, hedef ülkede rekabet piyasasından, ürünlerin iyileştirilmesine kadar birçok alanda olumlu etkisi vardır (Felek, 2016: 46).

Serbestleşen yabancı sermaye yatırımı politikalarının ulusal mal ve hizmet piyasalarındaki rekabete katkıda bulunması beklenir. Çünkü bu durumda, yabancı şirketler daha serbest hareket olanağına kavuşacaktır. Bu takdirde de ÇUŞ yatırıma ev sahipliği yapan ülke piyasalarını etkileyerek uygun şartlar altında rekabeti güçlendirebilmektedir (Erdoğan, 2016: 190).

#### **1.2.5. BRICS-T Ülkelerine Yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

Araştırmaya konu olan ülkelerinin 2000-2018 yılları arasında DYY verileri Dünya Bankası resmî sitesinden ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)) alınmış olup, aşağıdaki Tablo 1.1'de bu veriler sunulmuştur. Aşağıdaki tabloda sunulan verilerde nokta ile belirtilen tutarlar milyar dolar olarak, virgül ile belirtilen tutarlar ise milyon dolar olarak ifade edilmektedir.

**Tablo 1.1:** BRICS-T Ülkeleri Doğrudan Yabancı Yatırımlar

YIL	BREZİLYA (USD)	RUSYA (USD)	HİNDİSTAN (USD)	ÇİN (USD)	G. AFRIKA (USD)	TÜRKİYE (USD)
2000	32.995	2.678	3.584	42.095	968,831	982,000
2001	23.226	2.847	5.128	47.053	7.270	3.352
2002	16.587	3.474	5.209	53.074	1.480	1.082
2003	10.123	7.929	3.682	57.901	783,136	1.702
2004	18.181	15.403	5.429	68.117	701,422	2.785
2005	15.460	15.508	7.269	104.109	6.522	10.031
2006	19.378	37.595	20.029	124.082	623,291	20.185
2007	44.579	55.874	25.228	156.249	6.587	22.047
2008	50.716	74.783	43.406	171.535	9.885	19.851
2009	31.481	36.583	35.381	131.057	7.624	8.585
2010	82.390	43.168	27.397	243.703	3.693	9.099
2011	102.427	55.084	36.449	280.072	4.139	16.182
2012	92.568	50.588	23.996	241.214	4.626	13.744
2013	75.211	69.219	28.153	290.928	8.233	13.563
2014	87.714	22.031	34.577	268.097	5.792	13.337
2015	60.334	6.853	44.009	242.489	1.521	19.274
2016	73.378	32.539	44.459	174.750	2.215	13.950
2017	70.258	28.557	39.966	166.084	2.060	11.546
2018	88.324	8.785	42.117	203.492	5.468	13.044

**Kaynak:** www.worldbank.org, 2020

#### 1.2.5.1. Brezilya

Brezilya için DYY tutarlarına bakıldığında, tarihinin en fazla yatırımı 102.427 milyar dolar olarak 2011 yılında, en az yatırımın ise 10.123 milyar dolar ile 2003 yılında yapıldığı görülmektedir.

#### 1.2.5.2. Rusya

Rusya için DYY verilerine bakıldığında, en fazla yatırım 74.783 milyar dolar ile 2008 yılında, en az DYY'nin ise 2.678 milyar dolar ile 2000 yılında yapıldığı görülmektedir.

#### 1.2.5.3. Hindistan

Gelişmekte olan ülkeler arasında son dönemde hızlı büyümesi ile dikkat çeken Hindistan için DYY verileri incelendiğinde, en fazla yatırım 44.459 milyar dolar ile 2016 yılında yapıldığı görülmektedir. En az DYY'nin ise 3.584 milyar dolar ile 2000 yılında yapıldığı görülmektedir.

#### 1.2.5.4. Çin

BRICS-T ülkeler içerisinde 2000 – 2018 döneminde en fazla DYY çeken ülkenin Çin olduğu görülmektedir. Çin en fazla yatırımı 290.928 milyar dolar ile 2013 yılında, en az yatırımı ise 42.095 milyar dolar ile 2000 yılında çekmiştir. Tabloda Çin ile ilgili dikkat çekici bir diğer durumda şudur ki; Çin ülkesinin en az yatırım tutarı olan 42.095 milyar dolar (2000 yılı), Türkiye ve Güney Afrika'nın en çok yatırım tutarlarının toplamı olan 31.932 milyar dolardan fazladır.

#### 1.2.5.5. Güney Afrika

BRICS-T ülkeleri içerisinde DYY çekme konusunda en başarısız ülke Güney Afrika'dır. Güney Afrika için veriler incelendiğinde en fazla yatırım 9.885 milyar dolar ile 2008 yılında çekilmiştir. En az yatırımı ise 623,291 milyon dolar ile 2006 yılında çekmiştir.

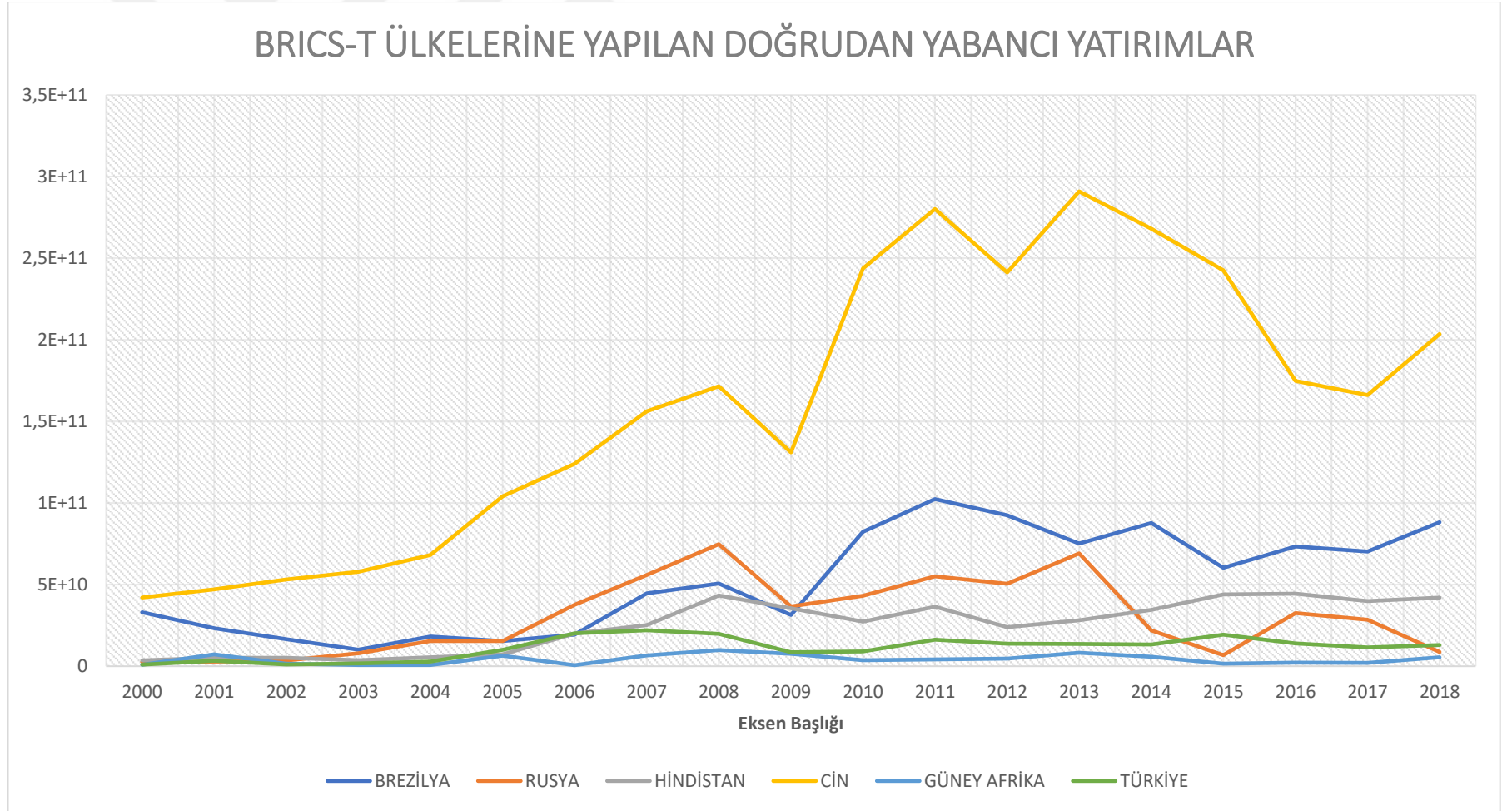
#### 1.2.5.6. Türkiye

Ülkemiz Türkiye için verilere bakıldığında ise BRICS ülkeleri içerisinde ortalama bir seyir izlediğini söylemek yerinde olacaktır. Ülkemiz en fazla DYY'yi 22.047 milyar dolar ile 2007 yılında çekerken, en az DYY'yi ise 982,000 milyon dolar ile 2000 yılında çekmiştir.

BRICS-T ülkelerine yapılan DYY'ler yukarıda da görülebileceği üzere yıllar itibariyle dalgalanmalar göstermektedir. Ülkelerin kendi dinamiklerine bağlı olarak yabancı yatırım çekebilecekleri göz önüne alındığında, Çin ve Güney Afrika ülkeleri arasında yıllar itibariyle büyük dalgalanmaların olması ve toplam yatırım tutarında büyük farkların olması kaçınılmaz olacaktır. Yukarıdaki Tablo 1'de verilen BRICS-T ülkelerine yapılan DYY değerlerinin daha anlaşılır olması adına, aşağıdaki Şekil 1'de bu veriler grafik olarak sunulmaktadır. Grafikte de görülebileceği üzere, Çin ülkesinin diğer ülkelere göre pozitif yönde açık ara ayrıştığını, Güney Afrika ve Türkiye'nin ise stabil bir seyir izlediğini söylemek yerinde olacaktır.



Şekil 1.1: BRICS-T Ülkeleri Doğrudan Yabancı Yatırımlar



Kaynak: www.worldbank.org, 2020

### 1.3. PORTFÖY YABANCI YATIRIMLARI

Portföy yabancı yatırımlar, küreselleşen dünya ile birlikte sermaye hareketlerinin eskiye nazaran çok daha hızlı gerçekleşmesi neticesinde büyük önem kazanmıştır. Ülkelere yapılan portföy yatırımlar (PY), ülke pay piyasası değerini doğrudan etkilediğinden dolayı, ülkeler tarafından en az DYY kadar önem teşkil etmektedir. Yabancı yatırımcıların değerlendirme kriterlerinden olan pay piyasası değeri, bu açıdan önem teşkil etmektedir.

Portföy yabancı yatırımlar, politik risk, döviz kuru riski ve bilgi riski gibi riskleri üstelenen yabancı yatırımcılar tarafından, yabancı sermaye piyasalarında hisse, devlet tahvili ve bono gibi enstrümanlara yapılan yatırımlardır (Türksever, 2001: 45). Tanımdan da anlaşılacağı üzere PY'ler, yabancı yatırımcıların hedef ülkenin para ve sermaye piyasasına yaptığı yatırımlardır. DYY'lerden bu haliyle ayrılan PY'ler, literatürdeki bazı çalışmalarda sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Bu haliyle PY'lerde risk unsuru daha belirleyici olmaktadır. Sırasıyla portföy yabancı yatırımların sınıflandırılması, yatırımları etkileyen faktörler, yatırımların olumlu – olumsuz etkileri ve BRICS-T ülkelerine yapılan portföy yatırımları aşağıda açıklanmaktadır.

#### 1.3.1. Yabancı Yatırımcılar İçin Riskin Sınıflandırılması

Yukarıda da belirtildiği gibi risk unsuru PY'ler için büyük önem teşkil etmektedir. Genellikle kısa vadeli olarak ülkeye gelen PY'ler, ülkelerdeki kaldıkları süre boyunca en çok kısa vadeli risk dalgasından etkilenmektedir. Literatürde yapılan birçok çalışmada PY'ler için risk 3 şekilde sınıflandırılmıştır. Bunlar; küresel risk, ülke riski ve mikroekonomik risktir. Bununla beraber literatürde sistematik ve sistematik olmayan risklerinde ayrımı da mevcuttur. Sistematik riskler, bütün ekonomik konjonktürü ilgilendiren ve firmaların müdahale edemediği risklerdir. Sistematik olmayan riskler ise, her işletmenin kendi özelinde karşı karşıya kaldıkları, şirket yönetimi sonucunda karşılaştıkları risklerdir. Şirket özelinde bir risk olmasından dolayı sistematik olmayan risklere, müdahale edilebilir ve önceden öngörülebilir (Usta ve Demireli, 2010: 26).

### 1.3.1.1. Küresel Risk

Küresel risk kavramı, isminde de anlaşılacağı üzere küresel olarak bütün dünyayı etkileyen, uluslararası konjonktürde etkili olan riskler olarak tanımlanabilir. Konuyla ilgili yapılan tanımlar aşağıda yer almaktadır.

Küresel risk, maliyet tahminlerinde doğrudan bir etkisi bulunmayan fakat önemli finansal felaketlere sebep olabilecek risk faktörleri olarak ifade edilirler. Küresel risk organizasyonun sınırlarını aştıklarından dolayı böyle adlandırılır fakat büyük bir etkisi vardır (Baloi ve Price, 2001: 264). Aynı zaman diliminde dünya piyasalarını tam anlamıyla etkileyen tüm olaylar küresel risk olarak adlandırılır (Türksever, 2001: 47). Küresel riske örnek olarak ise körfez krizi veya küresel petrol krizi örnek olarak verilebilir. Çünkü bu riskler yukarıdaki tanımlarda da belirtildiği üzere dünyayı küresel çapta etkileyen risklerdir. Bu risklerin meydana gelmesi PY'leri etkilemektedir. Bu etki; yatırımların askıya alınması, mevcut yatırım pozisyonunun azaltılması veya yatırım yapılan ülkeden sermayenin çekilmesi şeklinde karşımıza çıkabilmektedir.

### 1.3.1.2. Ülke Riski

Ülke riski; ülkelerin refah seviyesi, uluslararası rezervi, siyasi ve ekonomik istikrarı ve borçlarını geri ödeyebilme kapasitesi gibi uluslararası sermaye akımlarını etkileyen faktörler ile yakından ilgilidir. Ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasal politikalarından kaynaklanan bütün olası risklerini kapsamaktadır (Emir ve Bank, 2009: 59).

Ülke riski, borçlu bir ülkenin yabancı bir borç veren veya yatırımcı için mali yükümlülüğünü yerine getirmeye istekli veya istekli olmayabileceği riskidir (Gümüş ve Güngör, 2013: 217).

PY'leri etkileyen bir diğer risk, ülke riskidir. Literatürde yapılan çalışmalardan da anlaşılacağı üzere; rasyonel yatırımcı riskten kaçan yatırımcıdır ve maksimum getiri, minimum risk anlayışı ile hareket eder. Mevcut olası risklere ek bir de ülke riskinin eklenmesi, PY'leri olumsuz etkileyebileceği söylenebilir.

### 1.3.1.3. Mikroekonomik Risk

Mikroekonomik risk, şirketlerin finansal risklerini içermektedir. Mikroekonomik riskler hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda sistematik olmayan risklerdir (Türksever, 2001: 48)

Tanımdan da anlaşılacağı üzere bu tür riskler şirketler tarafından kontrol edilebilen ve yönetilebilen risklerdir. Bu risk grubuna örnek vermek gerekirse; şirketlerin risk yönetimi gösterilebilir. Örneğin A borsasında işlem gören B şirketi, şeffaf bir yönetim anlayışına sahip olduğunu varsayalım. Bununla beraber yine B şirketi yöneticileri son derece işinde uzman kişiler olsunlar ve yapılacak yatırıma önem veren ve yatırım fırsatlarını iyi analiz eden bireyler olduğunu düşünelim. Yine aynı şirketin risk yönetimi bölümünün, döviz kuru riski, kredi riski, piyasa riski vb. gibi riskleri iyi analiz edip, önceden bertaraf edebilecek bir ekip olduğunu düşünelim. Tüm bunlara ilaveten şirketteki tüm bölümlerin uyum içinde çalıştığı, yönetim entegrasyonunun gelişmiş olduğunu düşünelim. Bahsedilen bu şirket, kendi içinde tutarlı ve entegre olmuş bir şekilde çalışıyor olması ve alanında uzman kişiler tarafından yönetiliyor olmasında dolayı, yukarıda bahsedilen varsayımları taşımayan herhangi bir şirkete göre mikroekonomik riskleri daha yönetebilir bir şirket olduğu söylenebilir. Bu haliyle, PY'ler için önem teşkil eden mikroekonomik riskler, minimum düzeye çekilmiş olacaktır.

### 1.3.2. Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

DYY'lerde olduğu gibi PY'lerde sınır ötesi bir ülkeye giderken birtakım ölçütlere göre hedef ülkeyi belirlemektedir. Genel anlamıyla değerlendirilecek olursa, aslında DYY'leri etkileyen her risk faktörü, PY'leri de etkiler demek yerinde olacaktır. Örnek vermek gerekirse, ülkelerin faiz oranları, yasal mevzuatları, vb. diğer faktörler nasıl ki DYY dediğimiz uzun vadeli yatırımlarını etkiliyorsa, PY dediğimiz yatırım türünü de etkilemesi beklenebilir. Literatürde PY'leri etkileyen faktörlerin sınıflandırılması genel itibariyle 3'e ayrılmıştır. Bunlar; politik istikrar, yasal ve düzenleyici mevzuatlar ve ekonomi politikalarıdır.

### 1.3.2.1. Politik İstikrar

DYY'leri de etkileyen politik istikrar, PY'leri de etkilemesi kaçınılmazdır. Örnek verecek olursak; her iki yılda bir seçim yapan, komşu ülkelerle iyi geçinemeyen, kendi içerisinde sürekli darbe girişiminde bulunulan veya tek başına iktidar olamayan iki farklı görüşü olup koalisyonla yönetilen ülkelerde siyasi istikrardan söz edilemez. Bu tür ülkelere yabancı yatırımcı yatırım yapmayacağı gibi varsa yatırımı onu da çekmek isteyecektir.

Konuyla ilgili literatürde yapılan çalışmalara bakacak olursak, Kaya ve Aksoy (2020) çalışmalarında portföy yatırımlarını en çok etkileyen değişkenlerin sırasıyla; ifade özgürlüğü, hesap verilebilirlik ve hükümet etkinliği olduğunu tespit etmişlerdir. Literatürde yer alan bir diğer çalışmada ise Kanlı ve Aydoğmuş (2017) tarafından kaleme alınan çalışmadır. Çalışma sonucunda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve siyasi istikrarın, yabancı yatırımcı için önemli olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.

### 1.3.2.2. Yasal ve Düzenleyici Mevzuatlar

Yasal ve düzenleyici mevzuatlar ülke sınırları içerisinde herkes için geçerli olduğundan dolayı, yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcı da ülkenin mevzuatlarına tabi olacaktır. Pay piyasasına olası bir vergi konulması veya yabancı yatırımlarda ülkeye gelen yatırımın tamamının değil de her yıl belirli bir oranının ülke sınırlarını dışına çıkmasına müsaade edildiği bir mevzuattan yatırım kararları olumsuz etkilenecektir. Bunun yanı sıra olası bir sınırlamanın yer almadığı, yatırımcıyı zorda bırakan bir mevzuatın olmadığı, pay piyasalarının mevzuatla desteklendiği ülkelerde PY'ler olumlu etkileyecektir.

### 1.3.2.3. Ekonomi Politikaları

Her ülkenin sosyal, kültürel, ekonomik ve toplumsal yapısı farklı olduğu için uygulanan ekonomi politikaları da ülkeye göre farklılık gösterecektir. Bu doğrultuda yönetsel olarak başarılı politikalar ortaya koyup, ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda bu politikaları uygulanan ülkelerde ekonomi politikasının verimli çalıştığını söylemek yerinde olacaktır. Bunun bir göstergesi olarak ülkenin enflasyon oranı, faiz oranı, bütçe dengesi, dış ticaret açığı ve döviz kurları gibi makroekonomik göstergeler, uygulanan ekonomi

politikasının verimli olup olmadığı konusunda yatırımcılara gösterge niteliğinde olacaktır. Buradan hareketle, DYY'leri etkileyen ekonomik göstergelerin, PY'leri de etkilediği söylenebilir.

Nitekim literatürde yapılan ampirik çalışmalar, bu durumu destekler niteliktedir. Tripathi vd. (2015) yaptıkları çalışmada 1997:7 – 2011:12 dönemi Hindistan ülkesi için yabancı yatırımlar ile makroekonomik faktörler (Döviz kuru, enflasyon, pazar büyüklüğü, faiz oranı, ticaret açığı ve karlılık) arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda ise döviz kuru hariç diğer tüm makroekonomik değişkenlerin, yabancı yatırımları etkilediği sonucuna ulaşılmış ve yabancı yatırımların istikrarlı makroekonomik ortama odaklandığı tespit edilmiştir.

### **1.3.3. Portföy Yatırımlarının Olumlu – Olumsuz Etkileri**

Literatürde 'sıcak para' olarak da geçen PY'ler, ülkelere hem olumlu hem de olumsuz etkileri olabilmektedir. Aşağıda sırasıyla PY'lerin olumlu ve olumsuz yönlerine değinilmiştir.

Literatürde yer alan olası olumlu etkilere bakarsak; Duasa ve Kassim (2009) yapmış oldukları çalışmada 1991 – 2006 dönemi Malezya ekonomik büyümesi ile PY'ler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucundan ekonomik büyümenin PY'leri çektiğini ve bununla pay piyasası gelişimine katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Ekonomik büyüme ile PY arasındaki ilişkiyi inceleyen bir diğer çalışma Örnek (2008) çalışmasıdır. Çalışma sonucunda PY'lerin ekonomik büyümeye pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Konuyla ilgili yapılan bir diğer çalışma olan Barışık ve Şarkgüneşi (2009) kaleme aldıkları çalışmadır. Çalışma sonucunda, PY'lerin bankaların özkaynaklarını pozitif yönde etkilediği ve bununla birlikte menkul değer yatırımlarını olumlu etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçlara ek olarak, ülkelere gelen PY'ler, ülke pay piyasalarını hacimsel olarak geliştirdiği ve katkıda bulunduğu, şirket yatırım kararlarını arttırdığı ve buna bağlı olarak şirket performanslarında bir iyileşme görüldüğü, kaynak ihtiyacı olan devlet ya da şirketlere uygun maliyetlerde kaynak temin edilebileceği gibi olumlu etkilerden söz edilebilir.

PY'lerin olumsuz yanlarına bakarsak ilk akla gelen olumsuz etken, piyasalardaki finansal bulaşıcı etkidir. Finansal bulaşma genel anlamıyla, finansal

sıkıntının bir varlık piyasasından, ülkeden veya coğrafi bölgeden diğerine sirayet etmesi olarak açıklanabilir (Budak, 2017: 452). Tanımdan da anlaşılacağı üzere, finansal bulaşma aslında sıkıntılı bir durumun (satış baskısı), diğer ülkelere ve/veya bölgelere yayılması olarak açıklanabilir. Bu çerçeveden bakacak olursak, pay piyasalarına gelen yüksek miktarda portföy yabancı yatırımların ani çıkışları, gelişmemiş pay piyasalarında kriz etkisi yaratarak, finansal piyasaların olumsuz etkilemesine sebep olabilmektedir. Bu duruma 1987 borsa krizi, 1994 Meksika krizi, 1998 Rusya krizi ve 2001 Türkiye krizi örnek olarak gösterilebilir. Bu krizlerde ülkelerin kendi içsel dinamiklerinden kaynaklanan sebepler olmakla birlikte, küresel piyasalardaki bozulmalar ve dış dengelerdeki değişmelerden kaynaklanan nedenlerin de krizi tetiklediği birçok çalışmada savunulmuştur. PY'lerin bir diğer olumsuz yanı, spekülasyon işlemleri nedeniyle hisse özelinde ani dalgalanmalara neden olup, volatilitiyi (oyunluk) arttırmasıdır. Yine aynı şekilde PY'lerin ani çıkışları, şirketleri hem finansal piyasalarda zor durumda bırakmakta hem de şirketin ihtiyacı olan finansmana ulaşmasını daha maliyetli kılmaktadır.

Portföy yatırımları ile ilgili yapılan literatür çalışmalarına, bu tezin üçüncü bölümü olan 'literatür taraması' başlığı altında detaylı bir şekilde yer verilmiştir.

#### **1.3.4. BRICS-T Ülkelerine Yapılan Portföy Yatırımlar**

Araştırmaya konu olan ülkelerin 2000 -2018 yılları arasında PY verileri Dünya Bankası resmi sitesinden ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)) alınmış olup, aşağıdaki Tablo 1.2'de bu veriler sunulmuştur. Nokta ile belirtilen tutarlar milyar dolar olarak, virgül ile belirtilen tutarlar ise milyon dolar olarak ifade edilmektedir.

**Tablo 1.2:** BRICS-T Ülkeleri Portföy Yatırımları

YIL	BREZİLYA (USD)	RUSYA (USD)	HİNDİSTAN (USD)	ÇİN (USD)	G. AFRIKA (USD)	TÜRKİYE (USD)
2000	-6.955	12.471	-2.345	3.991	1.864	-1.022
2001	-76,994	696,440	-2.853	19.405	8.302	4.515
2002	5.119	-2.96	-1.022	10.342	417,224	593,000
2003	-5.308	4.509	-8.216	-11.437	-723,417	-2.465
2004	4.750	-608,750	-9.037	-19.744	-6.359	-8.023
2005	-4.885	11.443	-12.144	4.71	-4.807	-13.457
2006	-9.573	-16.486	-9.546	68.417	-19.627	-7.415
2007	-48.390	-4.857	-33.016	-16.443	-10.242	-833,000
2008	-1.133	35.691	15.075	-34.852	14.303	5.014
2009	-50.283	1.882	-17.757	-27.087	-11.622	-227,000
2010	-66.913	1.495	-36.875	-24.038	-9.773	-16.083
2011	-41.248	15.277	-2.665	-19.639	-7.725	-22.204
2012	-15.826	-17.031	-29.285	-47.779	-13.520	-41.029
2013	-32.282	11.011	-6.858	-52.891	-11.014	-24.020
2014	-41.416	39.943	-37.74	-82.429	-13.578	-20.216
2015	-17.839	26.423	-9.487	66.47	-10.281	15.458
2016	20.033	-2.361	4.725	52.271	-16.373	-6.339
2017	17.724	-7.983	-30.638	-29.498	-16.447	-24.476
2018	6.861	7.593	9.598	-106.698	-3.406	3.115

**Kaynak:** www.worldbank.org, 2020.

#### 1.3.4.1. Brezilya

2000 – 2018 dönemleri arası Brezilya ülkesi için PY tutarları incelendiğinde, en fazla portföy yatırımı 20.033 milyar dolar ile 2016 yılında çekilirken, en az PY ise -76.994 milyar dolar ile 2001 yılında gerçekleşmiştir. Brezilyanın özellikle son 3 yılda (2016-2017 ve 2018) pozitif yönde PY çektiği görülmektedir.

#### 1.3.4.2. Rusya

Rusya için yukarıdaki tablo incelendiğinde ise; en fazla PY 39.943 milyar dolar ile 2014 yılında çekilirken, en az PY ise -17.031 milyar dolar ile 2012 yılında gerçekleşmiştir. Yıllar itibariyle Rusya'ya yapılan PY'ler incelendiğinde, yatırımların dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

#### 1.3.4.3. Hindistan

BRICS ülkeleri içerisinde bir diğer üye ülke olan Hindistan için verilere bakıldığında; Hindistan'a en fazla PY 15.075 milyar dolar ile 2008 yılında çekerken, en az PY ise -36.875 milyar dolar ile 2010 yılında gerçekleşmiştir.



#### 1.3.4.4. Çin

BRICS-T ülkeleri içerisinde açık ara en fazla DYY çeken Çin için 2000–2018 dönemi PY'lere bakacak olursak; Çin en fazla portföy yatırımını 68.417 milyar dolar ile 2006 yılında çekmeyi başarırken, en az PY'yi ise -106.698 milyar dolar ile 2018 yılında meydana gelmiştir. Çin diğer ülkelerle karşılaştırıldığında PY konusunda, volatilitesi en yüksek olan ülke konumundadır. Aşağıdaki Şekil 1.2 bu durumu destekler niteliktedir.

#### 1.3.4.5. Güney Afrika

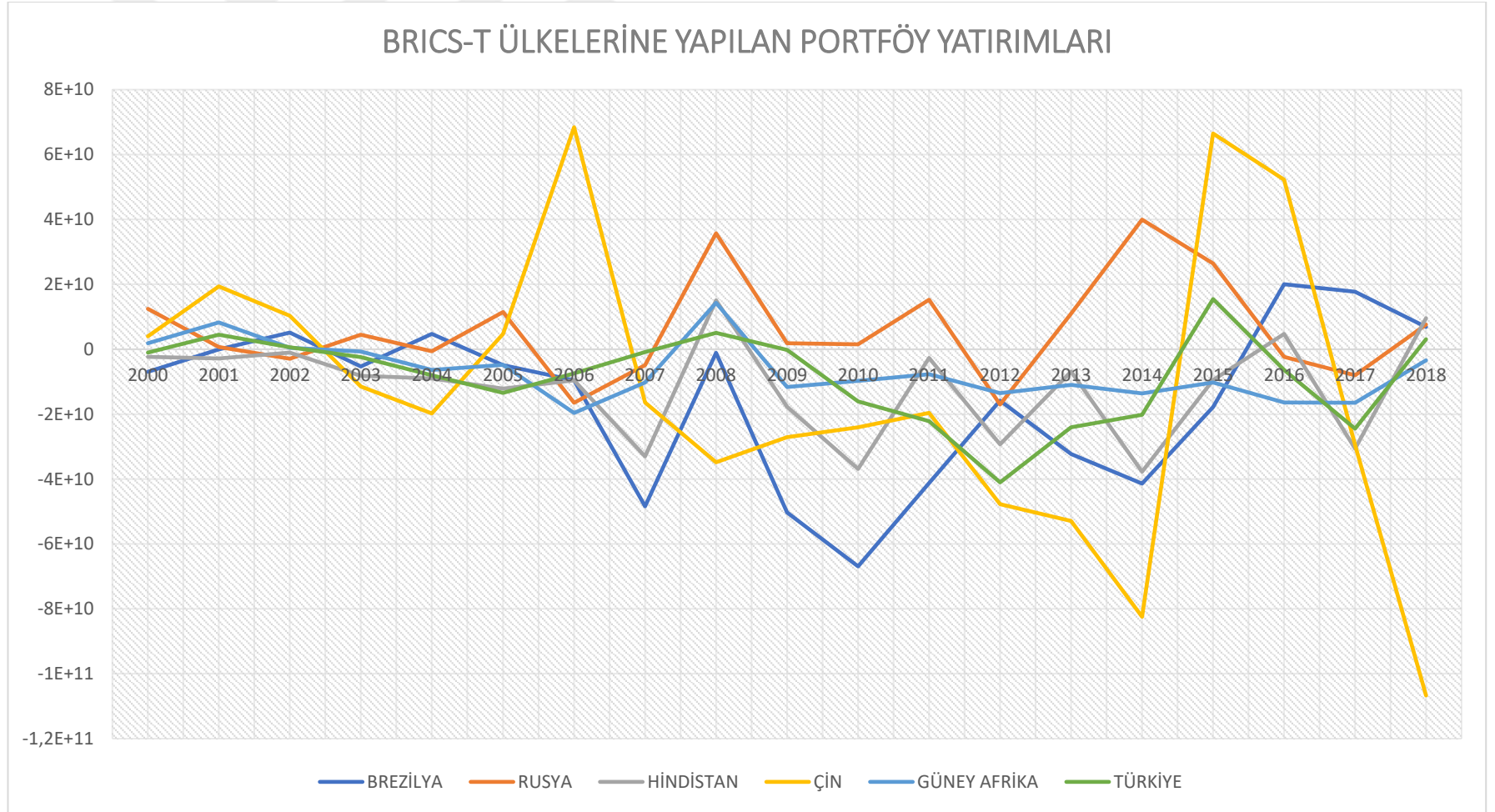
BRICS-T ülkeleri arasında en az DYY çekebilen Güney Afrika, PY konusunda da ele alınan ülkeler arasında en az PY çekebilen ülke konumundadır. Bu durumun olumlu yanı volatilitesi yani oynaklığın fazla olmaması, olumsuz yanı ise ülkeye döviz girişinin kısıtlı olmasıdır. Güney Afrika ülkesi için yapılan PY tutarları incelendiğinde, en fazla PY, 14.303 milyar dolar ile 2008 yılında çekerken (en fazla doğrudan yabancı yatırım da aynı sene çekilmiştir), en az PY ise -19.627 milyar dolar ile 2006 yılında gerçekleşmiştir.

#### 1.3.4.6. Türkiye

2000–2018 dönemi arası PY girişleri açısından ülkemizin durumuna bakacak olursak; Türkiye en fazla PY'yi 15.458 milyar dolar ile 2015 yılında çekerken, en az PY'yi ise -41.029 milyar dolar ile 2012 yılında gerçekleştirmiştir.

BRICS-T ülkelerine yapılan PY tutarları, yukarıda da görülebileceği üzere yıllar itibariyle hemen hemen her ülkede dalgalanmalar göstermektedir. Özellikle 2008 küresel krizden sonraki dönemde yatırımcılar tedirgin olup, dalgalanmaların başladığı dikkat çekmektedir. Bununla birlikte 2011-2012 döneminden itibaren PY tutarlarında dalgalanmalar artarak devam etmektedir. Yukarıdaki Tablo 2'de verilen BRICS-T ülkelerine yapılan PY değerlerinin daha anlaşılır olması adına, aşağıdaki Şekil 1.2'de bu veriler grafik olarak sunulmaktadır. Grafikte de görülebileceği üzere; 2008 küresel kriz döneminden itibaren BRICS-T ülkelerine yapılan PY'ler genel itibariyle negatif bir seyir izlemektedir. Bununla birlikte grafikten elde edilen bir diğer sonuç ise Çin ve Brezilya hariç diğer ülkelerde PY'lerin 2018 yılı itibariyle tekrar toparlanma eğiliminde olduğudur.

Şekil 1.2: BRICS-T Ülkeleri Portföy Yatırımları



Kaynak: www.worldbank.org, 2020.



**İKİNCİ BÖLÜM**  
**FİNANSAL PİYASALAR TANIMI, TÜRLERİ VE ÖZELLİKLERİ**

## 2.1. FİNANSAL PİYASALARIN TANIMI

Finansal piyasalar, tasarruf açığı olan ekonomik birimlerle tasarruf fazlalığı olan ekonomik birimlerin karşı karşıya geldiği ve finansal alım-satım işleminin yapıldığı piyasalardır (Aydın, 2004: 3).

Tanımdan da anlaşılacağı üzere ve literatürde de genel olarak ifade edildiği gibi; fon fazlası olanlar ile fon ihtiyacı olanların karşılaştıkları piyasalara finansal piyasalar denir. Her iki tarafında ihtiyaçlarını karşılayan finansal piyasalar, düzgün ve eksiksiz işlevlerini yerine getirebilmesi için fon arz edenler ve fon talep edenler dışında bazı temel unsurlara da sahiptir. Finansal piyasaların beş temel unsuru olup, bunlar aşağıda gösterilmektedir (A.g.e.: 3);

- Fon arz edenler (tasarruf sahipleri)
- Fon talep edenler (yatırımcılar – tüketiciler)
- Yatırım ve finansman araçları
- Yardımcı kuruluşlar
- Hukuki ve idari düzen.

Finansal piyasaların düzgün çalışması ve işlevini eksiksiz yerine getirmesi sadece tasarruf fazlası olanlar ile tasarruf açığı olanların bir araya gelmesiyle mümkün değildir. Öncelikle bu fon arzını ve fon talebini bir araya gelmesini sağlayan, belirli kuralları olan aracı kuruluşlara ihtiyaç vardır. Bu kuruluşlar tarafından fon arz ve fon talep eden gerçek ve tüzel kişiler arasında ihtiyaç duyulan fon akımını sağlayan yatırım ve finansman araçlarına gereksinim duyulmaktadır. Son olarak ise tüm bu sürecin hukuki bakımdan denetlenebilmesi için kurallara ve ilkelere yer verilmektedir. Konunun anlaşılır olması adına bir örnek vermek gerekirse, fon fazlası olan A kişisi (fon arz eden) fazla olan parasını bir bankaya yatırdığını (aracı kuruluş) düşünelim. Yine aynı bankaya kredi için başvuruda bulunan bir de B kişisi (fon talep eden) olsun. Banka kendi içerisindeki değerlendirme kriterleri ve şartları neticesinde kasasında bulunan fon fazlasını fon talep eden B kişisine nakit olarak (yatırım ve finansman aracı) vermeyi kabul etmesi durumunda, yardımcı kuruluş aracılığıyla iki tarafında ihtiyacı giderilmiş olacaktır. Yukarıda da bahsedildiği gibi tüm bu sürecin hukuki olarak ödeme şekli, vade sayısı vb. gibi denetlenebilir kuralları ve ilkeleri vardır. Anlatılan tüm bu süreç aslında finansal

piyasaların sağlıklı bir ekonomi için ne kadar önemli bir işlevlerinin olduğunu göstermektedir.

Ekonomik sistemin aksamadan devam etmesinde ve finansal çarkların sorunsuz dönmesinde önemli bir rol üstlenen finansal piyasalar, birden fazla gruba ayrılmakta ve ayrılan bu gruplar kendi içerisinde belirli şartları ve kuralları taşımaktadır. Finansal piyasalar kendi içerisinde; fonların arz ve talep süresine göre finansal piyasalar, piyasaların örgütlenme biçimine göre finansal piyasalar, piyasada işlem gören finansal varlığın işlem durumuna göre finansal piyasalar ve ödemelerin peşin yada vadeli yapılmasına göre piyasalar olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır.

## **2.2. FİNANSAL PİYASALARIN TÜRLERİ**

Yukarıda da bahsedildiği gibi finansal piyasalar 4 gruba ayrılmaktadır. Aşağıda bu piyasaların genel hatlarıyla tanımlarına ve özelliklerine yer verilmektedir.

### **2.2.1. Fonların Arz ve Talep Süresine Göre Finansal Piyasalar**

Arz ve talep sürelerine göre finansal piyasalar; para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere 2'ye ayrılmaktadır. Bu piyasalarla ilgili detaylı bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

#### **2.2.1.1. Para Piyasası**

Kısa vadeli likidite ihtiyacı olan kurumlarla, likidite fazlası olan kurumların karşılaştığı piyasadır. Bu piyasalarda alım satıma konu olan finansal varlıklar kısa vadeli (bir yıldan az vadeli) olup, çok az riski olan veya finansal risk taşımayan, devlet kurumları ile özel sektör kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir. Başlıca para piyasası araçları şunlardır; hazine bonosu, repo, varlığa dayalı menkul kıymet, mevduat sertifikası, finansman bonosu ve eurodollar (Güleryüz, 2005: 5-6).

#### **2.2.1.2. Sermaye Piyasası**

Sermaye piyasası, tasarruf fazlası olanlar ile tasarruf açığı olanların karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasalar, para piyasalarının aksine uzun vadeli (bir yıldan fazla)

piyasalar olup, tahvil, hisse senedi, döviz gibi her türlü menkul kıymetin alım ve satımını içerir (A.g.e.: 6).

Para ve sermaye piyasaları arasındaki en önemli fark vadeleridir. Para piyasasında vade 1 yıldan kısa iken, sermaye piyasasında vade 1 yıldan daha uzundur. Vadelerin kısa veya uzun olmasında belirtilen kıstan (1 yıl) ülkeden ülkeye göre değişmektedir. Örneğin, Türkiye’de genel olarak 1 yıldan az veya 1 yıla kadar vadeli işlemler kısa vadeli olarak ifade edilmekte, 1 yıldan uzun vadeli işlemler uzun vadeli olarak ifade edilmekte iken, küresel piyasalarda 6 aydan az vadeli işlemler kısa vadeli, 6 ay ile 12 ay arası orta vadeli, 12 aydan fazla vadeli işlemler ise uzun vadeli olarak ifade edilmektedir.

### **2.2.2. Piyasaların Örgütlenme Biçimine Göre Finansal Piyasalar**

Literatürde birçok kaynakta sermaye piyasasının alt dalı olarak gösterilen örgütlenme biçimine göre finansal piyasalar, örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar olmak üzere 2’ye ayrılmaktadırlar.

#### **2.2.2.1. Örgütlenmiş Piyasalar**

Bir diğer adı organize olmuş finansal piyasalar olan örgütlenmiş finansal piyasalar, işlemlerin belirli kurallara göre yapıldığı ve belirli bir işleyiş hiyerarşisinin olduğu piyasalardır. Örgütlenmiş finansal piyasalar bu haliyle yatırımcılara bir takım kolaylıklarda sağlamaktadır. Bunlar; ihtiyaç duyulan bilgilere kolay erişilebilmesi, bilgiye erişimin düşük maliyetli olması, alıcının veya satıcının tek taraflı alacakları yatırım kararından dolayı piyasayı etkileme gücünün olmaması şeklinde sıralanabilir. Buradan hareketle örgütlenmiş piyasalarda fiyatlar daha gerçekçidir ve daha doğru belirlenmiştir. Açık piyasa işlemleri, interbank para piyasaları, döviz piyasası, hisse senedi piyasası ve vadeli piyasa örnek olarak gösterilebilir (Albayrak, 2015: 8).

#### **2.2.2.2. Örgütlenmemiş Piyasalar**

Bir diğer adı organize olmamış finansal piyasalar yada tezgah üstü finansal piyasalar olan örgütlenmemiş finansal piyasalar, işleyişlerinde belirli kuralların olmadığı ve serbest piyasalar olarak da ifade edilen piyasalardır. Örgütlenmemiş finansal piyasalarda, arz-talep mekanizmasına göre fiyatlar belirlenir. Yatırımcılar aracı kurum

aracılığıyla yatırımlarını yaparlar ve genellikle ne yatırımcının ne de aracı kurumun kimliği bilinmez. Bankalar arası piyasalar, serbest altın piyasası ve serbest döviz piyasası örnek olarak gösterilebilir (A.g.e.: 8).

Örgütlenmemiş piyasalarda yazılı kurallar yoktur. Tamamıyla o an arz-talep denge noktasına göre fiyatlar oluşur. Bu piyasalar için kapalıçarşı pazarı örnek verilebilir. Kapalıçarşı'da fiyatlar arz ve talebe göre oluşmakta ve yazılı kuralları bulunmamaktadır.

### **2.2.3. Piyasada İşlem Gören Finansal Varlığın İşlem Durumuna Göre Finansal Piyasalar**

İşlem durumuna göre finansal piyasalar birincil piyasa ve ikincil piyasa olmak üzere 2'ye ayrılmaktadır. Bu piyasalar aşağıda açıklanmıştır.

#### **2.2.3.1. Birincil Piyasa**

Özel yada kamu kurumlarının fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla menkul kıymetlerini ilk defa halka arz ettikleri piyasalar, birincil piyasalardır. Burada aslolan, menkul kıymetin ilk defa ihraç edilecek olmasıdır (Aydın, 2004: 5).

#### **2.2.3.2. İkincil Piyasa**

İkincil piyasa, daha önce halka arz olmuş bir menkul kıymetin tekrar alınıp satıldığı piyasalardır (Güleryüz, 2005: 6). Açıklamadan da anlaşılacağı üzere birincil piyasalar finansal varlıkların ilk defa işlem gördükleri piyasalar olarak adlandırılırken, ikincil piyasalar ise daha önce birincil piyasada işlem görmüş finansal varlıkların tekrar işlem gördüğü piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

Menkul kıymetlerin birincil piyasalarda ilk alıcılarına ihracı, normal hisse senedi almaktan biraz daha fazla finansal bilgi gerektirdiği için birincil piyasalar halk tarafından fazla iyi bilinmez. Bu duruma örnek vermek gerekirse, ihraççı firmanın bir aracı kurumla anlaşıp halka arz yönteminin belirlenmesi, akabinde ilk etapta fiyat talebi toplaması, sonrasında ortalama bir değerden halka arzının gerçekleşmesi gibi bir takım daha fazla finansal bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır.

Menkul kıymetlerin birincil piyasalarda ilk defa satışının gerçekleşmesine yardımcı olan en önemli kurumlardan biri yatırım bankalarıdır. Yatırım bankaları bu işi

söz konusu menkul kıymetlerin satışını taahhüt ederek yaparlar: bunun için, yatırım bankaları şirketlerin menkul kıymetlerine bir fiyat garantisi verirler ve daha sonra bu menkul kıymetleri halka satarlar. New York ve Amerikan hisse senedi borsaları ile NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) gibi daha evvel ihraç edilmiş hisse senetlerinin satışının yapıldığı piyasalar en çok bilinen ikincil piyasalara örnektir (Mishkin, 2007: 26).

#### **2.2.4. Ödemelerin Peşin ya da Vadeli Yapılmasına Göre Piyasalar**

Ödemelerin peşin ya da vadeli yapılmasına göre piyasalar; peşin piyasalar ve vadeli piyasalar olmak üzere 2'ye ayrılmaktadır. Bu piyasalar aşağıda açıklanmaktadır.

##### **2.2.4.1. Peşin Piyasalar**

Spot piyasa olarak da bilinen bu piyasalar, ödemelerin ve teslimatın derhal yapıldığı piyasalar spot piyasalar olarak adlandırılır (Güleryüz, 2005: 7).

##### **2.2.4.2. Vadeli Piyasalar**

Vadeli işlemler, gelecekte belirli bir tarihte, standartlaştırılmış miktarda ve kalitedeki bir malı bugünden belirlenecek bir fiyat üzerinden satın alma veya satma konusunda yapılan anlaşmalardır (Kaya, 2016: 36). İsimlerinde de anlaşılacağı gibi işlemlerin peşin yapıldığı piyasalara peşin/spot piyasalar, belirli bir sözleşme ile işlemlerin ileri bir tarihte bugünden yapıldığı piyasalara ise vadeli/türev piyasalar denilmektedir. Konuyla ilgili örnek vermek gerekirse, peşin/spot piyasalar için Borsa İstanbul, vadeli piyasalar için ise VİOP piyasası örnek gösterilebilir.

Vadeli piyasalar ve spot piyasalar arasındaki ilişki ve etkileşim bir çok araştırmacının ilgisini çekmiştir. Literatürde de bu konuda yoğun bir çalışma olduğu söylenebilir. Literatürde yer alan bir çalışmada şu bulgular elde edilmiştir; vadeli piyasalar ve spot piyasalar arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için yapılan araştırmalarda, vadeli piyasaların spot piyasaları etki ettiği yani vadeli piyasaların spot piyasalara öncülük ettiği tespit edilmiştir. Vadeli piyasaların spot piyasalara öncülük etmesinde, kaldıraç etkisinin olması, maliyetlerin düşük düzeyde olması ve volatiliteden korunma aracı olarak vadeli piyasaların tercih edilmesi gibi etkenlerin etkili olduğu belirtilmektedir (Polat vd., 2019: 86). Bir diğer çalışmada şu bulgular tespit edilmiştir; vadeli piyasaların



spot döviz piyasalarda meydana gelebilecek volatilitede yapısal farklılıklara neden olduğu tespit edilmiştir. Vadeli piyasalardan spot piyasalara bilgi akışının olduğu düşünülürse, piyasaya etki edebilecek bilgilerin, açıklamaların vadeli piyasalarda fiyatlara daha hızlı yansıdığı ve buna bağlı olarakta spot piyasalarda fiyatların oluşmasına öncü olduğu söylenebilir (Baklacı, 2007).

### 2.3. BRICS-T ÜLKELERİNDE PAY PİYASALARI

BRICS-T ülkelerine ait pay piyasası verileri investing.com sitesinden (www.investing.com), ‘Major World Market Index’ endeksinden alınmıştır. Bovespa Index (Brezilya), Moex Russia – Imoex (Rusya), Nifty 50 Index (Hindistan), Shanghai Composite – SSEC (Çin), Jalsh Index (Güney Afrika) ve Bist-100 (Türkiye) endeksi verileri kullanılmıştır. Aşağıdaki Tablo 2.1’de bu endekslerin 2000-2018 dönem aralığında yılın son işlem günü kapanış fiyatları verilmektedir.

**Tablo 2.1:** BRICS-T Ülkeleri Pay Piyasaları Kapanış Değerleri

YIL	ENDEKSLER					
	BOVESPA	MOEX	NIFTY-50	SSEC	JALSH	BİST-100
2000	15248,28	144,39	1263,48	2073,51	8329,79	9434,82
2001	13741,12	237,67	1059,01	1646,33	10669,14	13786,29
2002	11267,72	318,9	1093,53	1365,05	9358,59	10364,2
2003	22236,06	518,77	1879,64	1513,42	10387,84	18625,14
2004	26196,09	552,21	2080,61	1275,34	12675,32	24970,29
2005	33456,85	1010,99	2836,5	1171,47	18171,14	39836,2
2006	44526,81	1693,65	3971,73	2676,55	24986,08	39135,82
2007	63883,59	1907,44	6138,63	5319,88	29632,53	55835,91
2008	37549,89	619,56	2979,95	1835,19	21509,96	26866,04
2009	68589,09	1370,04	5201,08	3277,3	27664,53	52825,16
2010	69304,08	1687,99	6134,61	2808,3	32209,64	66959,51
2011	56750,85	1402,2	4659,92	2199,42	31994,97	52112,62
2012	60954,4	1478,27	5905,21	2269,16	39251,73	78543,76
2013	51506,44	1503,96	6306,98	2116,02	46252,72	68200,49
2014	50959,57	1429,6	8282,93	3234,66	49874,07	85726,84
2015	43348,96	1763,73	7946,13	3571,37	50883,47	73201,36
2016	60229,61	2232,88	8185,96	3103,57	50763,17	78130,01
2017	76400,81	2109,63	10530,66	3307,07	59508,30	114488,4
2018	87898,9	2363,26	10913,00	2494,17	52734,02	91253,88

**Kaynak:** www.investing.com, 2020.

#### 2.3.1. Brezilya

Brezilya ülkesi için ‘Bovespa endeksi’ incelendiğinde, son yıllarda endeksin istikrarlı bir şekilde yükseldiğini ve en yüksek kapanışını 2018 yılında yaklaşık 87898

civarında gerçekleştirdiği görülmektedir. Ele alınan dönem aralığında 2002 yılında ise 11267,72 değeri ile en düşük kapanışını gerçekleştirdiği söylenebilir.

### **2.3.2. Rusya**

Bir diğer gelişmekte olan ülke konumundaki Rusya için ‘Moex endeksi’ incelendiğinde, bu ülke için de en yüksek kapanış fiyatlarına son yıllarda ulaştığını söylemek yerinde olacaktır. Tablo incelendiğinde en yüksek kapanışını 2018 yılında yaklaşık 2363 civarında gerçekleştirirken, en düşük kapanışını ise 144,39 değeri ile 2000 yılında gerçekleştirmiş olduğu görülmektedir.

### **2.3.3. Hindistan**

Artan nüfus ve yüksek büyümeyle son dönemlerde gelişmekte olan ülkeler arasında kendini gösteren Hindistan ülkesi için ‘Nifty-50 endeksi’ incelendiğinde, en yüksek kapanış yılını gerçekleştirdiği 2018 yılında 10913,00 değerine ulaştığı, bununla birlikte 2001 yılında ise 1059,01 değeri ile en düşük kapanış değerini aldığı görülmektedir. Özellikle 2008 krizinden sonra endeksin ciddi bir artışla, yukarı yönlü alıcı ağırlıklı bir seyir izlediği tabloda ulaşılan bir diğer sonuçtur.

### **2.3.4. Çin**

Araştırmaya konu olan ülkeler içerisinde ekonomik yoğunluğu en yüksek düzeyde, dolayısıyla büyümesi de en fazla olan Çin için ‘SSEC endeks’ verileri incelendiğinde, genel olarak endeksin yıllar itibariyle artarak devam ettiği görülmektedir. Fakat son yılda (2018) yaklaşık %24’lük bir düşüş olduğu görülmektedir. Bu durumun ABD’nin uygulamaya koyduğu ilave vergilerin, şirketlerin karlarını etkileyeceği, dolayısıyla yatırımcı için satış ağırlıklı bir seyir izlendiği söylenebilir. Endeks için en yüksek kapanış değerinin yaklaşık 5319 değeri ile 2007 yılında gerçekleştiği görülürken, en düşük kapanış değerinin ise yaklaşık 1171 değeri ile 2005 yılında gerçekleştiği görülmektedir.

### 2.3.5. Güney Afrika

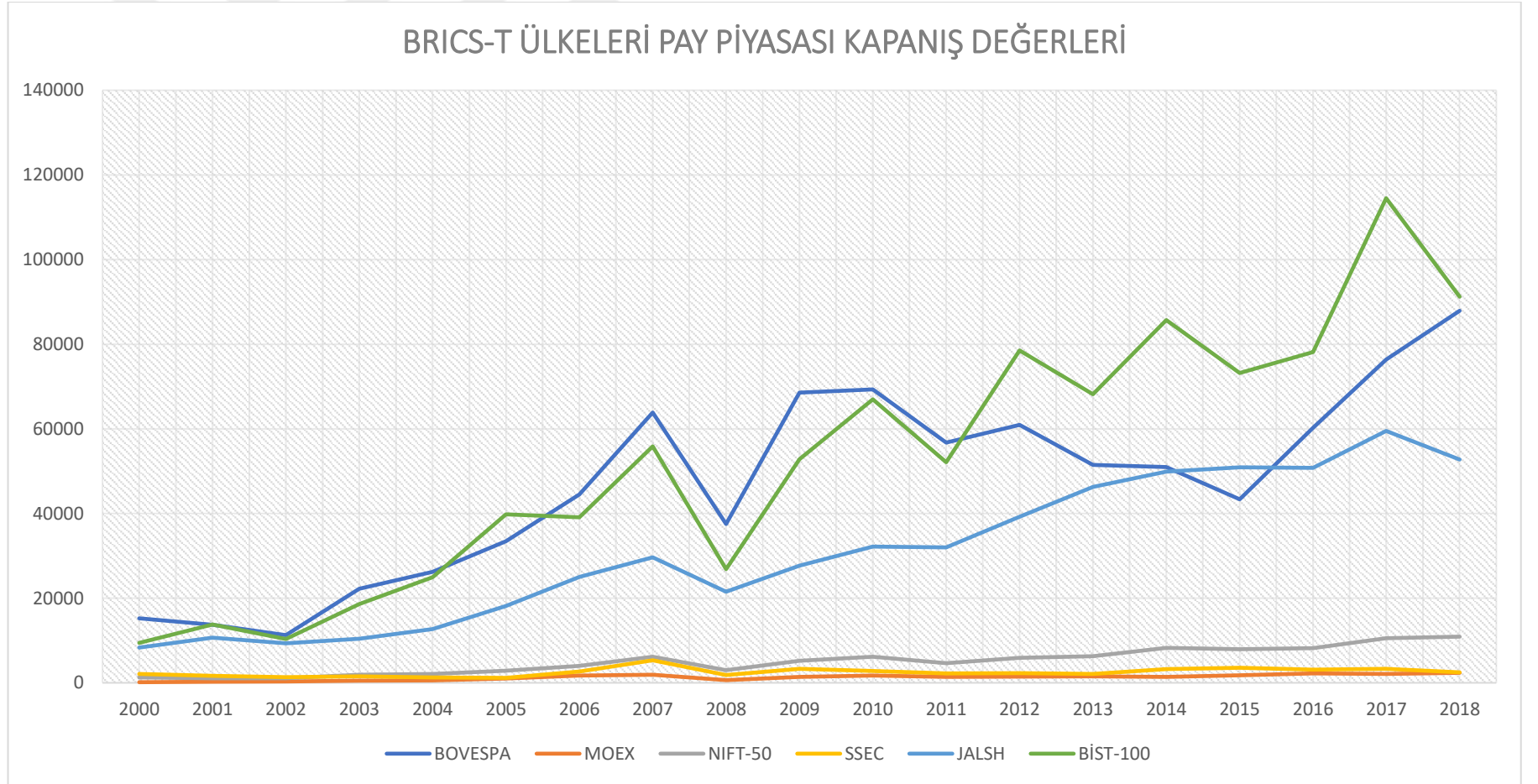
Güney Afrika ülkesi için ise 2000-2018 dönem aralığında 'Jalsh endeks' verileri incelendiğinde, en yüksek kapanış değerinin 2017 yılında (59508,30), en düşük kapanış değerinin ise yaklaşık 8329 değeri ile 2000 yılında gerçekleştiği görülmektedir.

### 2.3.6. Türkiye

Ülkemiz için Bist-100 endeksinin yıllar itibariyle kapanış değerleri incelendiğinde, en yüksek değer yaklaşık 114488 puanla 2017 yılında gerçekleştiği, en düşük kapanış değerinin ise 9434,82 puanla 2000 yılında gerçekleştiği görülmektedir.

Yukarıda verilen tablonun daha anlaşılır olması için veriler aşağıdaki Şekil 2.1'de grafik olarak sunulmuştur. Şekil 2.1 incelendiğinde, BİST-100 endeksinin 2008 yılından itibaren yükselen bir trend içerisinde olduğu fakat genel itibariyle volatilitésinin yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte açık mavi renk ile gösterilen Güney Afrika ülkesi 'Jalsh endeksi' için istikrarlı bir şekilde arttığı söylenebilir. Hindistan için pay piyasasının temsil eden 'Nifty-50 endeksi' için ise yıllar itibariyle yükselişini sürdürdüğü ve fazla oynaklığının olmadığı şekilden çıkarılabilecek bir diğer sonuçtur. Brezilya ülkesi için incelenen 'Bovespa endeksi' için ise volatilitésinin fazla fakat yükselişini sürdürdüğü görülmektedir. Çin ülkesini temsil eden 'SSEC endeksine' bakacak olursak eğer, yatay bir seyir izlediği ve oynaklığın fazla olmadığı görülmektedir. Son olarak ise Rusya ülkesini temsil eden Moex endeksi'ne bakacak olursak, Moex endeksinin de 'SSEC endeksi' (Çin) gibi yatay bir seyir izlediği ve volatilitésinin düşük olduğu söylenebilir.

Şekil 2.1: BRICS-T Ülkeleri Pay Piyasası Kapanış Değerleri



Kaynak: www.investing.com, 2020.



**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**LİTERATÜR TARAMASI**

Literatürde DYY ve PY ile ilgili birçok çalışma mevcuttur. Özellikle tasarruf açığı olan, dışarıdan fon çekmek zorunda kalan, cazip yatırım fırsatları sunan gelişmekte olan ülkeler için bu çalışmaların 2001 krizinden sonra artarak devam ettiği görülmektedir. Bu bölümde çalışmaya konu olan değişkenler DYY, PY ve pay piyasası getirileri ayrı ayrı literatürde taranmış ve genel hatlarıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ayrıca, çalışmada kısıt olarak belirlenen BRICS-T ülkeleri için de literatür taranmış ve bu ülkeler için yapılan çalışmalar özet şeklinde son kısımda sunulmuştur.

Yukarıda özetlenen sıralama doğrultusunda ilk olarak, 2000 – 2020 dönem aralığında yapılan DYY ile ilgili literatür çalışmaları araştırılmış ve aşağıda sunulmuştur.

### **3.1. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR**

Literatürde DYY ile ilgili yapılan çalışmalarda genel olarak DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Bu bağlamda yapılan çalışmalarda hâkim olan tema; ‘DYY’lerin ekonomik büyüme etkisinin pozitif olduğu’ yönündedir. Yıllar itibariyle literatürde yapılan çalışmalara bakılacak olursa;

Bevan ve Estrin (2000) yapmış oldukları çalışmada, geçiş ekonomisi olarak adlandırılan 18 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için DYY belirleyicilerini panel veri analiz yöntemiyle incelemiştir. 1994 – 1998 dönemi ele alınarak yapılan çalışma sonucunda; DYY bir ülkeye giderken risk, birim çalışma ücretleri, ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğü ve yer çekimi gibi faktörlerden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Girma vd. (2001) çalışmalarında 1991 – 1996 dönemi İngiltere Birleşik Krallık için yapılan DYY’leri panel veri analiz yönetimi ile incelemiştir. Çalışma neticesinde yabancı firmaların yerli firmalardan daha yüksek düzeyde üretim faaliyeti gerçekleştirdiği ve daha yüksek ücret ödediği bulguları elde edilmiştir.

Liu vd. (2002), 1981:1 – 1997:4 dönemi Çin ülkesi için ticaret, ekonomik büyüme ve DYY arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan araştırma neticesinde uzun dönemde ihracat, ithalat, ekonomik büyüme ve DYY arasında pozitif yönde ilişki bulunmuştur.

Hermes ve Lensink (2003) çalışmalarında 1970 – 1995 dönemi 67 ülke için finansal gelişim, ekonomik büyüme ve DYY arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda DYY’lerin ekonomik büyümeye katkı sunabileceği fakat bunun alıcı ülkedeki

şartlara bağlı olduğu sonucuna varılmış ve finansal sistemin hem ekonomik büyüme de hem de DYY üzerinde pozitif bir etkisi olduğuna değinilmiştir.

Smarzynska (2004) çalışmasında 1996-2000 dönemi Litvanya ülkesi için ‘Doğrudan yabancı yatırımlar yerel firmaların üretim kapasitelerini arttırır mı?’ sorusuna panel veri analiz yöntemi ile cevap aramıştır. Elde edilen bulgular sonucunda, 0.38 oranında yerli firmalarda üretim artışının görüldüğü sonucuna varılmıştır.

Goldstein ve Razin (2005) çalışmalarında DYY ve PY’lerin birbiriyle olan ilişkilerini, model kurarak ele almışlardır. Model veri seti sonuçlarına göre gelişmekte olan ülkelere daha fazla DYY gittiği ve DYY’lerin PY’lere göre volatilitésinin daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır.

Hisarcıklılar vd. (2006), 1970-2003 dönemi arası Akdeniz ülkeleri (Mediterranean Countries - MEDA) için ekonomik büyüme, ticaret ve DYY arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma neticesinde uzun dönemde değişkenler arasında bir ilişki bulunamadığı, kısa dönemde ise DYY’lerin büyümeyi destekleyici şekilde etkilediği ve ticarete katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Khan (2007) yapmış olduğu çalışmada ekonomik büyüme ile DYY arasındaki ilişkiyi yerel finansal sektörün rolünü dikkate alarak değerlendirmiştir. Çalışma 1972 – 2005 dönemi Pakistan ülkesi için yapılmıştır. Çalışma sonucunda, eğer yerel finansal sektör belirli, minimum düzeyde bir gelişim kaydedebilirse hem kısa dönemde hem de uzun dönemde DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olabileceği sonucuna varılmıştır.

Adam ve Tweneboah (2008) çalışmalarında, 1991 – 2006 dönemi Gana ülkesine yapılan DYY ile Gana ülkesi pay piyasası (ASML) arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan araştırma sonucunda; DYY’lerin pay piyasasını uzun vadede olumlu yönde pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Vita ve Kyaw (2009) çalışmalarında 1985 – 2002 dönemi 126 gelişmekte olan ülke için ülke gelirlerine göre DYY ve PY’lerin ekonomik büyümeye etkilerini panel veri analiz yöntemi kullanarak belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışma neticesinde ekonomik gelişmeye asgari düzeyde ulaşmış ülkeler hem DYY’den hem de PY’lerden pozitif etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Al-Halalmeh ve Sayah (2010) DYY'lerin, Amman pay piyasasına etkisini inceledikleri çalışmalarında 2006 – 2009 dönemi verilerini kullanmışlar, SPSS yöntemini tercih etmişlerdir. Çalışma sonucunda, DYY'lerin %45-50 oranında pozitif yönde pay piyasasını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Singhania ve Gupta (2011) çalışmalarında 1991 – 2008 dönemi Hindistan ülkesi için DYY'lerin belirleyicilerini saptamaya çalışmışlardır. Çalışma bulgularına göre GSYİH, enflasyon oranı ve bilimsel araştırmalarda meydana gelecek değişimler DYY'leri önemli derece etkilediği sonucuna varılmıştır. Bunun yanı sıra 1995 – 1997 dönemi boyunca DYY'lerde yapılan politika değişikliğinin de DYY'leri olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır.

Wu vd. (2012) çalışmalarında, ülke yönetim ortamının DYY ile PY'lere olası etkilerini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda aile temelli ülkelerin daha düşük bir portföy yatırımına sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Bunun yanı sıra hukukun tarafsız uygulandığı ülkelerde kamu düzeninden dolayı hisse senedi piyasalarının daha büyük olduğuna da değinilmiştir.

DYY alanında ve bu çalışmanın konusu olan BRICS özelinde çalışma yapan Sandrey (2013), 1998 – 2010 dönemi BRICS ülkeleri perspektifinde Güney Afrika için DYY'leri incelemeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda 2006 – 2010 dönemi için BRICS ülkeleri yatırımcılar için tercih edilen ülke grubu olduğu, Güney Afrika hisse senetlerine Amerikalı yatırımcıların daha fazla ilgi duyduğu ve 2010 verilerine göre PY'lerin, DYY'lerden daha önemli hale geldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Morales ve Mroz (2014) çalışmalarında 3 ülke (Polonya, Almanya ve İngiltere) için DYY ve PY'leri karşılaştırmışlardır. Çalışmada kapsam olarak 2000 – 2012 yılları ele alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre; Polonya ülkesi için hem DYY hem de PY arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki olduğu, Almanya ve İngiltere için ise Polonya kadar olmasa da sınırlı bir pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Albulescu (2015) çalışmasında, DYY ve PY'lerin ev sahibi ülkenin ekonomisine katkılarını tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada Orta ve Doğu Avrupa ülkesi olan 13 ülkeye yer vermiş ve 2005 – 2012 dönemi verilerini kullanmıştır. Çalışma sonucunda hem DYY'lerin hem de PY'lerin uzun dönemde ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır.



Idenyi vd. (2016), 1984-2015 dönemi Nijerya ülkesine yapılan DYY'lerin, ülkenin pay piyasası büyümesine etkisini inceledikleri çalışmada, Granger nedensellik testinden ve CUSUM grafiklerinden faydalanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda; DYY'lerin pay piyasası büyümesine bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Maithra (2017) çalışmasında, DYY'lerin Hindistan ekonomik büyümesine etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda DYY'lerin Hindistan ekonomik büyümesine uzun dönemde olumlu katkı sağladığı, bunun yanı sıra yerel firmalar arasında rekabeti arttırdığı, teknoloji transferine olumlu katkı sağladığı ve yeni iş olanakları sunması gibi olumlu etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bayar ve Gavriletea (2018) yapmış oldukları çalışmada Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri için DYY ve PY girişleri ile finansal sektörün gelişimi arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Çalışma, 1996 – 2015 dönemi 11 ülke kapsamında gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda DYY ve PY girişlerinin, finansal sektör gelişimine etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ege vd. (2019) yapmış oldukları çalışmada, DYY ve PY'lerin pay piyasa getirisine etkisini, gelişmekte olan 7 ülke (E-7) için panel veri analiz yöntemi kullanarak incelemiştir. Çalışma, 2005 – 2016 dönemi Brezilya, Çin, Hindistan, Meksika, Rusya, Endonezya ve Türkiye için yapılmıştır. Çalışma sonucunda ise DYY ile pay piyasa getirisi arasında negatif bir ilişki varken, PY ile pay piyasa getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Jelili (2020) çalışmasında, 1990 – 2016 dönemi MENA ülkeleri için DYY'lerin ekonomik büyümeye etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda DYY'lerin ekonomik büyümeyi desteklediği ve olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Walke (2020) çalışmasında, DYY ve PY'lerin Hindistan ekonomik büyümesi ile ilişkisini incelemiştir. 2000 – 2019 dönem verilerinin ele alındığı çalışma sonucunda hem DYY'lerin hem de PY'lerin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

DYY literatür taramasından sonra 2000 – 2020 dönem aralığında yapılan PY ile ilgili literatür çalışmaları araştırılmış ve aşağıda sunulmuştur.

### 3.2. PORTFÖY YATIRIMLARI

PY ile ilgili literatür çalışmalarında farklı bulguların elde edilmesi ile birlikte genel hâkim temanın ‘PY’lerin pay piyasalarını olumlu yönde etkilediği’ yönünde olduğu görülmektedir. Yıllar itibariyle PY’ler ile ilgili literatür çalışmalarına aşağıda yer verilmiştir;

Das (2000) ele aldığı çalışmada gelişmekte olan ekonomilere yapılan PY’leri genel hatlarıyla incelemiştir. PY’lerin olumlu ve olumsuz yanlarına değinilen çalışmada, 1990 – 1998 dönemi verileri ele alınmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yanlış makroekonomik politika izlenmesi portföy yatırımlarında volatilitiyi arttırdığı bununla birlikte çalışmada sıcak para olarak da adlandırılan PY’lerin, gelişmekte olan bir ülkede yaşanan volatilitenin diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilediği sonucuna varılmış ve bu durum, çalışmada 1998 Rusya krizi ile desteklenmiştir.

Errunza (2001), PY’lerin olumlu-olumsuz yanlarını ve piyasa volatilitesi ile piyasa gelişimi arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, ele aldığı gelişmekte olan ülkeleri 1981 – 1996 dönem aralığında incelemiştir. Çalışma sonucunda, PY’lerin, ülkelerin pazar gelişimi için çok önemli olduğu, ülkelerin yapısal reformlar ve yüksek büyüme oranları ile PY’leri çekebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kim ve Wei (2002), 1996:12 – 1998:5 dönemi Kore ülkesi pay piyasası (KSE) için yabancı portföy yatırımcılarının davranışlarını, 1997 Kore krizi öncesi ve kriz boyunca olmak üzere ele alıp incelemiştir. Yapılan incelemeler sonucunda, yabancı yatırımcıları daha fazla bilgilendirerek ve bu yönde teşvikler yaparak, PY’lerin artabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Durham (2003) çalışmasında, 1997 – 2000 dönem aralığında 88 ülke için PY’lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Yapılan analizler sonucunda, PY’lerin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olmadığı ve PY’ler ile makroekonomik veriler arasında pozitif bir korelasyona rastlanmadığı belirtilmiştir.

Weiss ve Nikitin (2004) yapmış oldukları çalışmada, Çek Cumhuriyeti ülkesi pay piyasası (PSE) için 1993 – 1997 dönem aralığında PY’leri incelenmiştir. Çalışma sonucunda, tüm pay sahipleri için açıklayıcı bilgilerin sunulması hem yatırımcıların doğru analiz yapmasına hem de yatırımcıların elde edecekleri karları daha isabetli tahmin etmelerine imkân sağlayacağı için PY’leri de artırtabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Somuncu ve Karan (2005) yapmış oldukları çalışmada, 2001 krizinde ve kriz sonrasında yabancı ve yerli yatırımcıların Borsa İstanbul üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Kısıt olarak ise 2001 – 2004 dönemi seçilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda hem yabancı yatırımcıların hem de yerli yatırımcıların kriz sırasında ve krizden sonra ihtiyatlı davrandığı bununla birlikte yabancı PY'lerin hem kriz döneminde hem de krizden sonra, yerli PY'lere göre artarak devam ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Guerin (2006) çalışmasında ülkelerin coğrafi özellikleri üzerinde durarak PY, DYY ve ticaret arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada yer çekimi modeli kullanılarak gelişmiş ülkelere gelişmiş ülkelere (North-North), gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere (North-South) ve gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere (South-North) şeklinde kısıtlar uygulanarak analizler yapılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, coğrafi özelliklerin hem DYY'leri hem de PY'ler için önemli olduğu, gelişmiş ülkelerdeki yatırımların gelişmekte olan ülkelere göre farklılık gösterdiği ve gelişmekte olan ülkelerin daha fazla yatırım çektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Poshakwale ve Thapa (2007) yaptıkları çalışmada, 2001:1 – 2007:1 dönem aralığında Hindistan pay piyasası ile İngiltere ve Amerika pay piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiş ve PY'lerin uzun ve kısa vadede Hindistan pay piyasasına etkilerini Granger nedensellik testi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, Hindistan pay piyasası getirilerinin İngiltere ve Amerika pay piyasasından önemli derecede etkilendiği ve PY'lerin hem kısa hem de uzun vadede Hindistan pay piyasasını etkilediği belirtilmiştir.

Ekeocha (2008) çalışmasında, Nijerya ülkesi için uzun dönemde yabancı PY'lerin belirleyicilerini, zaman seri analizi ile saptamayı amaçlamıştır. Çalışmada kapsam olarak 1986 – 2006 dönemi verileri ele alınmıştır. Çalışma sonucunda yabancı PY ile yatırım getirilerinin, faiz oranının ve yatırımların pozitif ilişkisi olduğu, bunun yanı sıra yabancı PY ile döviz kurunun, pazar kapitülasyonunun, açık ekonomilerde ticaret anlaşmalarının ve endüstri kalitesinin negatif bir ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Ferreira ve Laux (2009), PY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, 1988 – 2001 dönem aralığı verileri kullanarak az gelişmiş ve çok gelişmiş ülkeler üzerine analizler yapmışlardır. Panel veri analiz yönteminin uygulandığı çalışma sonucunda hem az gelişmiş ülkeler için hem de çok gelişmiş ülkeler için portföy akışlarının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Aron vd. (2010) çalışmalarında, 1985:1 – 2007:4 dönemi Güney Afrika için yabancı PY ile sermaye piyasası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda S&P kredi derecelendirme kuruluşu notlarının ve GSYİH’de görülen iyileşmenin PY’leri olumlu etkilediği, bunun yanı sıra enflasyon ve uzun vadeli tahvil faizindeki artışların PY’leri olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır.

Aranyarat (2011) yapmış olduğu çalışmada, DYY’lerin ve PY’lerin döviz kuru piyasası üzerindeki etkisi GARCH modeli ile incelemiştir. Çalışmada 2001 – 2009 dönem aralığındaki veriler kullanılmış ve kıstas olarak Tayland ülkesi seçilmiştir. Çalışma sonucunda, döviz kurunun DYY ve PY’lerden önemli derecede etkilendiği, buradan hareketle ülke para birimini Amerikan dolarına karşı aşırı hassas olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anayochukwu (2012) çalışmasında, 1990 – 2009 dönem aralığında Nijerya ülkesi için pay piyasası getirileri ile yabancı PY’ler arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma sonucunda, yabancı PY’lerin, pay piyasası getirisi üzerinde önemli ve pozitif yönde bir etkisinin olduğuna ve nedensellik testine göre; pay piyasası getirilerinden yabancı PY’lere doğru doğrusal olmayan nedenselliğe rastlandığı tespit edilmiştir.

Gupta vd. (2013) çalışmalarında 2001:1 – 2012:2 dönem aralığında DYY’lerin ve PY’lerin, Hindistan pay piyasasındaki (BSE endeksi) volatiliteye etkisini araştırmışlardır. Korelasyon ve çoklu regresyon modellerinin kullanıldığı çalışma sonucunda, DYY’lerin ve PY’lerin artması, pay piyasasındaki volatilitiyi arttırdığı, bununla birlikte yabancı yatırımlar ile BSE endeksi arasında güçlü bir pozitif ilişki tespit edildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Halale (2014) yabancı PY’lerin pay piyasası üzerindeki etkisini incelediği araştırmasında, 2003 – 2013 dönem aralığında Hindistan CNX NIFTY endeksini incelemiştir. Çalışmada aylık veriler kullanılmış ve SPSS analiz teknikleriyle veriler sınanmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı PY’lerin, pay piyasasını üzerinde olumlu yönde ve çok güçlü bir etkisinin olduğu bununla birlikte yıllık veri setinden ziyade aylık veriler veri seti oluşturularak daha olumlu sonuçlar elde edilebileceği belirtilmiştir.

Bhatia ve Kishor (2015), 2005 – 2015 dönem aralığında PY’ler ile BRICS ülkeleri pay piyasaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada Brezilya BOVESPA endeksi, Rusya MICEX endeksi, Hindistan SENSEX endeksi, Çin SSE COMPOSITE

endeksi ve Güney Afrika JSE TOP 40 endeksi incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda, PY'lerin Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika ülkeleri için olumlu etkisi olduğu, Çin ve Rusya için ise sınırlı olumsuz ya da önemsiz derecede negatif etkisinin tespit edildiği belirtilmiştir. Bu durumun sebebi olarak ise Rusya ve Çin ülkelerinin ekonomiyi diğer ülkelere göre daha sıkı bir şekilde kontrol etmeleri, zaman zaman ABD yaptırımlarına maruz kalmaları ve bürokrasinin ve şeffaflığın eksik olduğu gösterilmiştir.

Okonkwo (2016) çalışmasında, PY'lerin endüstriyel gelişmeye etkisini Nijerya ülkesi için incelemiştir. 1986 – 2013 dönem aralığının incelendiği çalışma sonucunda ise istatistiksel olarak PY ile endüstriyel gelişme, brüt sabit sermaye oluşumu ve piyasa gelişimi arasında pozitif bir ilişki olduğu yönünde bulguların elde edildiği belirtilmiştir.

Raghavan ve Selvam (2017) PY'lerin belirleyicilerini ve Hindistan pay piyasasına (SENSEX ve NIFTY endeksi) olası etkilerini inceledikleri çalışmada, 2014 – 2016 dönem aralığında aylık veriler kullanılarak bir veri seti oluşturmuşlardır. Çalışma sonucunda, döviz kurlarının PY'ler üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ve PY'ler ile piyasalarda bir yükseliş olduğu, dolayısıyla yatırımcıların getirilerinin/karlarının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Iriobe vd. (2018) yaptıkları çalışmada, 2007 – 2017 dönem aralığında yabancı PY ile Nijerya pay piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda, yabancı PY'lerin Nijerya pay piyasasını olumlu yönde etkilediği ve pozitif bir etkisinin olduğunu belirtilmiştir.

Usman ve Siddiqui (2019), 2005 – 2018 dönem aralığında DYY'lerin, PY'lerin ve petrol fiyatlarının Pakistan pay piyasası (PSX 100 endeksi) getirisine etkisini araştırmışlardır. Bununla birlikte çalışmada makroekonomik değişkenlerin de pay piyasası getirisine etkisi incelenmiş ve panel regresyon modeli kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda; petrol fiyatları ve döviz kurlarının sektörel fiyat değişikliklerine önemli derecede pozitif yönde etkisinin olduğu fakat enflasyon oranlarının negatif etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte DYY'ler ve PY'lerin endeks getirilerini ve makroekonomik değişkenleri önemli derecede ılımlı hale getirdiği belirtilmiştir.

Anggitawati ve Ekaputra (2020) çalışmalarında, 2011 – 2016 dönem aralığında yabancı PY'ler ile döviz kurunun (ülke para biriminin Amerikan doları karşısındaki

değeri) Endonezya pay ve tahvil piyasalarına olası etkilerini incelenmişlerdir. Elde edilen bulgular sonucunda, portföy girişlerinin ülke para birimini dolara karşı güçlendirdiği, ülke para biriminin dolara karşı zayıf olması sonucunda ise portföy girişlerini azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla granger nedensellik testinde çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Bu sonuçlara ilaveten, tahvil piyasasına portföy girişlerinin, pay piyasası portföy girişlerine öncülük ettiği ve yabancı yatırımcıların tahvil piyasasını tercih ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

PY literatür taramasından sonra 2000 – 2020 dönem aralığında yapılan finansal piyasalarla ilgili literatür çalışmaları araştırılmış ve aşağıda sunulmuştur.

### 3.3. FİNANSAL PİYASALAR

Mevcut çalışmanın açıklayıcı değişkenini oluşturan pay piyasa getirileri kapsamında, finansal piyasalar ile ilgili literatür çalışmalarına yıllar itibariyle aşağıda yer verilmiştir;

Allen ve Ndikumana (2000) çalışmalarında, finansal piyasaların Güney Afrika ekonomik büyümesi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, 1960 -1990 dönem aralığı verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, finansal gelişmenin kişi başına düşen geliri arttırdığı, dolayısıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği ve finansal piyasalar ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönde güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Shan vd. (2001) OECD'ye üye 9 ülke (Avusturalya, Kanada, Danimarka, Fransa, İtalya, Japonya, Yeni Zelanda, İngiltere ve Amerika) ve Çin için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada kısıt olarak 1960 – 1998 dönem aralığı seçilmiştir. Analizler sonucunda, ekonomik büyüme için pay piyasalarının önemli olduğuna dair küçük kanıtlara saptandığı ve finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru nedensellik tespit edilemediği belirtilmiştir.

Kumar vd. (2002) üzerine çalıştıkları çalışmada, finansal piyasalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Hindistan ülkesi için incelemişlerdir. Çalışma 1993 – 1998 dönem aralığı verileri kullanılmış ve panel regresyon modeli ile analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda, finansal piyasalara yapılan yatırımların ekonomik büyüme için çok hassas olduğu tespit edilmiştir.

Andersen ve Tarp (2003) yaptıkları çalışmada, finansal liberalizasyon, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1960 – 1995 dönem aralığında Latin Amerika ülkeleri, Güney Asya ülkeleri, Doğu Avrupa ülkeleri ve Sahra Altı Afrika ülkelerinin incelendiği çalışma sonucunda, finansal sistemin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olduğu sadece Çin ve Vietnam ülkesi için finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkısının olup olmadığının tespit edilemediği belirtilmiştir.

Thangavelu vd. (2004) 1960 – 1999 dönem aralığında pay piyasası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, zaman serisi analizleri kullanılmış ve Avustralya ülkesi pay piyasası (ASX) için analizler yapılmıştır. Yapılan bu analizler sonucunda; finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerinde farklı etkilerinin olduğu ve ekonomik büyümenin finansal piyasaları geliştirdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Khody ve Sohrabian (2005) yapmış oldukları çalışmalarında, 1975 – 2002 dönem aralığında 25 ülke için finansal piyasalar, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi panel analiz yöntemi ile tespit etmeye çalışmışlardır. Yapılan analizler sonucunda; DYY'lerin, düşük gelirli ülkelerde finansal piyasalar gelişimine bir etkisinin olmadığı ve DYY'lerin, ekonomik büyümeyi desteklemediği sonucuna varılmıştır.

Habibullah ve Eng (2006) yaptıkları çalışmada, 1990 – 1998 dönem aralığında 13 Asya ülkesi (Bangladeş, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Myanmar, Nepal, Pakistan, Filipinler, Singapur, Sri Lanka, Tayland ve Laos) için finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkısının olup olmadığı sorusuna panel veri analiz yöntemini kullanarak cevap aramışlardır. Elde edilen bulgular ışığında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında sıkı bir ilişki olduğu fakat ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre bu durumun farklılık gösterebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Kehl (2007) çalışmasında, Afrika'daki gelişmekte olan ülkeleri genel hatlarıyla incelemiş, yabancı yatırım çekmek için yapılması gerekenleri ve finansal piyasaların önemini tespit etmeye çalışmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı yatırım çekmek için devlet müdahalesine ve reformlara ihtiyacı duyulduğu, bununla birlikte finansal piyasaların Afrika ülkeleri için fazla risk ve getiriye bünyesinde barındırdığı için gelişime açık olduğu belirtilmiştir.

Jalil ve Ma (2008) çalışmaların, Hindistan ve Pakistan ülkeleri için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada kısıt olarak 1960 – 2005 dönem aralığı seçilmiş ve zaman serisi analizleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, her iki ülke için de finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu yönde bir etkisinin olduğundan bahsedilmiştir.

Lee ve Chang (2009), 1970 – 2002 dönem aralığında 37 ülke için finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel veri analiz yönteminin kullanıldığı çalışma sonucunda, kısa vadede değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf, uzun vadede ise belirsiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Nazir vd. (2010) yapmış oldukları çalışmada, 1986 -2008 dönem aralığında Pakistan ülkesi için pay piyasası (KSE endeksi) gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda, ekonomik büyümenin pay piyasası gelişimini desteklediği sonucuna ulaşılmıştır.

Dutta ve Roy (2011), 97 ülke için panel veri analizi kullanarak finansal gelişme, DYY ve politik risk arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, DYY'lerin finansal piyasaların gelişmesine negatif bir etkisinin olduğu ve politik istikrarın bu konuda önemli derecede etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Adjasi vd. (2012) yaptıkları çalışmada, 1997 – 2008 dönem aralığında 32 Afrika ülkesi için DYY'ler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi finansal piyasalar perspektifinde ele almışlardır. Panel veri analiz yöntemi kullanılan çalışma sonucunda, DYY'ler ile ekonomik büyüme arasında yerel piyasaların önemli bir rol oynadığı, bununla birlikte DYY'lerin, tasarruflar ve özel sektör kredileri gibi finansal piyasa değişkenleriyle etkileşim içindeyken, ekonomik büyümeye önemli derecede olumlu katkısı olduğu tespit edilmiştir.

Rachdi (2013) çalışmasında, 2005 – 2010 dönem aralığında Tunus pay piyasası (Tunindex) getirilerine 2008 finansal krizin etkilerini araştırmıştır. Günlük veriler kullanıldığı çalışmada, ARCH/GARCH volatilité tahmin modellemesi ile bir tahminleme yapılmıştır. Elde edilen bulgular sonucunda, Tunindex pay piyasasının ABD pay piyasası ile az etkileşimi olduğundan dolayı krizden az etkilendiği, dolayısıyla direkt değil ama dolaylı yollardan piyasanın krizinden etkilediği sonucuna varılmıştır.



Suliman ve Elian (2014), finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, 1980 – 2009 dönem aralığında Ürdün ülkesi için analizler yapılmıştır. Yapılan bu analizler sonucunda ise DYY'ler ile finansal piyasalar arasında ve finansal piyasalar ile ekonomik büyüme arasında nedensellik tespit edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte tahmin sonuçlarına göre gelişmiş ülkelerin piyasalarında DYY'lerin etkisinin daha güçlü hissedildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Hajilee ve Nasser (2015) Latin Amerika ülkelerinde finansal piyasalardaki gelişmeler ile DYY'ler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, on dört Latin Amerika ülkesi için 1980 – 2010 dönem aralığında bir veri seti oluşturulmuştur. Yapılan analizler sonucunda, on bir Latin Amerika ülkesi için finansal piyasaların gelişimi, DYY'leri arttırdığı, özellikle banka sektöründeki gelişmelerin DYY'ler üzerinde daha fazla olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Otchere vd. (2016) çalışmalarında, 1996 – 2009 dönem aralığında Afrika ülkesi için finansal piyasaların gelişimi ile DYY'ler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda finansal piyasalardaki gelişme ile DYY'ler arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiş ve aynı zamanda DYY'lerin, ekonomik büyümeye olumlu katkısının olduğu belirtilmiştir.

Jung (2017), 1961 – 2013 dönem aralığında Güney Kore ülkesi için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda, ekonomik büyüme için finansal gelişmenin önemli olduğu ve pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ayouni ve Bardi (2018) yapmış oldukları çalışmada, 1988 – 2014 dönem aralığında finansal gelişme ile DYY'ler arasındaki ilişkiyi Tunus ülkesi için incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda, DYY'lerin, ülke finansal piyasaları etkilemesi, ülkenin dinamiklerine özellikle de yerel yatırımlarda meydana gelebilecek bir artışa bağlı olduğu ve finansal piyasalar ile DYY'ler arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edildiği belirtilmiştir.

Ogbeide ve Akanji (2018) çalışmalarında 1994 – 2014 dönem aralığında BRICS ülkelerinde pay piyasası gelişiminin ekonomik büyümeye etkisini panel veri analiz yöntemi ile incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda, pay piyasası gelişiminin

ekonomik büyüme üzerinde önemli derecede pozitif etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Oyerinde (2019) çalışmasında, 1980 – 2014 dönem aralığı Nijerya ülkesi için PY'ler ile pay piyasası gelişimi arasındaki ilişkiyi zaman serisi analiz yöntemleri kullanarak incelemiştir. Yapılan analizler sonucunda, uzun vadede PY'ler ile pay piyasası gelişimi arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Akkaya ve Soytaş (2020), 1995 – 2016 dönem aralığında G7 ülkeleri (ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, Kanada ve Japonya) ve gelişmekte olan 10 ülke (Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Çin, Güney Afrika, Rusya, Polonya, Meksika ve Güney Kore) için yapılan PY'lerin, pay piyasası ve emtia piyasaları arasında volatiliteye olan etkisini incelemişlerdir. Yapılan çalışmalar sonucunda yapılan PY'lerin büyüklüğü kadar volatilitenin arttığı, buradan hareketle sadece gelişmekte olan ülkeler için değil gelişmiş ülkeler için de olası bir şokun piyasalarda dalgalanmaya sebep olabileceği sonucuna ulaşılmıştır. 17 ülkenin 14'ünde PY'lerin volatilitate yayılımı üzerindeki etkisi pozitif yönde tespit edilmiştir.

Finansal Piyasalar literatür taramasından sonra BRICS-T ülkelerine yönelik yapılan literatür çalışmaları araştırılmış ve aşağıda sunulmuştur.

### **3.4. BRICS-T ÜLKELERİ**

Mevcut çalışmanın kapsamını oluşturan BRICS-T ülkeleri özelinde yapılan çalışmalarda, farklı konulara değinilmekle birlikte genel hâkim tema; 'yabancı yatırımların BRICS-T ülkelerini farklı alanlarda olumlu etkilediği' yönündedir. Yıllar itibariyle BRICS-T özelinde yapılan çalışmalara aşağıda yer verilmiştir;

Ayhan (2014) yapmış olduğu çalışmada, 1994 – 2009 dönemi BRICS ülkeleri ve Türkiye (BRICS-T) için portföy girişleri ile cari açık ilişkisi panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda portföy girişlerinin cari işlemler dengesini etkilediği, bununla birlikte literatürde hâkim olan finans hesabının cari açığa neden olduğu görüşünü de desteklediği sonucuna ulaşmıştır.

Sağın (2018) ele aldığı çalışmada, 1994 – 2017 dönemi BRICS-T ülkeleri için kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının, ekonomik büyümeye etkisini incelemiştir.

Çalışma sonucunda ise genel itibariyle kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilmiştir.

Şahin (2018) çalışmasında, 1993 – 2003 dönemi BRICS-T ülkeleri için DYY, uluslararası ticaret ve finansal gelişme arasındaki etkileşimi incelemiştir. Çalışma sonucunda, DYY'lerin, Brezilya, Rusya ve Çin ülkeleri için finansal gelişmeyi olumlu yönde etkilediği, uluslararası ticaretin ise Brezilya, Rusya ve Güney Afrika için finansal gelişmeyi desteklediği belirtilmiştir. Tüm bunlara ek olarak Türkiye, Hindistan ve Brezilya'da finansal gelişmenin uluslararası ticareti teşvik ettiği yönünde bulgulara rastlandığı belirtilmiştir.

Canpolat (2019) yazmış olduğu yüksek lisans tezinde, 2005 – 2017 dönemi, BRICS-T ülkeleri için DYY ile dış ticaret arasındaki ilişkiyi, basit regresyon yöntemi kullanarak ele almıştır. Çalışma sonucunda, DYY'ler ile dış ticaret arasında, anlamlı ve pozitif yönde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Çeştepe vd. (2019) ise DYY ve bunların ortaya çıkardığı dinamiklerin cari açığı nasıl etkilediğini 2005:1 – 2017:4 dönemi BRICS-T ülkeleri verilerini kullanarak panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışma sonucunda ise Çin hariç diğer ülkelerde DYY'lerin cari açığı olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Gür (2020) çalışmasında, 2007 – 2019 dönemi BRICS-T ülkeleri için ihracat, ithalat ve DYY'lerin yenilik üzerine etkisini panel veri analiz yöntemi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda ise ihracatın uzun vadede yenilik üzerinde pozitif bir etkisi saptanırken, ithalat ve DYY'lerin ise olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Yukarıdaki çalışmalardan da görüleceği üzere DYY'ler, PY'ler ve finansal piyasalarla ilgili literatürde geniş bir çalışma alanı mevcuttur. Bu durum, bu konuların araştırmacılar tarafından ilgilenildiğini göstermektedir. Yabancı yatırımlar söz konusu olunca, çoğu çalışmanın gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmiş olması dikkate değer bir diğer husus olduğu düşünülmektedir.

Literatür taramasından sonra, çalışmada kullanılan ekonometrik analizlere geçilmiştir. Elde edilen bulgular aşağıda yer alan 4. Bölüm'de sunulmuştur.



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARININ  
PAY PİYASA GETİRİSİNE ETKİSİ: BRICS-T ÜLKELERİ ÜZERİNE PANEL  
VERİ ANALİZİ**

Çalışmanın uygulama bölümünde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımlarının pay piyasa getirisine etkisini incelemek amacıyla gerçekleştirilen panel veri analizine ve ulaşılan sonuçların yorumlanmasına yer verilmiştir.

#### **4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Araştırmada, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile pay piyasası arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak hedeflenmektedir. Araştırma sonucunda elde edilecek bulgular ile hem yabancı yatırımlar ile pay piyasası arasındaki ilişki konusunda faydalı bilgiler sunmak hem de bu alana giren çalışmalara katkıda bulunmak amaçlanmaktadır.

#### **4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ**

Gelişmekte olan ülkeler için tasarrufların yetersizliği sorunu yıllardır süregelen problemlerdendir. Tasarruf açığı olan bu ülkeler için dışarıdan gelen yatırımlar hem tasarruf açıklarını finanse edebilme hem de kaynağa ulaşma bakımından önem teşkil etmektedir. Çalışmada, gelişmekte olan ülkeler için büyük önemi olan bu yatırımların pay piyasa getirisine etkisini ele alınması açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisine etkisinin incelenmesi açısından alan yazınına katkı sağlayacağı ve özgünlük sunacağı öngörülmektedir.

#### **4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAM VE DEĞİŞKENLERİ**

Araştırmada, BRICS ülkeleri olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Kore ülkeler grubu ile Türkiye ülkesi pay piyasası getirilerinin 2000-2018 dönemi doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarından ne derecede etkilendiği analiz edilerek açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmaya konu olan BRICS-T ülkelerine ait pay piyasaları verileri investing.com sitesinden ‘Major World Market Index’ endeksinden alınmıştır. Brezilya için BOVESPA INDEX, Rusya için MOEX RUSSIA – IMOEX, Hindistan için NIFTY 50 INDEX, Çin için SHANGHAI COMPOSITE – SSEC, Güney Afrika için JALSH INDEX ve Türkiye için BİST-100 endeksi verileri kullanılmıştır.

Çalışmada bağımsız değişkenler olan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına ait veriler Dünya Bankası veri tabanından alınmıştır (www.worldbank.org, 2020). Portföy yatırımlarının yıllar itibariyle negatif (-) olmasından dolayı getiriler yüzdesel olarak hesaplanmıştır. Buna ilaveten çalışmanın sağlıklı ve tutarlı sonuçlar

vermesi adına, literatürde de yer alan benzer çalışma (Ege vd., 2019) dikkate alınarak diğer bağımsız değişken olan doğrudan yabancı yatırımlar ve bağımlı değişken olan pay piyasası getirileri de yüzdesel olarak hesaplanmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin isim ve kısaltmaları ileride yer alan analizlerin daha anlaşılır olması adına aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

**Tablo 4.1:** Değişkenler

	<b>Değişken</b>	<b>Tanım</b>	<b>Açıklama</b>
Bağımlı Değişken	PAYGETYUZ	Pay Piyasa Getirisi	(İlgili dönemin kapanış fiyatı – Bir önceki dönemin kapanış fiyatı) / Bir önceki dönemin kapanış fiyatı [Yüzdesel Değişim]
Bağımsız Değişken	DOGYAT	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	(İlgili dönemin yatırım tutarı – Bir önceki dönemin yatırım tutarı) / Bir önceki dönemin yatırım tutarı [Yüzdesel Değişim]
	PORTYAT	Portföy Yatırımları	(İlgili dönemin yatırım tutarı – Bir önceki dönemin yatırım tutarı) / Bir önceki dönemin yatırım tutarı [Yüzdesel Değişim]

#### 4.4. ARAŞTIRMADA OLUŞTURULAN HİPOTEZLER

Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Portföy Yatırımlarının BRICS-T ülkeleri pay piyasa getirisine etkisinin belirlenmesine yönelik yapılan çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler kapsamında iki ayrı hipotez oluşturulmuş ve sınanmıştır. Bunlar;

##### **Hipotez 1**

H<sub>0</sub>: Doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

##### **Hipotez 2**

H<sub>0</sub>: Portföy yatırımları ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Portföy yatırımları ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

#### 4.5. ARAŞTIRMA MODELLERİ

Araştırmada kullanılan değişkenler doğrultusunda panel regresyon modeli oluşturulmuştur. Bu model, yatay kesit verilerinden ve zaman serisi verilerinden türetilmiştir. Çalışmada kapsam olarak BRICS-T gibi belirli bir topluluğu ifade eden

ülkeler grubunun seçilmesi ve kısıt olarak ise 2000-2018 döneminin seçilmesi nedeniyle regresyon modelinde sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. Bu model aşağıdaki Tablo 4.2’de gösterilmiştir.

**Tablo 4.2:** Model

No	Model
1	$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \varepsilon_{it} + \lambda_{it}$ $PAYGETYUZ_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 DOGYAT_{it} + \beta_2 PORTYAT_{it} + \varepsilon_{it} + \lambda_{it}$

Yukarıdaki verilen modelin oluşturulmasında bağımlı değişken pay piyasası getirisi esas alınarak gerçekleştirilmiştir. Yukarıdaki tabloda yer alan modelde Y her bir ülke (i) ve yıllık dönemler (t) için pay piyasa getirisini, X1: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, X2: Portföy Yatırımlarını ifade ederken,  $\beta$  açıklayıcı değişkenlerin eğim katsayısını ve  $\varepsilon_{it}$  ise hata terimini ifade etmektedir.

#### 4.6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM

Araştırmada, doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının pay piyasa getirisine ilişkisini tespit edebilmek amacıyla panel regresyon analizi uygulanmıştır. Araştırmada ilk olarak tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tanımlayıcı istatistiki bilgilerin verilmesi ile hem analizin daha iyi anlaşılacağı hem de daha iyi yorumlanabileceği düşünülmektedir. Çalışma kapsamında serpilme diyagramı, korelasyon ve varyans şişirme testi (VIF) ile çoklu doğrusal bağlantı ve içsellik sorunu, Levin, Lin ve Chu (2002) LLC birim kök testi ve Im, Pasaran ve Shin (2003) IPS birim kök testi ile serilere ilişkin birim kök süreci, F, LM ve Honda testleri ile tahmin modeli seçimi, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroscedasticity LM testi ile değişen varyans durumu, Baltagi ve Li (1991), Born ve Bretuing (2016) ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan (1982)’in Durbin-Watson testleri ile otokorelasyon sınaması yapılmıştır. Çalışmada son olarak White tarafından geliştirilen panel standart hataları düzelten dirençli tahminci kullanılmış ve bu yolla değişkenler arasındaki ilişki durumları araştırılmıştır.

#### 4.7. ARAŞTIRMADA ULAŞILAN BULGULAR

Çalışmanın bu bölümünde analiz testlerinin sonuçları sunulacaktır. Sonuçlara geçilmeden önce tanımlayıcı istatistikler aşağıdaki Tablo 4.3’te sunulmuştur.

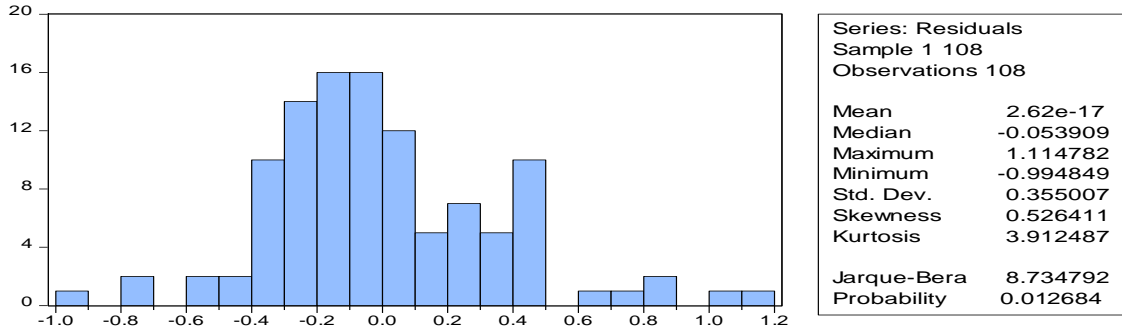
**Tablo 4.3:** Tanımlayıcı İstatistikler

	<b>PAYGETYUZ</b>	<b>DOGYAT</b>	<b>PORTYAT</b>
<b>Ortalama</b>	0.167676	0.167324	-0.446511
<b>Medyan</b>	0.107806	0.095037	-0.472588
<b>Maksimum</b>	1.284779	2.601795	7.036002
<b>Minimum</b>	-0.675188	-0.904434	-7.483900
<b>Standart Sapma</b>	0.374362	0.600602	1.816358
<b>Çarpıklık</b>	0.556941	1.525120	-0.045892
<b>Basıklık</b>	3.449643	6.548564	8.110379
<b>Jarque-Bera</b>	6.493102	98.53319	117.5598
<b>Olasılık</b>	0.038908	0.000000	0.000000
<b>Gözlem</b>	108	108	108

Yukarıdaki tabloda tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır. Tablo incelendiğinde bağımlı değişken olan PAYGETYUZ değişkenine ait ortalama değer 0.167 olduğu, bağımsız değişkenler olan DOGYAT ve PORTYAT değişkenlerinin ortalamasının ise sırasıyla 0.167 ve -0.446 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre, 2000-2018 dönemi arasında BRICS-T ülkelerinde ortalama getiri %16, ortalama doğrudan yabancı yatırım %16 ve ortalama portföy yatırımlarının -%44 olduğu söylenebilir. Bunun dışında standart sapma verileri incelendiğinde; portföy yatırımlarında 1.816358 katsayı değeri ile oynaklığın daha fazla olduğu ve bunu sırasıyla 0.600602 katsayı değeri ile doğrudan yabancı yatırımlar ve 0.374362 katsayı değeri ile pay piyasa getirisinin izlediği söylenebilir. Skewness(çarpıklık), Kurtosis(basıklık) ve Jarque-Bera normal dağılım göstergeleridir. Literatür ele alınan çalışmalarda çarpıklık ve basıklık katsayılarının -1 ile 1 arasında bir değer alması normal dağılım için beklenen sonuçlar olduğuna değinilmiştir. Çarpıklık ve basıklık değerler incelendiğinde tüm değişkenlerin normal dağılmadıkları söylenebilir. Jarque-Bera olasılık değeri bu durumu destekler niteliktedir. Çünkü Jarque-Bera testinin yokluk hipotezi; ‘H<sub>0</sub>: Seriler normal dağılmaktadır’ tezini savunmaktadır. Analiz sonucunda Jarque-Bera olasılık değerlerimiz kritik değer olan 0.05’ten küçük olduğu için hipotez reddedilmektedir yani seriler normal dağılmamaktadır. Değişken bazında yapılan normal dağılım sınaması sonrasında, bağımlı değişken olan pay piyasa getirisi esas alınarak oluşturulmuş model için normal dağılım varsayımı Histogram grafiği ile incelenmiştir. Analiz sonuçları aşağıda sunulmuştur;



**Şekil 4.1:** Histogram Grafiği

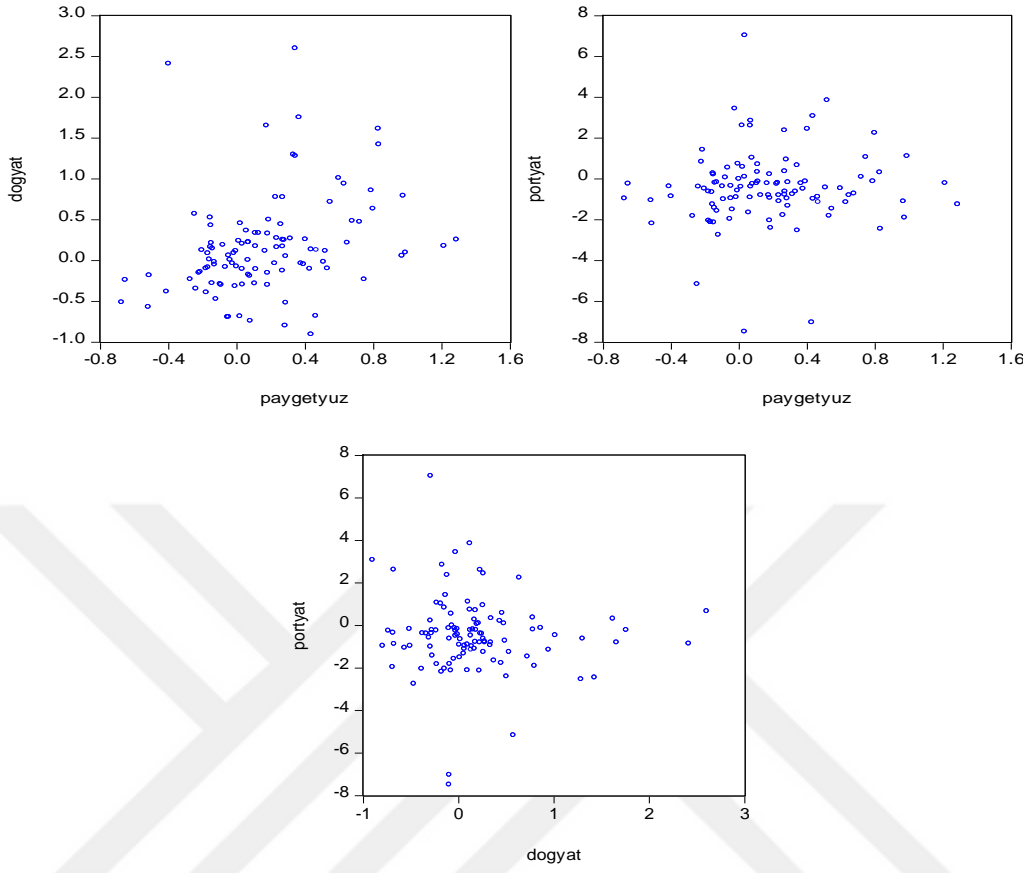


Model bazında normal dağılım varsayımı için oluşturulan Histogram grafiği incelendiğinde, Jargue-Bera olasılık değeri, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu için temel hipotezin burada da reddediği ve normal dağılımın olmadığı görülmektedir.

#### Çoklu Doğrusal Bağlantı ve İçsellik Analiz Sonuçları;

Panel regresyon analizinde kullanılan bağımlı-bağımsız değişkenlerin birbirleriyle olan ilişkilerinin analizden önce test edilmemesi, analiz sonuçlarında sapmalara ve tutarsızlıklara sebep olabilmektedir. Çalışmalarda kullanılan açıklayıcı değişkenler arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi çoklu doğrusal bağlantı sorununa neden olmakta ve varsayımsal testlerden elde edilen sonuçlar yanıltıcı olabilmektedir (Bükey ve Çetin, 2017: 110). Bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin (korelasyon katsayısı) yüksek düzeyde olması çoklu doğrusal bağlantı sorununa, bağımlı ve bağımsız değişken arasındaki ilişki düzeyinin (korelasyon katsayısı) yüksek olması ise içsellik sorununa neden olmaktadır. Literatürde yapılan bazı çalışmalarda bağımsız değişkenler arasındaki ilişki düzeyinin %90'dan yüksek olması ve merkezi VIF değerinin 10'dan fazla olması modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açabileceği aynı şekilde bağımlı-bağımsız değişkenler arasındaki ilişki seviyesinin ise %90'dan yüksek olması içsellik probleme neden olabileceği belirtilmiştir. Çoklu doğrusal bağlantı sorunu Serpilme diyagramı ile gözlemlenebilmekte, korelasyon ve VIF testleri ile tespit edilebilmektedir. Bu bağlamda, çoklu doğrusal bağlantı sorunu için yapılan Serpilme Diyagramı sonuçları aşağıdaki Şekil 4.2'de gösterilmiştir;

**Şekil 4.2:** Serpilme Diyagramı



Çalışmada ilk olarak çoklu doğrusal bağlantı sorununu gözlemlemek için Serpilme diyagramına yer verilmiştir. Grafiklerde bağımsız değişkenlerle bağımlı değişkenler karşılaştırılmış ve son olarak bağımsız değişkenler kendi içerisinde karşılaştırılmıştır. Şekillerde yer alan sonuçlar incelendiğinde değişkenlere ait veriler dağınık bir dağılım gösterdiği ve pozitif ya da negatif herhangi bir seyir izlemediğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla şekillerin tümü için doğrusal ilişki yoktur yorumu yapılabilir. Serpilme Diyagramından sonra, değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarına bakılmıştır. Sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.4'te sunulmuştur;

**Tablo 4.4:** Korelasyon Analizi (Spearman)

Covariance Analysis: Spearman rank-order  
 Date: 03/06/20 Time: 15:26  
 Sample (adjusted): 12/01/2001 12/01/2018

Correlation t-Statistic Olasılık	PAYGETYUZ	DOGYAT	PORTYAT
PAYGETYUZ	1.000000 ----- -----		
DOGYAT	0.396557 4.447450 0.0000	1.000000 ----- -----	
PORTYAT	0.103363 1.069913 0.2871	-0.038942 -0.401234 0.6891	1.000000 ----- -----

Korelasyon analizinde, serilerin normal dağılmamasından dolayı spearman korelasyon testi uygulanmıştır. Analiz sonuçları incelendiğinde, doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasa getirisi arasındaki korelasyonun 0.39, portföy yatırımları ile pay piyasa getirisi arasındaki korelasyonun ise 0.10 olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, bağımsız değişkenler (PORTYAT ve DOGYAT) arasındaki korelasyonun -0.03 olduğu tabloda gösterilmiştir. Buradan hareketle analizde içsel problem sorunu yoktur yorumu yapılabilir. Yukarıdaki tabloya göre çalışmada çoklu doğrusal bağlantı sorunu da yoktur. Fakat kesin ve tutarlı sonuçlar elde edilmesi amacıyla çoklu doğrusal bağlantı sorunu bir de VIF testi ile sınanacak, elde edilen sonuçlara göre çoklu doğrusal bağlantı analizi aşağıda tekrar yorumlanacaktır. Korelasyon Analizinden sonra VIF testine geçilmiş, sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.5'te sunulmuştur;

**Tablo 4.5:** VIF Testi

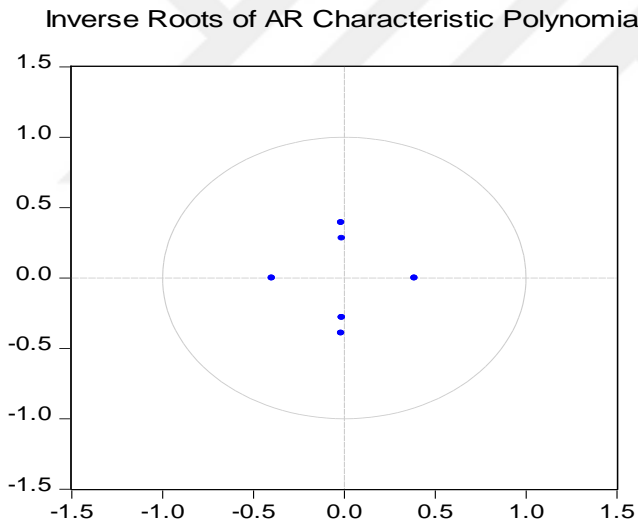
Variance Inflation Factors  
 Sample: 1 108

Değişkenler	Katsayı Varyansı	Uncentered VIF	Centered VIF
DOGYAT	0.003344	1.083855	1.005114
PORTYAT	0.000366	1.066422	1.005114
C	0.001344	1.130137	NA

VIF değerinin 10 ve üzerinde olduğu durumlarda kuvvetli bağımlılık olduğu, VIF değerinin 5 ve üzerinde olduğu durumlarda ise kuvvetli bağımlılığın daha hassas olduğu kabul edilebilir (Ege ve Bayrakdaroğlu, 2008: 377). Yukarıdaki tabloda sunulan analiz sonuçlarına göre ise en yüksek merkezi değerin (Centered VIF) 1.005 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar bir önceki analiz olan Spearman Korelasyon Testini doğrular niteliktedir. Sonuç olarak bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı yorumu yapılabilir.

Bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu analizinden sonra, bağımsız değişkenlerin dışsal değişkenler olup olmadığı analiz edilmiştir. Diğer bir deyişle bağımsız değişkenlerin konu ile alakasız değişkenler olup olmadığı sınanmıştır. Bunun için de literatürde en çok kullanılan AR kök analizi uygulanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki Şekil 4.3'te sunulmuştur;

**Şekil 4.3:** AR Kök



AR karakteristik polinomlarının birim kök çember içindeki konumlarına bakılarak modelin durağanlık kazanıp kazanmadığı test edilebilir (Uysal ve Salman, 2019: 4). AR kökler çember içerisinde yer alıyorsa bağımsız değişkenler için dışsal değişken değildir yorumu yapılabilir. Yani diğer bir ifadeyle; değişkenler konuyla ilgisiz değişkenler değildir yorumu yapılabilir. Yukarıda tablo incelendiğinde de görülecektir, modelde elde edilen köklerin tamamı çember içerisindedir. Dolayısıyla bağımsız değişkenlerin dışsal değişken olmadığı da söylenebilir.

Bağımsız değişkenlerin analizinden sonra, yatay kesit bağımlılığı ve birim kök analizleri için gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Çünkü panel veri analizlerinde daha sağlıklı sonuçlar için, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök analizlerinden önce gecikme uzunluklarının belirlenip yorumlanması önerilmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmediği durumlarda değişkenlerin uzunlukları daha yüksek değer alabilmekte bu da analizde aşırı parametreleşme sorunu yaratmaktadır (Bozdağlıoğlu e Özpınar, 2011: 47). VAR modeli ile tahmin edilen gecikme uzunlukları aşağıdaki Tablo 4.6'da sunulmuştur.

**Tablo 4.6:** Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: PAYGETYUZ DOGYAT PORTYAT

Exogenous variables: C

Date: 03/06/20 Time: 15:30

Sample: 12/01/2001 12/01/2018

Included observations: 60

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-162.4710	NA	0.049891	5.515701	<b>5.620418*</b>	5.556661
1	-149.1662	24.83575	0.043247	5.372205	5.791074	<b>5.536048*</b>
2	-136.9036	<b>21.66386*</b>	<b>0.038892*</b>	<b>5.263453*</b>	5.996474	5.550178
3	-134.0928	4.684584	0.048101	5.469761	6.516934	5.879368
4	-131.6260	3.864782	0.060497	5.687532	7.048856	6.220021
5	-126.6930	7.234977	0.070588	5.823101	7.498576	6.478471
6	-124.8082	2.575931	0.092022	6.060273	8.049900	6.838526
7	-123.4420	1.730451	0.123502	6.314735	8.618514	7.215869
8	-116.7264	7.834957	0.140740	6.390879	9.008810	7.414896

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Yukarıdaki VAR modelinin derecesinin tespitinde tabloda da gösterildiği gibi bazı testler kullanılmaktadır. Literatür de en çok kullanılan testler; Olabilirlik Oranı Testi (LR), Son Öngörü Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) olduğu görülmektedir. VAR modeli gecikme uzunluğunun tespitinde Akaike Bilgi Kriteri (AIC) baz alınmıştır. Yukarıdaki analiz sonuçları incelendiğinde LR, FBE ve AIC testleri ideal gecikme uzunluğunun 2 olduğunu gösterirken, SC testi 0 ve HQ testi ise 1 olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla Akaike Bilgi Kriteri (AIC) 2 gecikme uzunluğu

değerinin aldığı için model için uygulanacak olan gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir.

Gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök analizlerine geçilmiştir. İlk olarak Yatay Kesit Analizleri test edilmiş ve sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.7’de verilmiştir;

**Tablo 4.7:** Yatay Kesit Bağımlılığı

Değişken	CD Testleri	İstatistik	Olasılık	Gecikme (Lag)
<b>PAYGETYUZ</b>	LM (Breusch,Pagan 1980)	35.230	0.002	BREZİLYA (1)
	CDlm (Pesaran 2004)	3.694	0.000	RUSYA (2)
	CD (Pesaran 2004)	-1.440	0.075	HİNDİSTAN (2)
	LMadj (PUY, 2008)	0.279	0.390	ÇİN (1) G. AFRİKA (2) TÜRKİYE (1)
<b>DOGYAT</b>	LM (Breusch,Pagan 1980)	35.722	0.002	BREZİLYA (1)
	CDlm (Pesaran 2004)	3.783	0.000	RUSYA (2)
	CD (Pesaran 2004)	-2.547	0.005	HİNDİSTAN (1)
	LMadj (PUY, 2008)	0.837	0.201	ÇİN (1) G. AFRİKA (1) TÜRKİYE (1)
<b>PORTYAT</b>	LM (Breusch,Pagan 1980)	26.797	0.030	BREZİLYA (1)
	CDlm (Pesaran 2004)	2.154	0.016	RUSYA (2)
	CD (Pesaran 2004)	-2.704	0.003	HİNDİSTAN (1)
	LMadj (PUY, 2008)	“0.776	0.219	ÇİN (1) G. AFRİKA (1) TÜRKİYE (1)

**Not;** Ülkelerin karşısında parantez içerisinde gösterilen değerler gecikme uzunluklarını ifade etmektedir.

Yatay Kesit Bağımlılığında asıl saptanmak istenen, değişkenlerin herhangi birinde meydana gelecek herhangi bir şok diğer değişkenleri etkileyip etkilemediğidir. Yapılan analizler sonucunda elde edilecek olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğu durumlarda, yokluk hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğuna karar verilmektedir (Göçer vd., 2012: 456). Çalışmanın t boyutu n boyutundan büyük olduğu için yukarıdaki testlerden LMadj (PUY, 2008) testinin dikkate alınması gerekmektedir. LMadj (PUY, 2008) analiz sonuçları incelendiğinde; test olasılık sonuçlarının tüm değişkenler için kritik değer olan 0.05 değerinden büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sıfır hipotezi reddedilememektedir. Yani değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı yoktur, ülkelerin herhangi birinde meydana gelen bir şok diğer ülkeleri etkilemiyor denebilir.

Yatay Kesit Bağımlılığı analizinden sonra birim kök testlerine geçilmiştir. Panel birim kök sınavında karşılaşılan ilk sorun, paneli oluşturan yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olup olmadıklarıdır. Panel birim kök testleri bu noktada; birinci ve ikinci kuşak testler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci kuşak birim kök testleri, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin bağımsız olduğu ve panelli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan, tüm yatay kesit birimlerinin aynı düzeyde etkilendikleri varsayımına dayanır. Yatay kesit birimleri arasındaki yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulundurarak birim kök analizi yapan ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir (Altıntaş ve Mercan, 2015: 361). Yani hangi analizin nerede kullanılacağına yatak kesit bağımlılığı testi sonucuna göre karar verilir. Yatay kesit bağımlılığı olmayan serilerde birinci nesil birim kök testi uygulanırken, yatay kesit bağımlılığı olan serilerde ikinci nesil birim kök testi uygulanır. Buradan hareketle, çalışmada kullanılan serilerde yatay kesit bağımlılığı olduğundan dolayı ikinci nesil birim kök testi uygulanmıştır. İkinci nesil birim kök analizi için ilk olarak serilerin homojenlikleri sınanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.8’de verilmiştir;

**Tablo 4.8:** Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenite Test Sonuçları

Değişken	$\tilde{\Delta}$	Olasılık Değeri	$\tilde{\Delta}_{adj}$	Olasılık Değeri
$\alpha$ (Sabit Terim)	1.581	0.057	1.780	0.038
$\beta$ PORTYAT	-1.064	0.856	-1.166	0.878
$\beta$ DOGYAT	3.539	0.000	3.876	0.000

H<sub>0</sub>: Homojenlik vardır.

H<sub>1</sub>: Homojenlik yoktur.

Serilerin homojenlik sınamaları için ikinci nesil birim kök testlerinden olan Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen homojenlik testi uygulanmıştır. Testin sıfır hipotezi (H<sub>0</sub>): eğim katsayıları homojendir, (H<sub>1</sub>): eğim katsayıları homojen değildir (A.g.e.: 364). Yukarıdaki analizde ilk olarak model bazında homojenlik testi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre PORTYAT bağımsız değişkeninin hem delta hem de düzeltilmiş delta olasılık değerlerinin kritik değer olan 0.05 değerinden büyük olduğu görülmektedir. Bu durumda sıfır hipotezi reddedilememektedir. Yani PORTYAT bağımsız değişkeni model bazında ele alındığında homojendir. Sabit terim delta olasılık değeri kritik değerden büyükken, düzeltilmiş delta olasılık değeri kritik değerden küçüktür. Yani düzeltilmiş delta olasılık değerinde sabit terim homojen değildir. Diğer ve son değişken olan DOGYAT bağımsız değişkeninin hem delta hem de düzeltilmiş delta olasılık değeri kritik değerden küçük olduğu dolayısıyla homojen olmadığı söylenebilir.

Model bazında homojenlik analizinden sonra çalışmada tutarlı ve güvenilir sonuçlar elde edebilmek adına, değişken bazında homojenlik testi de analiz edilmiştir. Sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.9’da gösterilmiştir;

**Tablo 4.9:** Değişken Bazında Homojenlik Delta Test Sonuçları

<b>PAYGETYUZ</b>			
$\tilde{\Delta}$	-1.327	$\tilde{\Delta}_{adj}$	-1.454
Olasılık	0.908	Olasılık	0.927
<b>DOGYAT</b>			
$\tilde{\Delta}$	-1.364	$\tilde{\Delta}_{adj}$	-1.494
Olasılık	0.914	Olasılık	0.932
<b>PORTYAT</b>			
$\tilde{\Delta}$	-1.547	$\tilde{\Delta}_{adj}$	-1.695
Olasılık	0.939	Olasılık	0.955

H<sub>0</sub>: Homojenlik vardır.

H<sub>1</sub>: Homojenlik yoktur.

Değişken bazında homojenlik testinde, sıfır hipotezi (H<sub>0</sub>) homojenlik olduğunu belirtmektedir. Yukarıdaki tabloda yer alan sonuçlar incelendiğinde bütün değişkenlerin (bağımlı – bağımsız) gerek delta gerekse düzeltilmiş delta olasılık değerleri kritik değer olan 0.05’ten büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla sıfır hipotezi (H<sub>0</sub>: Homojenlik vardır) reddedilememektedir. Tüm değişkenlerin homojen olduğu söylenebilir.

Değişkenlerin homojen olduğunun tespitinden sonra serilerin durağanlığına geçilmiştir. Birim Kök durağanlık analizi için Levin, Lin ve Chu (LLC-2001) ve Im, Pesaran ve Shin (IPS-2003) panel birim kök testleri kullanılmıştır. LLC birim kök sonuçları aşağıdaki Tablo 4.10’da gösterilmiştir;

**Tablo 4.10:** LLC (2001) Panel Birim Kök Test Sonuçları

	<b>Sabit</b>			<b>Sabit ve Trend</b>		
	<b>İsta.</b>	<b>Olas-değer</b>		<b>İsta.</b>	<b>Olas-değer</b>	
<b>PAYGETYUZ</b>	-11.4979	0.0000	Birinci Fark	<b>PAYGETYUZ</b>	-8.62845	0.0000
<b>DOGYAT</b>	-6.45576	0.0000		<b>DOGYAT</b>	-4.25291	0.0000
<b>PORTYAT</b>	-5.45649	0.0000		<b>PORTYAT</b>	-2.40099	0.0082

**Not 1:** LLC testinde uzun dönem tutarlı hata varyansı hesaplanırken “Kernel” tahmincisi olarak Barlett yöntemi kullanılmış ve bant genişliği “bandwith” Newey-West yöntemine göre seçilmiştir. LLC tesinde, maksimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmış ve optimal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

**Not 2:** \*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.



Panel veri analizlerinde tutarlı ve güvenilir sonuçlar elde etmek için serilerin durağan olması gerekmektedir. Çalışmada durağanlık sınaması ilk olarak LLC Panel Birim Kök testi ile sınanmıştır. Çünkü yukarıda da değinildiği gibi değişken bazında homojenlik delta test sonuçlarına göre tüm değişken homojen bir yapıya sahiptir ve öncelikli olarak homojen yapıya sahip olan LLC birim kök testi kullanılmıştır. Gecikme uzunluğu, optimal uzunluk olan 2 gecikme uzunluğu dikkate alınmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait veriler tam ve eksiksiz olduğu için ‘Balanced Örnekleme’ seçilmiştir. Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi hem sabit modelde hem de sabit ve trend modelinde olasılık değerleri kritik değer olan 0,05 değerinin altındadır. Yani tüm serilerin durağan oldukları, birim köke sahip olmadıkları  $I(0)$  tespit edildiği söylenebilir.

Durağanlık sınamasında LLC birim kök testinden sonra, heterojen bir yapıya sahip olan IPS birim kök sınamasına geçilmiştir. IPS birim kök analiz sonuçları aşağıdaki Tablo 4.11’de verilmiştir.

**Tablo 4.11:** IPS (2003) Panel Birim Kök Test Sonuçları

	Sabit			
	İsta.	Olas-değer	Birinci Fark	Olas-değer
<b>PAYGET</b>	-9.50241	0.0000		
<b>DOGYAT</b>	-5.60789	0.0000		
<b>PORTYAT</b>	-5.57522	0.0000		
	Sabit ve Trend			
	İsta.	Olas-değer	Birinci Fark	Olas-değer
<b>PAYGET</b>	-7.12944	0.0000		
<b>DOGYAT</b>	-4.78548	0.0000		
<b>PORTYAT</b>	-3.86922	0.0001		

**Not 1:** IPS testinde uzun dönem tutarlı hata varyansı hesaplanırken “Kernel” tahmincisi olarak Barlett yöntemi kullanılmış ve bant genişliği “bandwith” Newey-West yöntemine göre seçilmiştir. IPS tesinde, maksimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmış ve optimal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

**Not 2:** \*\*\*,\*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

IPS testi heterojen bir yapıya sahiptir. Yukarıdaki analiz sonuçlarında da görüldüğü gibi tüm değişkenlerin olasılık değerleri hem sabit model de hem de sabit ve trend modelinde kritik değer olan 0.05’in altında yani durağandır. Dolayısıyla serilerin seviyede durağandır  $I(0)$ .

Doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının pay piyasa getirisine etkisini tespit etmek amacıyla çalışmanın buraya kadar ki kısmında çoklu doğrusal bağlantı, içsellik, yatay kesit bağımlılığı, homojen ve heterojenliğin belirlenmesi için testler ve durağanlık için kök analizleri testleri uygulanmıştır. Elde edilen bu bulgular

ışığında model tahminlemesi yapılacaktır. Fakat öncesinde tahmin yönteminin belirlenmesi gerekmektedir. Literatürde model tahminlemesi için Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Rassal Etkiler Modellerinin kullanıldığı görülmektedir. Bu modellerden hangisinin kullanılacağı F, LM ve Honda Testleri analizleri sonuçları kapsamında yorumlanacaktır. Sonuçlar aşağıdaki Tablo 4.12’de sunulmuştur;

**Tablo 4.12:** F, LM ve Honda Tahmin Modeli Belirleme Test Sonuçları

	Test	İstatistik	Olasılık Değeri
<b>PAYGET</b>	F-grup	0.494130	0.779777
	F-zaman	7.141609	0.000000
	F-iki yönlü	5.619236	0.000000
	LM-grup	2.077553	0.149480
	LM-zaman	57.85269	2.82E-14
	LM-iki yönlü	59.93024	9.69E-14
	Honda-grup	-1.441372	0.925260
	Honda-zaman	7.606095	1.41E-14
	Honda-iki yönlü	4.359118	6.53E-06

Yukarıdaki analizde 3 çeşit test kullanılmıştır. Bu testlerden F testi; Havuzlanmış Model ile Sabit Etkiler Modeli arasında seçim yapmamızı sağlamakta olup, LM ve Honda testleri ise Havuzlanmış Model ile Rassal Etkiler Modeli arasında seçim yapmamıza imkân tanımaktadır. Tabloda yer alan analiz sonuçları incelendiğinde F testinin zaman boyutunun olasılık değeri kritik değer olan 0.05’in altında kaldığı görülmektedir. Bu duruma ilaveten çalışmanın t boyutunun n boyutundan büyük olduğu da düşünülürse, Sabit Etkiler Modeli ile tahminleme yapmanın daha sağlıklı olacağı söylenebilir. Havuzlanmış Model ile Rassal Etkiler Modeli arasında seçim yapmamızı sağlayan LM ve Honda testlerine bakıldığında; her iki teste de olasılık değerleri hem kesit boyutunda hem de zaman boyutunda 0.05 kritik değerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Rassal Etkiler Modelini önermemektedir. Çalışmada ele alınan veri seti, belirli bir topluluğu (BRICS-T) ifade etmekte, belirli bir dönem aralığında ele alınmakta ve yukarıda da ifade edildiği gibi çalışmanın t boyutunun n boyutundan yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Buradan hareketle zaman etkisinin olduğu tek yönlü Sabit Etkiler Modeli ile tahminleme yapmanın daha tutarlı olacağı sonucuna varılmıştır. Yukarıdaki tabloda yer alan analiz sonuçları da bu durumu destekler niteliktedir.

Tahmin sonuçlarına geçmeden önce analizde test edilen değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları aşağıdaki Tablo 4.13' de gösterilmiştir;

**Tablo 4.13:** Otokorelasyon ve Değişen Varyans

<b>Sabit Etkiler Modeli İçin</b>		
<b>Değişen Varyans</b>		
Breusch-Pagan-Godfrey LM	12.88664	0.024465
<b>Ardışık Bağımlılık (Otokorelasyon)</b>		
Baltagi ve Li (1991) LMp	9.843918	0.001704
Born ve Breitung (2016) LMp	14.06505	0.000177
Durbin-Watson	2.467214	

Bu analiz kapsamında, çalışmanın değişen varyansı Breusch-Pagan-Godfrey LM testi ile otokorelasyon sınaması ise Baltagi ve Li (1991), Born ve Breitung (2016) ve Durbin-Watson testleri ile analiz edilmiştir. Tek yönlü Sabit Etkiler Modeli ile hesaplanmış değişen varyans ve otokorelasyon analiz sonuçları yukarıdaki tabloda incelendiğinde; Breusch-Pagan-Godfrey LM testinin olasılık değeri (0.02) kritik değerden (0.05) küçüktür. Buradan hareketle sıfır hipotezi ( $H_0$ : değişen varyans yoktur) reddedilmektedir. Yani yapılan panel veri analizinde değişen varyans söz konusudur. Otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında; hem Baltagi ve Li (1991) testi olasılık değeri hem de Born ve Breitung (2016) testi olasılık değeri kritik değer olan 0.05'in altındadır ve sıfır hipotezi reddedilir. Yani diğer bir ifadeyle, yapılan panel veri analizinde otokorelasyon sorunu vardır. Son olarak Durbin-Watson testi sınanmıştır. Literatürde yapılan çalışmalarda, Durbin-Watson katsayısının 2-2,5 üzerinde olması Sabit Etkiler Modeli için otokorelasyon probleminin önemli olduğu, 2'den küçük bir değer ise önemli olmadığı belirtilmektedir. Durbin-Watson analiz sonucu 2.4672 değerini aldığı görülmektedir. Dolayısıyla Durbin-Watson testine göre otokorelasyon sorununun varlığından bahsedilebilir.

Değişen varyans ve otokorelasyon sınamalarından sonra analiz tahminine geçilmiştir. Zaman etkisinin olduğu tek yönlü Sabit Etkiler Modeli ile değişen varyans, otokorelasyon sorunlarını ve panel standart hataları çözen White Period dirençli tahmincisi ile tahminleme yapılmıştır. Tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 4.14'te sunulmuştur.

**Tablo 4.14:** Tahmin Sonuçları

Dependent Variable: PAYGETYUZ

Method: Panel Least Squares

Date: 03/06/20 Time: 16:05

Sample (adjusted): 12/01/2001 12/01/2018

Periods included: 18

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 108

White period standard errors &amp; covariance (no d.f. correction)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
<b>DOGYAT</b>	<b>0.062526</b>	0.052133	1.199361	<b>0.2338</b>
<b>PORTYAT</b>	<b>0.016106</b>	0.007942	2.028102	<b>0.0458</b>
C	0.164406	0.010719	15.33835	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.638765</b>		<b>Ort. Bağımlı Değ.</b>	0.167676
<b>Düzenlenmiş R<sup>2</sup></b>	<b>0.534312</b>		<b>Stan. Sap. Bağ. Değ.</b>	0.374362
<b>S.H. of Regresyon</b>	0.255469		<b>Akaike Bilgi Kri.</b>	0.308244
<b>Resid Kare Ort.</b>	5.416962		<b>Schwarz Bilgi Kri.</b>	0.929108
<b>Log Likelihood</b>	8.354827		<b>Hannan-Quinn Bil.</b>	0.559982
<b>F-istatistik</b>	6.115317		<b>Durbin-Watson İst.</b>	2.075911
<b>Olasılık (F-istatistik)</b>	0.000000			

Yukarıdaki tabloda yer alan tahmin sonuçları incelendiğinde; modelin bütüncül olarak anlamlılığını gösteren F-istatistik olasılık değerinin, kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. Buradan hareketle model anlamlıdır ve geçerlidir yorumu yapılabilir. Bir diğer önemli gösterge, modelin açıklama gücü olan R<sup>2</sup>'dir. Fakat analizde birden fazla bağımsız değişkenler yer aldığını için Düzeltilmiş R<sup>2</sup> oranına bakmamız gerekecektir. R<sup>2</sup> oranının 0.63, değişkenler dahil edilince Düzeltilmiş R<sup>2</sup> oranının ise 0.53 olduğu görülmektedir. Yani doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının, BRICS-T ülkeleri pay piyasa getirisindeki değişimlerin 0.53'ünü açıklamaktadır. Tabloda bir diğer önemli gösterge değişkenlerin birbiri ile olan ilişkilerde ne tür tepkiler verdiğidir. Bağımsız değişken olan DOGYAT'ın olasılık değerinin istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermemesinden dolayı bu değişken hakkında yorum yapılamamakla birlikte, bir diğer bağımsız değişken olan PORTYAT'da bir birimlik artış pay piyasa getirisinde 0.0161 birimlik artışa yol açmaktadır. Dolayısıyla çalışmada kullanılan PORTYAT değişkeni ile bağımlı değişken arasında pozitif bir ilişki olduğu söylenebilir. PORTYAT değişkeninin olasılık değerinin (0.04) kritik değer olan 0.05'ten küçük olduğu, %95 güven düzeyinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılabilir. Analiz sonuçlarına göre, yukarıda kurulmuş olan;

- **Hipotez 1**

H<sub>0</sub>: Doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

- **Hipotez 2**

H<sub>0</sub>: Portföy yatırımları ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Portföy yatırımları ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Bu iki hipotezden **Hipotez 1 için H<sub>0</sub> hipotezi** DOGYAT olasılık değeri kritik değerden büyük olduğu için reddedilememiştir. Yani doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasa getirisi arasında anlamlı bir istatistiki ilişki yoktur. Fakat **Hipotez 2 için H<sub>0</sub> hipotezi** PORTYAT olasılık değeri kritik değerden küçük olduğu için reddedilmiştir. Yani portföy yatırımları ile pay piyasa getirisi arasında anlamlı bir ilişkinin tespit edildiği söylenebilir.

Elde edilen bu sonuçlardan hareketle, ülkelerin finansal piyasalarına giren ve likit bir yatırım olan portföy yatırımlarının, pay piyasalarını pozitif yönde etkilediği ve pay piyasa getirilerine pozitif bir katkısının olduğu söylenebilir. Portföy yatırımları, doğrudan finansal piyasalara yapılan yatırımlar olduğu için, portföy yatırımları sonucunda pay piyasalarının olumlu etkilenmesi beklentileri de karşılayan bir sonuçtur. Bu bulgular literatürde yer alan çalışmalarla (Errunza (2001); Weiss ve Nikitin (2004); Poshakwale ve Thapa (2007); Ekeocha (2008); Anayochukwu (2012); Gupta vd. (2013); Halale (2014); Bhatia ve Kishor (2015); Okonkwo (2016); Raghavan ve Selvam (2017);; Iriobe vd. (2018); Ege vd. (2019) ve Anggitawati ve Ekaputra (2020)) desteklenmektedir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada BRICS-T ülkelerine yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının, ülkelerin pay piyasası getirilerine etkisini incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda 2000-2018 dönem aralığından yıllık bazda ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile yine yıllık bazda ülkelerin pay piyasalarına ait yılın son işlem günü kapanış fiyatları alınarak bir veri seti oluşturulmuş ve panel veri analiz yöntemi ile analiz edilmiştir. Yapılan yabancı yatırımların pay piyasası getirisine etkisini tespit etmek için bir panel regresyon modeli oluşturulmuş ve iki farklı hipotez ile bağımlı – bağımsız değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu hipotezlerden ilki olan Hipotez 1 için  $H_0$  hipotezi; doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası arasında anlamlı bir ilişki olmadığı ifade ederken, Hipotez 2 için  $H_0$  hipotezi; portföy yatırımları ile pay piyasası arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ifade etmektedir. Bu doğrultuda sırasıyla; çoklu doğrusal bağlantı ve içsellik testleri, gecikme uzunluğu testi, yatay kesit bağımlılığı, homojenlik ve heterojenlik testleri, durağanlık testleri ve değişen varyans ve otokorelasyon testleri uygulanmıştır.

Yapılan testler sonucunda, çalışmada çoklu doğrusal bağlantı sorununun ve içsellik problemlerinin olmadığı, gecikme uzunluğunun 2 olarak belirlendiği, değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı, serilerin homojen bir yapıda olduğu, serilerin seviyede durağan olduğu ve modelde değişen varyans ve otokorelasyon sorunun olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Zaman etkisinin olduğu tek yönlü sabit etkiler modeli ile değişen varyans, otokorelasyon sorunlarını ve panel standart hataları dikkate alıp çözen White Period dirençli tahmincisi ile yapılan tahminleme sonucunda ise doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamış fakat portföy yatırımlarının pay piyasasını pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Buradan hareketle, bu çalışma için oluşturulan Hipotez 1 için  $H_0$  hipotezi reddedilememiştir. Yani doğrudan yabancı yatırımlar ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç literatürde yapılan İdenyi vd. (2016), Bayar ve Gavriletea (2018) ve Ege vd. (2019) çalışmalarla benzerlik göstermektedir. Çalışmanın diğer hipotezi olan Hipotez 2 için  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Yani portföy yatırımları ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır sonucuna

ulaşmıştır. Bu sonuç literatürde yapılan Errunza (2001), Weiss ve Nikitin (2004), Poshakwale ve Thapa (2007), Ekeocha (2008), Anayochukwu (2012), Gupta vd. (2013), Halale (2014), Bhatia ve Kishor (2015), Okonkwo (2016), Raghavan ve Selvam (2017), Iriobe vd. (2018) ve Anggitawati ve Ekaputra (2020) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir.

Araştırmaya konu olan Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika ve Türkiye (BRICS-T) ülkelerinin demokrasi yapıları, siyasi istikrarları, ekonomi politikaları, piyasa gelişmişlik düzeyleri, eğitim seviyeleri vb. kısaca kendine özgü dinamikleri farklılık gösterebilmektedir. Bu durumdan kaynaklı olarak ülkelere yıllar itibariyle yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarında farklılık gösterebilmektedir. Örneğin yukarıdaki Tablo 1.1’de sunulan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırım tutarları incelendiğinde; 2018 yılı itibariyle sadece Çin’e yapılan yatırım tutarı (2,03 trilyon dolar) diğer 5 ülke olan Brezilya, Rusya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye’ye yapılan yatırım tutarından (1,57 trilyon dolar) fazla olduğu görülmektedir.

Diğer yandan portföy yatırımlarının verildiği Tablo 1.2 incelendiğinde ise; Güney Afrika ülkesinin 2003 yılından itibaren eksi portföy yatırımı çektiği görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarda lider konumunda olan Çin’in 2018 itibariyle -1,06 trilyon dolar ile diğer ülkelere kıyasla daha fazla portföy yatırımının çıktığı ve rekor düzeyde portföy çıkışının gerçekleştiği görülmektedir.

Ülkelerin hem doğrudan yabancı yatırımlardan hem de portföy yatırımlarından farklı düzeyde etkilenmesinden kaynaklı olarak, ülkelerin pay piyasalarının da bu yatırımlardan farklı derecede etkilenebileceği şüphe götürmez bir gerçektir. Demokrasinin eşit ve adaletli bir yapıda işlediği, siyasi istikrarın sağlandığı, ekonomi politikaların verimli bir şekilde hayata geçirildiği, şirketlere ait önemli bilgilerin şeffaf bir yapıda kamuoyuna duyurularak piyasanın gelişimine katkı sağlandığı ve ülkelerin eğitime gerekli önem ve özeni göstererek iler ki yıllarda ülkesinin refahı için bilinçli bir toplum yapısının bugünlerden oluşturulduğu bir BRICS-T topluluğunda hem doğrudan yabancı yatırımların hem de portföy yatırımlarının pay piyasasının gelişimini olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

Bu çalışma, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının BRICS-T ülkeleri pay piyasa getirilerine etkisini incelemesi bakımından literatürde yapılan öncü

çalışmalardandır. Doğrudan yabancı yatırımların daha çok ülke ekonomilerini ilgilendiren uzun vadeli bir yatırım türü olmasından dolayı finansal piyasalara direk bir etkisi beklenmemektedir. Fakat portföy yatırımlarının ise likit bir yatırım olması ve doğrudan finansal piyasalara yapılan bir yatırım türü olmasından dolayı pay piyasalarını pozitif yönde etkilemesi beklenen bir durumdur.

Bu çalışma kapsamında; pay piyasalarının gelişmesi için ülkelerin şeffaf bir bürokrasi izlemeleri, hukuk devleti anlayışını benimsemeleri, maliye ve para politikalarının birlikte hareket etmeleri ve ülkelerin kendi dinamikleri doğrultusunda portföy yatırımlarını çekmek için gerekli özendirici politikaların izlenmesi önerilmektedir.





## KAYNAKÇA

- Adam, A. M., & Tweneboah, G. (2008). Foreign Direct Investment And Stock Market Development: Ghana Evidence. *Munich Personal Repec Archive*, 11261: 1-13.
- Adjasi, C. K. D., Abor, J., Osei, K. A. & Nyavor-Foli, E. E. (2012). FDI and Economic Activity in Africa: The Role of Local Financial Markets. *Thunderbird School of Global Management*, 54(4): 429-439.
- Akkaya, B. M. O. ve Soytaş, U. (2020). Does Foreign Portfolio Investment Strengthen Stock-Commodity Markets Connection?. *Resources Policy*, 65: 1-13.
- Albayrak, E. (2015). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*. Sakarya Üniversitesi, Sapanca Meslek Yüksekokulu, 1-10.
- Albulescu, C. T. (2015). Do Foreign Direct and Portfolio Investment Affect Long-Term Economic Growth in Central and Eastern Europe?. *Procedia Economic and Finance*, 23: 507-512.
- Al-Halalmeh, M. & Sayah, A. M. (2010). Impact of Foreign Direct Investment on Share Market Value in Amman Exchange Market. *American Journal of Economics And Business Administration*, 2(1): 35-38.
- Allen, D. S. & Ndikumana, L. (2000). Financial Intermediation and Economic Growth in Southern Africa. *Journal of African Economies*, 9(2): 132-160.
- Altıntaş, H. ve Mercan, M. (2015). AR-GE Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Panel Eşbütünleşme Analizi. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 70(2): 345-376.
- Anayochukwu, O. B. (2012). The Impact of Stock Market Returns of Foreign Portfolio Investment in Nigeria. *IOSR Journal of Business and Management*, 2(4): 10-19.
- Andersen, T. B. & Tarp, F. (2003). Financial Liberalization Financial Development And Economic Growth in LDCs. *Journal of International Development*, 15: 189-209.
- Anggitawati, D. & Ekaputra, I. A. (2020). Foreign Portfolio Investment Flows and Exchange Rate: Evidence From Indonesia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(2): 260-274.

- Apergis, N. et al. (2007). The Relationa Between Foreign Direct Investment and Economic Growth: Evidence From Transtion Countries. *Transition Studies Review*, 15(1): 37-51.
- Aranyarat, M. C. (2011). The Effect of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment and Portfolio Flows to Thailand. *Chulalongkorn University Library*, 1-30.
- Arı, A. ve Özcan, B. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz; OECD Örneği. *İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12, 65-88.
- Aron, J., Leape, J. & Thomas. L. (2010). Foreign Portfolio İvestment and Capital Market in South Africa. *Economic and Social Research*, 1, 1-35.
- Aslan, B. (2013). *Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine etkileri; Türkiye-Hindistan örneği* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bilecik.
- Avşar, M. (2004). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 4(1), 85-101.
- Aydın, N. (2004). *Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset Tesisleri Basımı.
- Ayhan, D. (2014). BRICS-T Ülkelerine Yönelik Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(1): 67-75
- Ayouni, S. E. & Bardi, W. (2018). Financial Development and FDI in Tunisia: Non Linear Relationship. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 12(2): 48-62.
- Baklacı, H. F. (2007). Türkiye’de Vadeli Döviz İşlemlerinin Spot Döviz Piyasa Volatilitesi Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(250): 53-68.
- Baloi, D. & Price, A. D. F. (2001). Modelling Global Risk Factors Affecting Construction Cost Performance. *International Journal of Project Management*, 21: 261-269.

- Barışık, S. ve Şarkgüneşi, A. (2009). Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri (1990-2007 Dönemi Nedensellik Analizi). *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(9): 19-33.
- Battal, T. ve Akan, E. (2019). BRICS Ülkeleri ile Türkiye'nin Performans ve Potansiyel Kriterleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi. *Beykoz Akademi Dergisi*, 7(1): 1-35.
- Bayar, Y. & Gavriletea, M. D. (2018). Foreign Direct Investment inflows and financial development in Central and Eastern Europe Union Countries: A Panel Cointegration and Causality. *International Journal of Financial Studies*, 6(55): 1-13.
- Bevan, A. A. & Estrin, S. (2000). The determinants of Foreign Direct Investment in Transit Economies. *Centre for Economic Policy Research*, 2638: 1-36.
- Bhatia, A. & Kishor, N. (2015). Linkages of Foreign Portfolio Investments and Stock Market Indices: Evidence From BRICS Nations. *Journal of Poverty Investment and Development*, 19: 1-21.
- Bozdağlıoğlu, E. Y. ve Özpınar, Ö. (2011). Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Türkiye'nin İhracat Performansına Etkilerinin VAR Yöntemi ile Tahmini. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(3): 39-63.
- Buckley, A. (2004). Multinational Finance. *Financial Times*, (5th ed.), London: Prentice Hall.
- Budak, H. Z. (2017). Finansal Bulaşma Üzerine Bir Literatür İncelemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 39(2): 451-472.
- Bükey, A. M. ve Çetin, B. I. (2017). Türkiye'de Gelir Dağılımına Etki Eden Faktörlerin En Küçük Kareler Yöntemi ile Analizi. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 3(1): 103-117.
- Canpolat, M. (2019). *Doğrudan yabancı yatırımlar ve dış ticaret ilişkisi: BRICS-T Ülkeleri örneği* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Çankaya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Chaudhry, N. I. et al. (2013). Empirical Relationship Between Foreign Direct Investment and Economic Growth: An ARDL Co-Integration Approach for China. *China Finance Review International*, 3(1): 26-41.
- Çakıroğlu, M. (2019). Türkiye’de 2013-2017 Yılları Arasında Gerçekleşen Birleşme, Satın Alma ve İş Ortaklıklarının Analizi. *Giresun Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(9): 18-39.
- Çalışkan, Ö. (2003). 2002 Dünya Yatırım Raporu Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Değerlendirmeler. *Dış Ticaret Dergisi*, 8(27): 80-106.
- Çeştepe, H., Abasız, T. ve Şık, A. (2019). Cari Açığın Finansmanı ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar: BRICS-T Ülkeleri İçin Nedensellik Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(3): 660-672.
- Çinko, L. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1): 117-131.
- Das, D. K. (2000). Portfolio Investment in Emerging Market Economies: Trends, Dimensions And Issues. *Journal of Asset Management*, 1: 172-195.
- Demirtaş, C. (2014). *Finansal gelişme doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesi; Türkiye örneği* (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Aksaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aksaray.
- Duasa, J. & Kassım S. H. (2009). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia, *Pakistan Institute of Development Economics*, 48(2): 109-123.
- Durham, J. B. (2003). Foreign Portfolio Investment Foreign Bank Lending and Economic Growth. *FRB International Finance Discussion Paper*, 757: 1- 35.
- Dursun, G. (2004). *Yabancı doğrudan yatırımlar ve belirleyicileri: Türkiye analizi* (Yayınlanmış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Dutta, N. & Roy, S. (2011). Foreign Direct Investment Financial Development and Political Risks. *The Journal of Developing Areas*, 44(2): 1-34.
- Efe, B. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği*. İzmir: İzmir Ticaret Odası Yayınları.

- Ege, İ. ve Bayrakdaroğlu, A. (2008). Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2): 379-395.
- Ege, İ., Şahin, S. ve Topaloğlu, E. E. (2019). The effect of Foreign Direct and Portfolio Invesments on Stock Market Returns in E7 Countries. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 83: 263-178.
- Ekeocha, P. C. (2008). Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in An Emerging Market: Evidence From Nigeria. *International Conference on Applied Economics*, 1: 289-296.
- Emir, M. ve Bank, S. (2009). Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41: 53-62.
- Erdoğan, A. (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*. (2.basım), Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Errunza, V. (2001). Foreign Portfolio Equity Investments Financial Liberalization and Economic Development. *Review of International Economics*, 9(4): 703-726.
- Felek, Ş. (2016). *Türkiye’de AB doğrudan yatırımları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin ekonometrik analizi* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Ferreira, M. A. & Laux, P. A. (2009). Portfolio Flows Volatility and Growth. *Journal of International Money and Finance*, 28: 271-292.
- Girma, S., Greenaway, D. & Wakelin, K. (2001). Who benefits from Direct Foreign Investment in the UK?. *Scottish Journal of Political Economy*, 48(2): 119-133.
- Goldstein, I. & Razin, A. (2005). Foreign Direct Investment vs Portfolio Investment, *National Bureau of Economic Research*, 11047: 1-33.
- Göçer, İ., Mercan, M. ve Hotunluođlu, H. (2012). Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Veri Analizi. *Maliye Dergisi*, 163: 449-467.

- Guerin, S. S. (2006). The Role of Geography in Financial and Economic İntegration: A Comparative Analysis of Foreign Direct İnvestment Trade and Portfolio İnvestment Flows. *Journal Compilation*, 29(2): 189-209.
- Gupta, S., Kalra, N. & Bagga, R. (2013). Impact of Foreign Investments on Stock Market Volatility: AN Evidence From Indian Stock Market. *Effective Management*, 1-13.
- Güleryüz, T. (2005). *Türkiye'deki finansal piyasalar ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliği* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Gümüş, G. K. ve Güngör, B. (2013). The Relationship Between Foreign Portfolio İnvestment and Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*, 9(34): 209-226.
- Gür, B. (2020). The Effect of Foreign Trade on Innovation: The Case of BRICS-T Countries. *EconWorld2020@Porto*, 1-20.
- Habibullah, M. S. & Eng, Y. K. (2006). Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for The Asian Developing Countries. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 11(4): 377-393.
- Hajilee, M. & Nasser, O. M. A. (2015). The Relationship Between Financial Market Development and Foreign Direct İnvestment in Latin American Countries. *The Journal of Developing Areas*, 49(2): 227-245.
- Halale, M. S. (2014). Influence of foreign Portfolio Investment on Stock Market Indicators. *International Journal of Management*, 5(10): 1-11.
- Hermes, N. & Lensink, R. (2003). Foreign Direct Investment Financial Development and Economic Growth. *The Journal of Development Studies*, 40(1): 142-163.
- Hisarcıklılar, M., Kayyam, S. S., Kayalica, M. O. ve Özkale, N. O. (2006). Foreign Direct Investment and Growth in Mediterranean Countries. *Technical University of Istanbul*: 395-420.

- Idenyi, O. D., Ifeyinwa, A. C., Obinna, N. J. & Promise, E. A. (2016). Impact of Foreign Direct Investment on Stock Market Growth in Nigeria. *Asian Research Journal of Arts & Social Sciences*, 1(2): 1-14.
- Iriobe, G. O., Obamuyi, T. M. & Abayomi, M. A. (2018). Effect of Foreign Portfolio Investment in Bond Stocks on The Performance of The Nigerian Stock Market. *Archives of Business Research*, 6(12): 164-172.
- Jalil, A. & Ma, Y. (2008). Financial Development and Economic Growth: Time Series Evidence From Pakistan and India. *Journal of Economic Cooperation*, 29(2): 29-68.
- Jelili, R. B. (2020). Does Foreign Direct Investment Affect Growth in MENA Countries? A Semi-Parametric Fixed-Effects Approach. *Middle East Development Journal*, 12: 1-16.
- Jung, S. M. (2017). Financial Development and Economic Growth: Evidence From South Korea Between 1968 and 2013. *International Journal of Management Economics and Social Sciences*, 6(2): 89-106.
- Kanlı, N. K. ve Aydoğmuş, O. (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 17(2): 179-190
- Kaya, A. (2016). Pay Piyasasına Dayalı Vadeli İşlem ve Spot Piyasalarının Öncü Gösterge Olma Özelliği: Borsa İstanbul Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 10(1): 35-64.
- Kaya, E. ve Aksoy, M. (2020). Relationship Between International Portfolio Investments and The Country Governance Quality. *Global Business Research Congress*, 1: 226-227.
- Kehl, J. R. (2007). Emerging Markets in Africa. *African Journal of Political Science and International Relations*, 1(1): 1-8.
- Khan, M. A. (2007). Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Role of Domestic Financial Sector, *Pakistan Institute of Development Economics Islamabad*, 18: 1-40.

- Kholdy, S. & Sohrabian, A. (2005). Financial Markets FDI and Economic Growth: Granger Causality Tests in Panel Data Model. *EFA 2005 Moscow Meetings*, 1-32
- Kim, W. & Wei, S. J. (2002). Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis. *Journal of International Economics*, 56: 77-96.
- Kumar, A. G., Sen, K. ve Vaidya, R. R. (2002). Does The Source of Financing Matter? Financial Markets Financial Intermediaries and Investment in India. *Journal of International Development*, 14: 211-228.
- Kurtaran, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2): 367-382.
- Lai, E. L. C. (2001). Competition For Foreign Direct Investment in the Product Cycle. *Japan and World Economy*, 13: 61-81.
- Lee, C. C. & Chang, C. P. (2009). FDI Financial Development and Economic Growth. *International Evidence*, 12(2): 249-271.
- Liu, X., Burridge, P. & Sinclair, P. J. N. (2002). Relationships Between Economic Growth, Foreign Direct Investment and Trade: Evidence From China. *Applied Economics*, 34(11): 1433-1440.
- Liu, Y. (2009). Factor Determining Location Choise of Foreign Direct Investment in China A Perspective From an Inland Province. *Massey University, Degree of Doctor of Phisolophy in Management*, New Zealand, 1-243.
- Maithra, D. (2017). Foreign Direct Investment and Economic Growth in India. *International Journal of Applied Research*, 3(5): 308-311.
- Mishkin, F. S. (2007). The Economics of Money Banking and Financial Markets. *Pearson Education*, 1-619.
- Morales, J. K. & Mroz, R. (2014). Relationship Between Foreign Direct Investment Stock and Foreign Portfolio Investment Stock, Do They Really Matter GDP in Poland, Germany and Great Britain?. *Ekonomia Published*, 1: 97-127.



- Moran, T. H. (2000) The Product Cycle Model of Foreign Direct Investment and Developing Country Welfare. *Journal of International Management*, 6: 297-311.
- Mucuk, A. ve Demirsel, M. T. (2009). Türkiye Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21: 365-372.
- Nazir, M. S., Nawaz, M. M. & Gilani, U. J. (2010). Relationship Between Economic Growth And Stock Market Development. *African Journal of Business Management*, 4(16): 3473-3479.
- Ogbeide, S. & Akanji, B. (2018). Stock Market Development and Economic Growth of Brazil, Russia, India, China and South African (BRICS) Nations: An Empirical Research. *Growing Science Accounting*, 4: 83-92.
- Okonkwo, O. N. (2016). Foreign Portfolio Investment and Industrial Growth in Nigeria. *International Journal of Innovative Finance and Economics Research*, 4(3): 31-38.
- Otchere, I., Soumare, I. & Yourougou, P. (2016). FDI and Financial Market Development in Africa. *The World Economy*, 39(5): 651-678.
- Oyerinde, A. A. (2019). Foreign portfolio investment and stock market development in Nigeria, *The Journal of Developing Areas*, 53(3): 22-37.
- Örnek, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 63(2): 199-217.
- Öztürk, L. (2004). Serbest Bölgelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalarına Teoriler Işığında Bir Bakış. *Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7: 110-128.
- Polat, M., Kanmaz, D. ve Vergi, H. (2019). Vadeli ve Spot Piyasalar Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Bitlis Eren Üniversitesi Akademik İzdüşüm Dergisi*, 4(1): 84-96.

- Poshakwale, S. & Thapa, C. (2007). Impact of Foreign Portfolio Investments on Market Comovements: Evidence From The Emerging Indian Stock Market. *Emerging Market Group ESRC Seminar on International Equity Markets Comovements and Contagion*, 10: 1-26.
- Rachdi, H. (2013). The Impact of the International Financial Crisis on The Stock Market Return: The Case of Tunusian Stock Exchange. *Journal of Empirical Economics*, 1(2): 67-74.
- Raghavan, S. & Selvam, M. (2017). Determinants of Foreign Portfolio Investment and Their Effects on The Indian Stock Exchange. *International Journal of Management*, 8(3): 105-115.
- Sağın, A. (2018). Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: BRICS-T Ülkeleri Analizi. *İş Ahlakı Dergisi*, 11(2): 359-376.
- Sandrey, R. (2013). Foreign Direct Investment in South Africa: The BRICS Perspective. *Trade Law Centre*, 1: 90-111.
- Seydioğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulamalar*. (16. Baskı), İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Shan, J. Z., Morris, A. G. & Sun, F. (2001). Financial Development and Economic Growth: An Egg-And-Chicken Problem?. *Review of International Economics*, 9(3): 443-454.
- Singhania, M. & Gupta, M. (2011). Determinants of Foreign Direct Investment in India. *Journal of International Trade Law*, 10(1): 64-82.
- Smarzynska, B. K. (2004). Does Foreign Direct Investment Increase The Productivity of Domestic Firms?: In Search of Spillovers Through Backward Linkages. *Policy Research Working Paper*, 2923: 1-32.
- Somuncu, K. ve Karan, M. B. (2005). The Impact of International Portfolio Investments on Istanbul Stock Exchange Market. *Sayıştay Dergisi*, 77: 149-167.
- Suliman, A. H. & Elian, M. I. (2014). Foreign Direct Investment Financial Development and Economic Growth: A Cointegration Model. *The Journal of Developing Areas*, 48(3): 219-243.

- Şahin, S. (2018). Foreign Direct Investment International Trade and Financial Development in BRICS-T Countries: A Bootstrap Panel Causality Analysis. *Business and Economics Research Journal*, 9(2): 301-316.
- Thangavelu, S. M., Jiunn, A. & James, B. (2004). Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis. *Empirical Economics*, 29: 247-260.
- Tripathi, V., Seth, R. & Bhandari, V. (2015). Foreign Direct Investment and Macroeconomic Factors: Evidence From The Indian Economy. *Asia-Pasific Journal Management Research and Innovation*, 11(1): 46-56.
- Türksever, F. (2001). *The comparative analysis of foreign direct investments and portfolio investments, and their impact on Turkey* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Usman, M. & Siddiqui, D. A. (2019). The Effect of Oil Price on Stock Market Returns With Moderating Effect of Foreign Direct Investment and Portfolio Investment: Evidence From Pakistan Stock Market. *Asian Journal of Economic Modeling*, 7(2): 45-61.
- Usta, Ö. ve Demireli, E. (2010). Risk Bileşenleri Analizi: İMKB’de Bir Uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12): 25-36.
- Uysal, D. ve Salman, G. (2019). Türkiye’de Enflasyon ve İşsizlik Arasındaki İlişkinin Tespiti: 2006Q1-2018Q2 VAR Model Analizi. *Uluslararası Sosyal Bilimler Akademik Araştırmalar Dergisi*, 3(1): 1-20.
- Vita, G. D. & Kyaw, K. S. (2009). Growth Effects of FDI and Portfolio Investment Flows to Developing Countries: A Disaggregated Analysis By Income Levels. *Applied Economics Letters*, 16: 277-283.
- Walke, A. B. (2020). Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in India, *UGC Care Journal*, 68(36): 88-95.
- Weiss, A. & Nikitin, G. A. (2004). Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence From The Czech Republic. *Topics in Economic Analysis & Policy*, 4(1): 1-47.

Wu, J., Li, S. & Selover, D. D. (2012). Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment: The Effect of The Governance Environment. *Management International Review*, 52: 643-670.

**Elektronik Kaynaklar:**

[www.investing.com](http://www.investing.com), (02.03.2020).

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org), (01.03.2020).



## DİZİN

**-A-**

AR Kök, 68

**-B-**

Birincil Piyasa, 39

Bist-100, 41, 43

Bovespa Index, 41

BRICS-T ülkeleri, 2, 24, 33, 46, 58, 59,  
62, 76, 84, 90

**-C-**

Çok uluslu şirketler, 6

Çoklu doğrusal bağlantı, 63, 65, 66, 67,  
68, 73, 78

**-D-**

Değişen varyans, 63, 75, 78

Dış ticaret, V, 14, 15, 29, 59, 83

Doğrudan Yabancı Yatırımlar, 1, 4, 5,  
22, 23, 25, 61, 62, 63, 64, 73, 76, 82,  
84, 87, 89

Döviz kurları, 14, 29

**-E-**

Eklektik Teorisi, 12

**-F-**

Finansal Piyasalar, 37, 38, 39, 58, 81,  
86, 87

**-G-**

Gelişmekte olan ülkeler, v, 7, 42, 46,  
58, 61

**-İ-**

İçselleştirme teorisi, 10

İkinci nesil birim kök, 71

İkincil Piyasa, 39

İşlem Maliyetleri Teorisi, 10

İstihdam, 18, 19, 20, 21

**-K-**

Korelasyon, 63, 65, 66, 67

Küresel risk, 27

Küreselleşme, v, 1, 84

Kuruluş Yeri Teorisi, 13, 14

**-M-**

Mikroekonomik risk, 28

Montaj sanayi, 9

**-Ö-**

Ödemeler dengesi, 14, 18, 19

Örgütlenmemiş Piyasalar, 38

Özelleştirme, 9

**-P-**

Panel veri analiz yöntemi, 1, 47, 49, 57,  
59, 78

Para Piyasası, 37

Pay Piyasa Getirisi, 62

Peşin Piyasalar, 40

Politik istikrar, 28, 29

Portföy Yatırımlar, 5, 31

**-S-**

Sermaye Piyasası, 37, 82

Serpilme diyagramı, 65

Shanghai Composite, 41

**-Ü-**

Ülke riski, 27

Ürünün Hayat Evreleri Teorisi, 11

**-V-**

Vadeli Piyasalar, 40

VIF testi, 67

**-Y-**

Yatay Kesit Bağımlılığı, 69, 70, 71

