



T.C.  
BİLECİK ŞEYH EDEBALI ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**PORTFÖY YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK  
GÖSTERGELERE ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İbrahim SÜYEN

Tez Danışmanı  
Doç. Dr. Jülide YALÇINKAYA KOYUNCU

Bilecik, 2018

10103771

**T.C.**  
**BİLECİK ŞEYH EDEBALI ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**PORTFÖY YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK**  
**GÖSTERGELERE ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İbrahim SÜYEN**

**Tez Danışmanı**

**Doç. Dr. Jülide YALÇINKAYA KOYUNCU**

**Bilecik, 2018**

**10103771**



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
YÜKSEK LİSANS TEZ SAVUNMA SINAVI  
JÜRİ ONAY FORMU

|                         |                 |
|-------------------------|-----------------|
| BŞEÜ-KAYSİS Belge No    | DFR-172         |
| İlk Yayın Tarihi/Sayısı | 03.01.2017 / 28 |
| Revizyon Tarihi         |                 |
| Revizyon No'su          | 00              |
| Toplam Sayfa            | 1               |

Öğrencinin Adı Soyadı: İbrahim SÜYEN  
Anabilim Dalı: İktisat  
Programı: İktisat  
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Jülide YALÇINKAYA KOYUNCU  
Tezin Özgün Adı: Portföy Yatırımlarının Makroekonomik Göstergelere Etkisi  
Tezin İngilizce Adı: The Effects of Portfolio Investments on Macroeconomic Indicators

Tez Savunma Sınavı Tarihi: 10. / 05 / 2018

Yukarıda bilgileri verilen tez çalışması ilgili EYK kararıyla oluşturulan jüri tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Jülide YALÇINKAYA KOYUNCU

Üye Dr. Öğr. Üyesi Eda ÖZEN

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Mehmet SENGİR

Üye : .....

Üye : .....

İmza  
Jüri Üyeleri

ONAY

Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun ..... / ..... / 20.... tarih ve ..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

## BEYAN

*“Portföy Yatırımlarının Makroekonomik Göstergelere Etkisi”* adlı yüksek lisans tezinin hazırlık ve yazımı sırasında bilimsel ahlak kurallarına uyduğumu, başkalarının eserlerinden yararlandığım bölümlerde bilimsel kurallara uygun olarak atıfta bulunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, tezin herhangi bir kısmını Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunmadığımı beyan ederim.

**İbrahim SÜYEN**

**10.05.2018**

## ÖN SÖZ

Bu tezin hazırlanış ve yazımı aşamasında bilgi, deneyim ve hoşgörüsünü esirgemeyen danışmanım Doç. Dr. Jülide YALÇINKAYA KOYUNCU'ya teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Ayrıca tezin özellikle ekonometrik kısmında değerli mesaisinden bana zaman ayıran Prof. Dr. Cüneyt KOYUNCU'ya, tezin içeriğinin oluşturulması aşamasında destek veren Dr. Öğr. Üyesi Serkan VARSAK ve Dr. Öğr. Üyesi Eda ÖZEN'e şükranlarımı sunarım. Son olarak bugünlere ulaşmamda desteklerini benden esirgemeyen aileme, dostlarıma ve özellikle tez çalışmam boyunca benimle beraber mesai harcayan ve her zaman yanımda olan değerli eşim Öznur SÜYEN'e teşekkürü bir borç bilirim.

**İbrahim SÜYEN**

**10.05.2018**

## ÖZET

Uluslararası sermaye hareketleri özellikle birçok ülkenin ekonomik anlamda liberalleşmeye başladığı 1980’li yıllardan itibaren ülke ekonomileri için oldukça önemli bir olgu haline gelmiştir. Özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ekonomilere yönelik sermaye hareketleri bu ülkelerin birçok makroekonomik göstergesini olumlu ya da olumsuz anlamda etkilemiştir. Gerçekleşen bu sermaye hareketleri sayesinde gelişimini tamamlayamamış ülkeler kalkınmada ihtiyaç duydukları fonları elde etmiş, gelir seviyelerini yükseltmiş ve dünya ekonomisinde kendilerine yer edinmeye başlamışlardır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir türü olan portföy yatırımları sermaye sahiplerinin başka bir ülkenin sermaye piyasası araçlarına yapmış oldukları yatırımlardır. Finansal serbestleşmesini tamamlamış ülkelerde gerçekleşen yabancı portföy yatırımları büyüme, enflasyon, dış ticaret, faiz oranları ve ödemeler dengesi gibi birçok ekonomik göstergelyi etkilemektedir.

Bu tez çalışmasında portföy yatırımlarının bir ülkenin makroekonomik göstergelerine olan etkileri incelenmiştir. Çalışmada portföy yatırımlarının milli gelir, enflasyon, yatırım, kişi başı milli gelir, ithalat ve ihracat üzerindeki etkileri panel veri seti kullanılarak ekonomik olarak analiz edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Uluslararası Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları, Panel Veri Analizi

## ABSTRACT

International capital movements have become an important phenomenon for economies, especially since the 1980s when financial liberalization took place in many countries. Especially capital inflows to the least developed and developing countries have affected the macroeconomic indicators in these economies. By means of these capital flows, undeveloped countries have obtained the funds they need for their development, raised domestic income levels and started to attain a place in the world economy.

Portfolio investments, a type of capital flows, are investments of foreign investors in capital market instruments. Portfolio investments affect many economic indicators such as national income, inflation, foreign trade, interest rates, and balance of payments etc. in financially liberalized countries.

This dissertation investigates the impact of portfolio investments on macroeconomic variables in a country. Particularly, the study analyzes, using a panel data, the effect of portfolio investments on national income, inflation, investment, national income per capita, imports and exports.

**Key Words:** International Capital Movements, Portfolio Investments, Panel Data Analysis

## İÇİNDEKİLER

|                       |      |
|-----------------------|------|
| ÖN SÖZ.....           | i    |
| ÖZET.....             | ii   |
| ABSTRACT.....         | iii  |
| İÇİNDEKİLER.....      | iv   |
| KISALTMALAR.....      | viii |
| TABLolar LİSTESİ..... | ix   |
| GİRİŞ.....            | 1    |

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI KAVRAMI VE

### ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1. SERMAYE PİYASASININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ.....            | 3  |
| 1.2. SERMAYE PİYASALARININ ÖNEMİ.....                              | 5  |
| 1.3. SERMAYE PİYASASININ SINIFLANDIRILMASI.....                    | 5  |
| 1.3.1. Organize Olmuş Sermaye Piyasaları.....                      | 5  |
| 1.3.2. Organize Olmamış Sermaye Piyasaları.....                    | 6  |
| 1.3.3. Birincil Sermaye Piyasaları.....                            | 7  |
| 1.3.4. İkincil Sermaye Piyasaları.....                             | 8  |
| 1.4. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI.....                              | 8  |
| 1.4.1. Türkiye’de Sermaye Piyasası Faaliyetleri.....               | 10 |
| 1.4.2. Türkiye’deki Sermaye Piyasası Kurumları.....                | 10 |
| 1.4.2.1. Aracı Kurumlar.....                                       | 11 |
| 1.4.2.2. Yatırım Ortaklıkları.....                                 | 11 |
| 1.4.2.3. Yatırım Fonları.....                                      | 12 |
| 1.4.2.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Diğer Kurumlar..... | 13 |
| 1.5. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI.....                            | 13 |
| 1.5.1. Uluslararası Sermaye Piyasası İşlemleri.....                | 14 |
| 1.5.1.1. Hisse Senetleri.....                                      | 14 |

|                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.5.1.2. Tahviller.....                                                                   | 15 |
| 1.5.1.3. Türev Ürünleri.....                                                              | 15 |
| 1.5.1.4. Eurobond.....                                                                    | 17 |
| 1.5.2. Uluslararası Sermaye Yatırımları.....                                              | 17 |
| 1.5.3. Uluslararası Sermaye Yatırımı Çeşitleri.....                                       | 18 |
| 1.5.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....                                                 | 19 |
| 1.5.3.2. Portföy Yatırımları.....                                                         | 20 |
| 1.5.3.3. Resmi Sermaye Yatırımları.....                                                   | 21 |
| 1.5.4. Uluslararası Sermaye Yatırımlarının Bir Ülkeye Gelmesini Belirleyen Faktörler..... | 21 |
| 1.5.4.1. Çekici Faktörler.....                                                            | 21 |
| 1.5.4.2. İtici Faktörler.....                                                             | 22 |
| 1.5.5. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri.....                                  | 23 |
| 1.5.5.1. Büyüme.....                                                                      | 23 |
| 1.5.5.2. Ödemeler Dengesi.....                                                            | 23 |
| 1.5.5.3. Enflasyon.....                                                                   | 24 |
| 1.5.5.4. Dış Ticaret.....                                                                 | 24 |
| 1.5.5.5. Faiz Oranları.....                                                               | 24 |
| 1.5.5.6. Bankacılık Sistemi.....                                                          | 24 |
| 1.5.5.7. Döviz Kuru.....                                                                  | 25 |
| 1.5.5.8. İstihdam.....                                                                    | 25 |
| 1.6. TÜRKİYE’DE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....                         | 25 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI.....  | 28 |
| 2.2. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI.....         | 32 |
| 2.3. PORTFÖY V PORTFÖY YÖNETİMİ.....                                  | 34 |
| 2.3.1. Portföy Çeşitleri.....                                         | 36 |
| 2.3.1.1. Tahvillerden Oluşan Portföyler.....                          | 36 |
| 2.3.1.2. Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler.....                   | 37 |
| 2.3.1.3. Hisse Senedi ve Tahvillerden Oluşan Portföyler.....          | 37 |
| 2.4. PORTFÖY YATIRIMLARINDA BEKLENEN GETİRİ VE RİSK.....              | 38 |
| 2.4.1. Sistematik Risk.....                                           | 39 |
| 2.4.1.1. Satın Alma Gücü Riski.....                                   | 40 |
| 2.4.1.2. Faiz Oranı Riski.....                                        | 41 |
| 2.4.1.3. Piyasa Riski.....                                            | 41 |
| 2.4.1.4. Politik Risk.....                                            | 41 |
| 2.4.1.5. Kur Riski.....                                               | 42 |
| 2.4.2. Sistematik Olmayan Risk.....                                   | 42 |
| 2.4.2.1. Finansal Risk.....                                           | 42 |
| 2.4.2.2. İş ve Endüstri Riski.....                                    | 43 |
| 2.4.2.3. Yönetim Riski.....                                           | 43 |
| 2.5. PORTFÖY YÖNETİMİ YAKLAŞIMLARI.....                               | 43 |
| 2.5.1. Geleneksel Portföy Yönetimi.....                               | 43 |
| 2.5.2. Modern Portföy Yönetimi.....                                   | 45 |
| 2.6. PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ.....                            | 47 |
| 2.6.1. Sharpe Performans Ölçütü.....                                  | 47 |
| 2.6.2. Treynor Performans Ölçütü.....                                 | 48 |
| 2.6.3. Jensen Performans Ölçütü.....                                  | 49 |
| 2.6.4. Portföy Performans Ölçüm Tekniklerine Yönelik Eleştiriler..... | 49 |

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**PORTFÖY YATIRIMLARI İLE MAKROEKONOMİK**  
**GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN**  
**AMPİRİK ANALİZİ**

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| 3.1. LİTERATÜR.....               | 51         |
| 3.2. DATA VE METODOLOJİ.....      | 64         |
| 3.2.1. Milli Gelir.....           | 70         |
| 3.2.2. Enflasyon.....             | 75         |
| 3.2.3. Yatırım.....               | 81         |
| 3.2.4. Kişi Başı Milli Gelir..... | 87         |
| 3.2.5. İthalat.....               | 92         |
| 3.2.6. İhracat.....               | 99         |
| <b>SONUÇ.....</b>                 | <b>106</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>              | <b>108</b> |
| <b>ÖZ GEÇMİŞ.....</b>             | <b>115</b> |

## KISALTMALAR

|                |                                                    |
|----------------|----------------------------------------------------|
| <b>AB:</b>     | Avrupa Brliği                                      |
| <b>ABD:</b>    | Amerika Birleşik Devletleri                        |
| <b>APB:</b>    | Avrupa Para Birliği                                |
| <b>FED:</b>    | Federal Reserve System                             |
| <b>GE:</b>     | Geçiş Ekonomileri                                  |
| <b>GOÜ:</b>    | Gelişmekte Olan Ülkeler                            |
| <b>GSMH:</b>   | Gayri Safi Milli Hasıla                            |
| <b>GSYİH:</b>  | Gayri Safi Yurtiçi Hasıla                          |
| <b>İMBK:</b>   | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası                  |
| <b>KBMG:</b>   | Kişi Başı Milli Gelir                              |
| <b>REM:</b>    | Rastsal Zaman Etki Modeli                          |
| <b>SEM:</b>    | Sabit Zaman Etki Modeli                            |
| <b>SPK:</b>    | Sermaye Piyasası Kurulu                            |
| <b>SPKn:</b>   | Sermaye Piyasası Kanunu                            |
| <b>TSPAKB:</b> | Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği |
| <b>TSPB:</b>   | Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği                 |
| <b>WDI:</b>    | World Development Indicators                       |

## TABLÖLAR LİSTESİ

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Tablo 1.1</b> : Türkiye Ekonomisine Net Sermaye Akımları 1989-1999.....                    | 26 |
| <b>Tablo 2.1</b> : Yükselen Piyasalarda Net Portföy Yatırımları.....                          | 29 |
| <b>Tablo 2.2</b> : Borsaların Piyasa Değerleri.....                                           | 33 |
| <b>Tablo 2.3</b> : Seçili Gelişmiş Ekonomilerde Portföy Yatırımları.....                      | 34 |
| <b>Tablo 3.1</b> : Literatür Tarama Özeti.....                                                | 59 |
| <b>Tablo 3.2</b> : Tüm Örneklem.....                                                          | 67 |
| <b>Tablo 3.3</b> : Gelişen Ekonomi Örneklemi.....                                             | 68 |
| <b>Tablo 3.4</b> : Geçiş Ekonomisi Örneklemi.....                                             | 69 |
| <b>Tablo 3.5</b> : Tüm Örneklem İçin Milli Gelir Tahmin Sonuçları.....                        | 71 |
| <b>Tablo 3.6</b> : Gelişen Ekonomiler Örneklemi İçin Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları..... | 73 |
| <b>Tablo 3.7</b> : Geçiş Ekonomilerinin Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları.....              | 74 |
| <b>Tablo 3.8</b> : Tüm Örneklem İçin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları.....                   | 77 |
| <b>Tablo 3.9</b> : Gelişen Ekonomilerin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları.....                | 79 |
| <b>Tablo 3.10</b> : Geçiş Ekonomilerinin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları.....               | 80 |
| <b>Tablo 3.11</b> : Tüm Örneklem İçin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları.....                    | 83 |
| <b>Tablo 3.12</b> : Gelişen Ekonomilerin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları.....                 | 84 |
| <b>Tablo 3.13</b> : Geçiş Ekonomilerinin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları.....                 | 86 |
| <b>Tablo 3.14</b> : Tüm Örneklem İçin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları.....      | 89 |
| <b>Tablo 3.15</b> : Gelişen Ekonomilerin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları.....   | 90 |
| <b>Tablo 3.16</b> : Geçiş Ekonomilerinin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları.....   | 92 |
| <b>Tablo 3.17</b> : Tüm Örneklem İçin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları.....                    | 95 |
| <b>Tablo 3.18</b> : Gelişen Ekonomilerin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları.....                 | 96 |

|                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 3.19:</b> Geçiş Ekonomilerinin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları..... | 97  |
| <b>Tablo 3.20:</b> Tüm Örneklem İçin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları.....    | 101 |
| <b>Tablo 3.21:</b> Gelişen Ekonomilerin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları..... | 102 |
| <b>Tablo 3.22:</b> Geçiş Ekonomilerinin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları..... | 104 |



## GİRİŞ

Küreselleşme olgusu ekonomi literatüründe önemli bir yere sahiptir. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılması ve akabinde ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakmaları ile birlikte küresel anlamda finansal serbestleşme kendini göstermeye başlamıştır. 1980'li yıllara gelindiğinde ise yatırımcıların uluslararası arenada portföylerini geliştirmeleri ve yabancı kaynaklı menkul değerlere yatırım yapmaları finansal serbestleşmeyi daha ileri bir noktaya taşımıştır. Gelişen süreçte dünya ekonomisine yön veren finansal kuruluşların uluslararası sermaye hareketlerine yönelik olumlu ve destekleyici tutumları hisse senedi piyasalarının gelişmesine yardımcı olmuştur.

Sermaye piyasalarında yaşanan gelişme ve liberalleşme sayesinde yabancı yatırımcıların başka ülkelerde menkul değer satın alması oldukça kolaylaşmıştır. Gelişen sermaye piyasalarının yanı sıra iletişim teknolojisindeki pozitif gelişmeler uluslararası yatırımların hızlanmasında belirleyici olmuştur.

Tarihin her anında olduğu gibi günümüzde de ülkeler birbirlerine ekonomik yönden ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ihtiyaçlar mal ve hizmet şeklinde olabileceği gibi finansal da olabilirler. Gelişen uluslararası sermaye hareketleri ile birlikte ülkelerin ekonomik ihtiyaçlarını karşılamaları daha kolay bir hale gelmiştir. Finansal liberalleşmesini tamamlamış olan gelişmekte olan ülkeler kalkınmak için ihtiyaç duydukları fonları yabancı yatırımcılar sayesinde elde etmeye başlamışlardır. Bu açıdan bakıldığında uluslararası sermaye gitmiş olduğu ülkeye kısa vadede bir rahatlama getirmektedir.

Yabancı sermaye bir ülkeye doğrudan yatırım ya da portföy yatırımı şeklinde girmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ile kastedilen bir firmanın başka ülkelerdeki firmaları satın alması, yeni kurulacak bir firmaya sermaye sağlaması ya da firmanın sermayesini arttırarak kendine bağlı hale getirmesidir. Doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeler için yurtiçi özel yatırımları tamamlayıcı niteliktedir ve yeni makine ve teknoloji transferleri anlamına gelmektedir. Uluslararası portföy yatırımları ise sermaye sahiplerinin bir takım riskleri göze alarak yabancı bir ülkedeki sermaye piyasası araçlarına yapmış oldukları yatırımlardır. Bu tür yatırımlar genellikle hisse senedi alışı şeklinde gerçekleşmektedir.

Günümüzde portföy yatırımları elektronik ortamda kolaylıkla gerçekleştirilmektedir. Yatırımcılar sahip oldukları portföyleri çok rahat bir şekilde kontrol edebilmekte, herhangi bir risk sezdikleri zaman portföylerini hemen boşaltabilmektedirler. Portföy yatırımı gerçekleştirirken yatırımcı için başlıca hedef minimum risk ile maksimum faydayı sağlayabilmektir. Elde ettikleri gelirleri arttırabilmek için yatırımcılar çeşitli portföy çeşitlendirmesine giderek portföylerini karlı gördükleri menkul değerler üzerine kurarlar. Günümüzde çok yaygın bir şekilde gerçekleşen portföy yatırımlarında, yeterli bilgi ve donanıma sahip olmayan yatırımcılar için hizmet vermekte olan birçok profesyonel yatırım danışmanı bulunmaktadır.

Portföy yatırımları gitmiş olduğu ülkeye sıcak para girişi sağlamaktadır. Finansal serbestleşmesini tamamlamış, özellikle gelişmekte olan, ülkelerde yabancı kaynaklı portföy yatırımları büyüme, ödemeler dengesi, ithalat, ihracat, milli gelir, enflasyon, faiz oranları ve bankacılık sistemi gibi ekonominin önemli kalemlerini etkilemektedir. Bu nedenle ev sahibi ülkenin birçok ekonomik göstergesini çeşitli şekillerde etkilemektedir. Bu etkiler hem olumlu hem de olumsuz olabilirler.

Gerek doğrudan yabancı yatırımlar gerekse portföy yatırımları ekonomi literatüründe oldukça dikkat çekmiş ve üzerinde çalışmalar yapılmış konulardır. Bu çalışmalarda genel olarak uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etkileri araştırılmış, olumlu ve olumsuz etkileri gün yüzüne çıkartılmıştır.

Bu tez çalışmasında portföy yatırımlarının bir ülkenin seçili makroekonomik göstergeleri üzerindeki etkileri panel veri seti kullanılarak ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Tez çalışmasının birinci bölümünde sermaye piyasası kavramından ve uluslararası sermaye hareketlerinden, ikinci bölümünde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımlarından ve uluslararası portföy yatırımları analizinden bahsedilmiş olup, üçüncü bölüm ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının gitmiş oldukları ülkelere ekonomik etkileri üzerine yapılan literatür çalışmalarından ve portföy yatırımlarının bir ülkedeki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerine yönelik yapılan ekonometrik çalışmadan oluşmaktadır.

# **BİRİNCİ BÖLÜM**

## **SERMAYE PİYASASI KAVRAMI VE**

### **ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ**

#### **1.1. SERMAYE PİYASASININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ**

Vadesi bir yıldan daha fazla süren fon işlemleri ile ilgili piyasalar sermaye piyasalarıdır. Menkulleşmiş olan sermaye piyasalarında uzun vadeli fon arz ve talebi karşılanmaktadır. Başka bir deyişle sermaye piyasaları, tahvil ve hisse senedi gibi devri yapılabilen menkul değerlerin alım satım işlemlerinin yapıldığı piyasa türüdür (Seyidoğlu, 2003:680). Geniş anlamı ile bakacak olursak sermaye piyasaları, kısa süreli fonların uzun süreli fonlara, uzun süreli fonların ise yatırımlara dönüştüğü, birikim sahiplerinin gelir sağlama düşüncesi ile birikimlerini bankaların kullanımına sunmaları ve başkalarına gelir verme karşılığında bankaların bu birikimi kullanma isteğini karşılaştıran ve karşılıklı koşullarda anlaşılan kişi ve kurumların toplamıdır (Rodoplu, 1996:65).

Sermaye piyasalarının ortaya çıkışı genellikle yasal düzenlemeler sonucunda değildir. Örneğin; Türkiye’de uzun yıllardır bir sermaye piyasası yasası olmamasına rağmen, faaliyetleri hızla büyüyen bir sermaye piyasası gözlenmiştir. Ancak, yasal önlemlerin zamanında alınmaması nedeniyle yatırımcılar zarar görmüş dolayısıyla piyasanın gelişimi yavaşlamıştır. Bu nedenle sermaye piyasası faaliyetlerinin her zaman yasal düzenlemeler ile desteklenmesinin gerekliliği ortaya çıkmıştır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:44).

Ülkelerin ekonomik kalkınmalarında sermaye hareketleri çok önemli bir yer tutmaktadır. Kalkınmanın finansmanında ortaya çıkan sermaye yetersizliği sorunu ülkeleri ya mevcut tasarruflarını kullanmaya ya da yabancı tasarrufları ülkelerine çekmeye itecektir. Bu durum ülkenin dış borçlanmaya gitmesi veya ülkeye yabancı sermaye girişi ile gerçekleşecektir (Öcal, 2013:178).

Sermaye hareketlerinin kayda değer ölçülerde serbest olduğu ve finansal piyasaların bütünleştiği ilk dönem 1. Dünya Savaşı öncesi dönemdir. Savaş döneminde

ise harcamaları finanse edebilmek ve vergi tabanının sürdürülebilirliğini sağlayabilmek amacıyla bu serbestlik kontrollü bir şekilde devam etmiştir (Ergül, 2012:21). Uluslararası yatırımların gerçekleşebilmesi ve gelişebilmesi için gerekli olan finansal piyasalar, hisse senedi ve tahvil gibi, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra oluşmaya başlamıştır (Karluk, 2009:706). İkinci Dünya Savaşının ardından toplanan Bretton Woods Konferansında dünya ekonomisinin şekillendirilmesinin yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerinin de boyutları, kaynakları ve türleri belirlenmiştir. Yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğindeydi ve plan, proje ya da ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklı finansman ihtiyacını karşılamaya yönelikti. Dolayısıyla bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara girişi sınırlı olup, bu ülkelere olan sermaye hareketleri de sınırlıydı (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:13-14).

Sermaye piyasalarının ortaya çıkmasındaki en önemli etken ekonomik ihtiyaçlardaki artış olmuştur. Sermaye yetersizliği çeken ülkeler ile sermaye arz eden ülkelerin bulunduğu sermaye piyasalarındaki asıl hareketlenme 1973 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile başlamıştır. Sabit kurlu Amerikan Doları sisteminden dalgalı kura geçiş ile birlikte az gelişmiş ülkelere ait kalkınma sorunları çözülmeye başlanmıştır (Seyidoğlu, 2003:539).

Ülkelerin gelişebilmeleri ve ekonomik kalkınmalarını sağlayabilmeleri adına ihtiyaç duydukları sermayeyi yabancı sermaye hareketleri ile elde etmeye başlaması durumu kapitalizmin gelişmesine paralel bir olgudur (Takım, 2010:40). 1980'li yılların ortasına kadar büyümeye çalışan ülkeler için büyümenin en önemli finansman kaynağı kredi veren resmi kuruluşlar olmuş olup, dış finansman konusundaki araştırmalar genellikle kamu borçlanmasına odaklanmış durumdaydı (Cengiz ve Karacan, 2015:328). 1980'lerin başlarından itibaren dünya genelinde yükselişe geçmeye başlayan liberal ekonomi politikaları ile birlikte gelişen piyasa ekonomisi ve giderek artan uluslararası üretim, yabancı sermaye türü olan doğrudan yabancı yatırımların bir artış eğilimine girmesini sağlamıştır (Ekinci, 2011:72). 1990'lı yılların başından itibaren yoğunluk kazanmaya başlayan finansal serbestleşme hareketleri sonucunda, sermaye hareketlerini sınırlandıran yasal düzenlemeler ortadan kalkmaya başlamıştır (Takım, 2010:41). Finansal serbestleşme ile artmaya başlayan sermaye hareketleri başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere birçok ülkeyi olumlu ya da olumsuz etkilemiştir.

## **1.2. SERMAYE PİYASALARININ ÖNEMİ**

Sermaye piyasalarında yapılan işlemler ülkede üretimin artmasına, yeni teknoloji bilgisinin gelmesine, rekabeti geliştirerek ülke ekonomisinin dinamizm kazanmasına, portföy çeşitlendirmesine, döviz girişinin sağlanmasına, ihracatın artmasına ve finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunur. Bu faydaların yanı sıra kontrolsüz ve zamansız sermaye girişleri ise ekonomide yabancı etkisinin artmasında, teknolojik bağımlılıkta, ekonomik bütünlüğün bozulmasında ve ekonomik krizlerin gerçekleşmesinde önemli bir rol oynar (Takım, 2010:40).

Sermaye piyasaları kalkınma konusunda büyük bir öneme sahiptir. Kalkınma çabasında olan bir ülkenin önündeki en büyük engellerden bir tanesi sermayenin yetersizliğidir. Kalkınma için gerekli olan sermayenin yeterli olmaması durumunda iki seçenek vardır. Ülke ya mevcut tasarruflarını kullanacaktır ya da yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye çalışacaktır. Bu durumda ise ülke ya dış borca girecektir ya da yabancı sermayeyi çekecektir. Ülkeye giren yabancı sermaye kalkınmayı pozitif yönde etkileyecektir.

Sermaye piyasalarının temel fonksiyonu işletmelerin uzun vadeli yatırım fonu ihtiyacını karşılamaktır. İşletmeler çıkarttıkları tahvil ve hisse senetlerini halka arz ederek topladıkları fonları yeni yatırımlar için kullanırlar, böylece sermaye piyasaları ulusal üretimin artışında önemli bir rol oynar (Seyidoğlu, 2003:680).

## **1.3. SERMAYE PİYASASININ SINIFLANDIRILMASI**

Sermaye piyasaları kendi içerisinde organize olmuş ve organize olmamış sermaye piyasaları ile birincil ve ikincil sermaye piyasaları şeklinde sınıflandırılmaktadır.

### **1.3.1. Organize Olmuş Sermaye Piyasaları**

Organize piyasalar, alıcı ile satıcıyı belli bir fiziksel alanda buluşturan ve işlemlerini gerçekleştirmesi için belli kural ve düzenlemeler içeren piyasalar şeklinde tanımlanabilir (Konuralp, 2001:19). Organize olmuş sermaye piyasaları menkul kıymet borsalarını ifade eder. Borsalar, belirli bir binası olan ve çalışma kurallarına sahip

piyasalardır. Fiyatlar en ileri rekabet koşulları altında belirlenir. Yapılan işlemler borsanın güvencesi altındadır. Borsada alınıp satılan menkul değerler borsada kayıt edilir. Alıcı ve satıcılar borsada doğrudan değil, aracı kurumlara verdikleri al-sat emirleriyle işlemlerini gerçekleştirirler (Seyidoğlu, 2003:681).

Organize sermaye piyasasının birçok faydası vardır. Örneğin, menkul kıymetler ile ilgili bilgiler yatırımcılar tarafından doğru ve kolay bir şekilde elde edilebilmektedir. Böylece alıcılar tarafından al-sat şeklindeki emir verme işlemleri de kolaylaşmaktadır. Ayrıca bu piyasada menkul kıymetleri satılan işletmelerin fon maliyetleri de düşmektedir. Bunun yanında, menkul kıymetler istenildiği zaman paraya dönüştürülebilmektedir ve menkul kıymet fiyat değişimleri düşük oranlarda olmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:47).

Organize olmuş sermaye piyasasının en önemli fonksiyonu menkul kıymetlerin alınıp satılabilmesi için devamlı bir Pazar oluşturmaktır. Bu durum yatırımcılara menkul kıymetlerini her zaman dönüştürme fırsatı sunar. Böylece tahvil sahibi elindeki tahvili vade sonuna kadar elinde tutmak zorunda kalmaz (Korkmaz ve Ceylan, 2012:48).

### **1.3.2. Organize Olmamış Sermaye Piyasası**

Organize olmamış piyasalar organize olmuş piyasaların aksine belirli bir fiziksel ortama sahip değildirler. Bu piyasalar katılımcılara daha çok bilgisayar ağları üzerinden hizmet verirler (Konuralp, 2010:19). Bu piyasalar aracılar, komisyoncu ve banka gibi kurumlardan oluşur. Genellikle borsa kotuna alınmamış menkul değerler ile borsaya kayıtlı bir kısım varlıklar bu piyasada işlem görmektedirler. Borsada olduğu gibi bu piyasanın belirli bir yeri ve çalışma usulleri yoktur. Bu piyasada işlem yapanlar ya kendi portföylerini kullanarak alışveriş yaparlar ya da bir komisyon karşılığı aracılık faaliyetinde bulunurlar. Bu piyasada işlemler borsadaki gibi açık arttırma ile değil pazarlık ile yapılır (Seyidoğlu, 2003:681).

Organize olmamış sermaye piyasasının temel fonksiyonu, aynı organize olmuş piyasalardaki gibi, yatırımlar için menkul kıymet değişimini sağlamaktır. Organize olmamış sermaye piyasası, yerel ve menkul kıymetleri tanınmayan işletmelerle, mali durumları iyi olmayan, banka, sigorta ve yatırım şirketleri için önemli bir piyasadır. Bu

işletmeler, organize olmuş sermaye piyasasında finansal verilerinin halka duyurulması ve mali durumlarının zayıf olması durumunda zarara uğrayacaklarını düşünmektedirler. Bu nedenle bu işletmeler menkul kıymetlerinin organize olmamış sermaye piyasasında işlem görmesini isterler (Korkmaz ve Ceylan, 2012:49).

Organize olmamış sermaye piyasalarına özellikle gereksinim vardır. Çünkü bir menkul kıymetin alıcısı ve satıcısı borsalardaki açık arttırmalarda her zaman bulunamayabilir. Sermaye piyasasındaki bazı araçlar, menkul kıymetleri portföylerinde tutarlar ve müşteri bulduklarında satış yaparlar yani menkul kıymetleri stoklarlar. Ayrıca müşteri ortaya çıktığı zaman portföylerinde bulunmayan menkul kıymetleri de piyasadan sağlayarak bir Pazar oluştururlar. Özellikle, yerel, küçük ve yeni kurulmuş işletmelerin menkul kıymetleri, borsaya kayıtlı olsalar bile, borsadaki açık arttırmada müşteri bulamayabilirler. İşte bu tür işletmeler için organize olmamış sermaye piyasaları oldukça önemlidir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:50).

### **1.3.3. Birincil Sermaye Piyasaları**

Birincil sermaye piyasaları menkul kıymetlerin ihraç edilmeleri ile oluşturulan piyasalardır. Bu piyasalarda dolaşıma ilk defa çıkarılan hisse senetleri ve tahviller el değiştirmektedir. İşletmeler ihtiyaç duydukları fonları birincil sermaye piyasası aracılığı ile sağlamaya çalışırken ya doğrudan çıkarım ya da dolaylı ihraç yollarından birisini seçebilirler (Korkmaz ve Ceylan, 2012:50). Doğrudan ihraç yolunda çıkartılan menkul değerlerin halka arz edilmesi söz konusudur. Yani bu menkul değerleri satın alma olanağı dileyen tüm yatırımcılara açıktır. Eğer menkul değerler aracısız olarak değil de bir mali kurumun hizmeti sayesinde çıkartılmışsa burada dolaylı bir ihraç söz konusudur. İç ve dış piyasalarda tahvil ihraç edilirken bu tür mali kurum hizmetlerinden faydalanmak yaygın bir yoldur (Seyidoğlu, 2003:681).

Birincil Piyasalar, finansal aracı çıkaran kuruluştan başlayarak taşınır değerlerin araçlar yardımıyla toptan satışını sağlar. Yani sermaye piyasasında alıcı ile taşınır değeri çıkaran gerçek ya da tüzel kişilerin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Bu bakımdan birincil piyasalar, anonim ortaklıkların kuruluşu veya sermaye arttırmaları sırasında ya da yatırım ihtiyaçları için çıkarılan pay senetleri ve tahvillerin toptan

satıldığı piyasalar olmaktadır. Bu piyasalar, pay senetleri ve tahvillerin ilk kez sürüldüğü piyasalardır (Rodoplu, 1996:66).

#### **1.3.4. İkincil Sermaye Piyasaları**

Birincil sermaye piyasasına daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasaların varlığı, yeni menkul kıymetlerin piyasaya sunulmasıyla oluşmaz. Borsada organize olmamış sermaye piyasasında alınıp satılan menkul değerler ikincil sermaye piyasasına örnek olarak gösterilebilir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:50). Çoğu bağımsız aracı kuruluşlar ve bankalardan oluşan bu piyasa, Türkiye uygulamasında etkinliği geniş bir piyasadır (Rodoplu, 1996:66).

İkincil piyasalar yatırımcılara likidite sağlayarak en önemli işlevini yerine getirmiş olur. Eğer yatırımcı ihraç edilen finansal varlığın ikincil piyasalarda hızlı ve değerini kaybetmeksizin paraya çevrilebileceğine inanmıyorsa bu durum birincil piyasalarda söz konusu finansal varlığın satışını olumsuz yönde etkileyebilir (Konuralp, 2001:19).

Birincil piyasalarda bir menkul bir kez el değiştirir. Ama ikincil piyasadaki alım satım işlemlerinin bir sayısı ve sınırı bulunmamaktadır. İkincil piyasada menkul satışları bir mali yatırımcıdan bir diğerine doğru yapılmaktadır. Satış geliri ise o hisse senedini veya tahvili çıkartan firmaya değil satıcı durumundaki yatırımcıya gitmektedir. Yani işletmelere fon sağlayan asıl kaynak birincil piyasalardır. Bununla birlikte ikincil piyasalardaki alım-satım olanakları birincil piyasayı da etkilemektedir. Daha sonra satış olanakları geniş olan menkullerin ilk satışı da kolay olmaktadır. Yani ikincil piyasaların varlığı, işletmelerin menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlamalarını güçlendiren bir etkidir (Seyidoğlu, 2003:682).

#### **1.4. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI**

Ülkemiz sınırlarındaki sermaye piyasası hareketleri Osmanlı Devleti’ne kadar uzanmaktadır. Avrupa’da sanayi devrimi ve sömürgecilik faaliyetlerinin etkisi ile büyük anonim şirketler ortaya çıkmaya başlamıştır. Ortaya çıkan bu büyük anonim şirketler

halka açılmaya başladıkları zaman Türkiye’de yaşayan azınlıklar ve yabancı tüccarlar bu şirketlerin hisse senetleri ve tahvilleriyle ilgilenmişlerdir. Dışarıdan alınan menkul değerlerin el değiştirmesi sonucunda ise belli bir piyasa oluşmuştur. Birinci Dünya Savaşı ve Cumhuriyetin ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambioların kontrol edilmeye başlanması, altın para ekonomisinden milli ve dışa kapalı bir ekonomik düzene geçilmesi bu sermaye piyasasının sönmesine neden olmuştur. Cumhuriyetin ilanından 1980’li yıllara kadar Türkiye mali piyasalarını geliştirmeyi başaramamıştır.(Bolak, 1994:21).

1980’li yıllardan itibaren başlayan ekonomik liberalizasyon programları ile birlikte sürekli bir gelişim içerisinde olan Türk sermaye piyasası, dünya piyasaları içerisinde yeni ve hızlı gelişen bir piyasa konumuna gelmiştir. 1980’li yıllarda yapılan yabancı sermaye girişini teşvik eden düzenlemeler, kur politikaları, bankaların arasında kurulan para piyasaları, açık piyasa işlemleri ve bazı vergi düzenlemeleri serbest piyasa mekanizmasının yerleştirilmesine yönelik genel ekonomik politikalar Türk sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır (İMKB, 1994:63).

Düzenli bir sermaye piyasasının oluşturulmasına yönelik ilk adım ise 1981 yılında çıkartılan 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu olmuştur. Yürürlüğe girdiği tarih itibariyle önemli bir boşluğu dolduran bu Kanun, hukuk sistemimize başta halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası kurumları, sermaye piyasası suçları gibi birçok hukuki müesseseyi kazandırmış ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurulmasına hukuki zemin hazırlamıştır ([www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)).

Çıkartılan bu Kanun bir bakıma mali piyasalardaki karmaşık görünüme bir tepkidir. Nitekim Kanunun gerekçesinde bankerlik sistemi ve o zamanın yatırım fonlarından söz edilmiş ve tasarının hedefleri iki maddede toplanmıştır. Bu maddelerden ilki sermaye piyasasının güven ve kararlılık içerisinde çalışmasını sağlamak ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumaktır. İkinci madde ise sağlanan güven ve kararlılık ortamı içerisinde mobilize edilen tasarrufları iktisadi kalkınmanın emrine sunmak ve şirketleri sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabanını genişletmektir (Bolak, 1994:23).

1981-1986 yıllar arasında sermaye piyasasının alt yapısı oluşturulmaya başlanmıştır. Bu dönemde İMKB kurulmuş, birincil ve ikincil piyasalarda faaliyet gösterecek kurumlar düzenlenmiştir. 1987-1989 yılları yeni araç ve kurumlarla yeniden

yapılan finansal yapıya adapte olmak ile geçerken sermaye piyasalarında nitelik ve nicelik olarak büyük gelişmeler 1990-1991 yıllarında yaşanmıştır. Bu dönemde piyasa kendi dinamiğini ve kendi politikasını yaratma çabasına girmiş, yeni mekanizmalar önerilmeye başlanmıştır (İMKB, 1994:63-64).

#### **1.4.1. Türkiye’de Sermaye Piyasası Faaliyetleri**

Ülkemizde gerçekleşen sermaye piyasası faaliyetleri 2012 tarihli ve 6362 numaralı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile düzenlenmektedir. Sermaye piyasası faaliyetleri için ilgili SPKn’nun 34 üncü maddesinde yapılan tanımlama şu şekildedir:

*Sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamındaki faaliyetleri, bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ek olarak sunulan yan hizmetlerden oluşur (www.mevzuat.gov.tr).*

Bu bilgiler ışığında sermaye piyasası faaliyetlerini şu şekilde sıralamak mümkündür ([www.piyasarehberi.org](http://www.piyasarehberi.org)):

- Alım satım aracılığı (Emir iletimi, işlem ve portföy aracılığı)
- Halka arza aracılık
- Bireysel portföy yöneticiliği
- Yatırım danışmanlığı
- Saklama hizmetleri
- Alım satım işlemlerinin ve pazar yerlerinin işletilmesi
- Bunların dışında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenecek diğer faaliyetler.

#### **1.4.2. Türkiye’deki Sermaye Piyasası Kurumları**

Ülkemizde sermaye piyasasının düzenli ve etkili bir şekilde işleyebilmesi için birçok kurum birlikte faaliyet göstermektedir. SPK, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumları ve şirketleri belirlemiştir. Bunlar; İMKB, İstanbul Altın Borsası, VOB, Takasbank, Merkezi Kayıt Kuruluşu, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, halka açık şirketler, aracı kuruluşlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, portföy

yönetim şirketleri, bağımsız denetim kuruluşları, derecelendirme kuruluşları ve gayrimenkul değerlendirme şirketleridir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:78).

#### **1.4.2.1. Aracı Kurumlar**

Sermaye piyasaları, fon arz edenler ile talep edenlerin hem birbirleriyle hem de bu fon arz ve taleplerine aracılık edenler ile karşılaştıkları piyasalardır. Aracı kurumlar sadece menkul kıymetleri değil bunun yanı sıra menkul kıymetler dışındaki kıymetli evrakları ilgili taraflara ulaştırmaktadır. Ayrıca aracı kurumlar mali değerleri temsil eden ya da ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına veya kendi namına alım satımını yaparlar. Aracı kurumlar kar sağlamak amacıyla sermaye piyasasında kullanılan araçların ihracına ya da halka arz yolu ile satışına aracılık etmektedir. Daha önce herhangi bir piyasada alınıp satılan araçların yeniden alım satımına aracılık etmekle beraber portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı gibi önemli hizmetler de sağlamaktadırlar (Cukacı ve Çenberlitaş, 2017:180).

SPKn'na istinaden ülkemizde sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşların üye oldukları, tüzel kişiliğe haiz kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) 1999 yılında kurulmuştur. Türk sermaye piyasasında faaliyette bulunan aracı kuruluşların üye olduğu TSPAKB'nin amacı; sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini, haksız rekabetin önlenmesini ve mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamaktır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:102).

#### **1.4.2.2. Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsalar haricinde organize olmuş piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerin portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır (Konuralp, 2001:43). Başka bir tanımlama ile yatırım ortaklıkları, böyle bir ortaklığa katılan bireylerin birikimlerini çeşitli finansal varlıklara yatırarak riski dağıtmak ve sınırlandırmak suretiyle bu kurumlara fon sunanların tek başlarına sağlayamayacakları

uzmanlık gerektiren yatırım portföylerini etkin bir şekilde yöneten finansal kurumlardır. Bu kurumların genel mal varlıkları (bina, demirbaş vb.) ile menkul kıymet portföyleri birbirleri ile bağlantılıdır. Yani ortakların portföy üzerinde olduğu kadar, ortaklığa ait diğer tüm mal varlıkları üzerinde de hakları vardır (Bolak, 1994:87).

Yatırım ortaklıkları ilk olarak 1860 yılında İngiltere’de ortaya çıkmıştır ve daha sonra ABD’de görülmüştür. Türkiye’de ise yatırım ortaklıkları 1982 yılında görülmeye başlanmıştır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:142).

Genellikle küçük tasarruf sahipleri tarafından hangi menkul kıymete ne zaman yatırım yapılacağı bilinmez. Başka bir deyişle bu kişilerin menkul kıymetlere yatırım konusunda uzman oldukları söylenemez. Bu nedenle risk almak istemeyen yatırımcılar ellerindeki tasarruflarını yatırım ortaklıklarına ait hisse senetlerine yatırırlar (Korkmaz ve Ceylan, 2012:144).

#### **1.4.2.3. Yatırım Fonları**

SPKn hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralar ile, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işlemek amacıyla kurulan malvarlıklardır. Yatırım fonlarının yatırım ortaklıklarında olduğu gibi tüzel bir kişiliği yoktur ve fonun malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır (Konuralp, 2001:45).

Yatırım fonları, güvenilir bir kişi veya kişiler ile yönetim ilişkisine dayanan ve menkul kıymet portföylerini ortakları adına yapılan fon sözleşmesine göre yöneten kuruluşlardır. Fonu oluşturan ortaklar aralarında yapmış oldukları sözleşme ile faaliyetlerini yürütürler. Finansal aracılardan olan yatırım fonları, halka katılma belgeleri satarlar ve elde ettikleri gelirleri çeşitli portföylere yatırırlar. Satılan her katılma belgesi yatırım fonu tarafından hissedarlar adına yönetilen portföyün belli bir oranını temsil eder (Korkmaz ve Ceylan, 2012:131).

#### **1.4.2.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Diğer Kurumlar**

SPKn yeni kurumların yaratılabilmesi için SPK'ya yetki vermiştir. Verilen yetki neticesinde sermaye piyasasında faaliyet gösterme yetkisine sahip olan kurumlar, sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile ilgilenen kuruluşlar; yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler, ortaklıklar ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek özellikle varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek üzere kurulmuş genel finans ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymet merkezi, kuruluş ve faaliyetleri SPKn tarafından belirlenen özel emeklilik ve tasarruf fonları ve kuruluşlarıdır (Konuralp, 2001:48).

#### **1.5. ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI**

Dünyada birçok finansal piyasada yabancı yatırımcılar için de işlem yapılması yaygın ve cazip bir durumdur. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli hem de yabancı fonları arz ve talep edenler karşılaşır (İMKB, 1994:17).

Uluslararası sermaye piyasalarının varlığı ulusal sermaye piyasalarına dayanmaktadır. Yerli tasarruf sahipleri yabancı taşınır değerlere aracı kurumlar sayesinde sahip olabilmektedirler. Bu piyasa özel işlemlerin gerçekleştiği fonların temelini oluşturmaktadır (Rodoplu, 1996:66). Genelde uluslararası diye nitelendirilseler de tüm mali piyasalar ulusal niteliktedirler. Aslında bir mali merkezde yapılan işlemlerin çok büyük bir bölümü yerli fon ve arz talep edenler arasında gerçekleşmektedir. Bu piyasaların uluslararası olarak adlandırılmasının nedeni yapılan bu işlemlerdir (Seyidoğlu, 2003:682).

### **1.5.1. Uluslararası Sermaye Piyasası İşlemleri**

Uluslararası sermaye piyasalarında aynı ulusal piyasalarda olduğu gibi birincil ve ikincil sermaye piyasaları bulunmaktadır. Birincil piyasalarda ilk defa işleme sunulan menkul değerler yer alırken ikincil piyasalarda daha önce piyasaya sunulmuş menkul değerlerin alım satımı yapılmaktadır. Ulusal ve uluslar arası sermaye piyasaları arasındaki farklılığın temelinde fon arz edenler ile fon talep edenler yatmaktadır. İki tarafı da aynı ülkede yerleşik olan kişiler ve kuruluşlar tarafından oluşturulan piyasalar ulusal nitelik taşımaktadır. Taraflardan birisi yabancı bir ülkede yerleşikse veya yürütülen işin merkezi yurtdışında bulunuyorsa uluslar arası bir finansal işlem söz konusudur. Ulusal fonların yabancılara veya yabancı fonların yerli kullanıcılara aktarılması durumunda uluslararası finansal işlemden bahsedilebilir. Ayrıca her iki tarafta aynı ülkede yerleşik olmakla birlikte işleme konu olan para yabancı bir para birimi ise yine uluslar arası finansal bir işlem yapılmış sayılacaktır ([www.ekodialog.com](http://www.ekodialog.com)).

#### **1.5.1.1. Hisse Senetleri**

Türk hukuk lüğatında hisse senetleri, ortaklık sermayesinin birbirine eşit kısımlara ayrılmış parçalarından her birinin karşılığı olmak üzere kanunda gösterilen şekillere uygun kıymetli evrak olarak geçmektedir. Doktrinde ise yaygın olarak sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkartılabilen sermaye ortaklıklarına ait, kanuni şekillere uygun olarak düzenlenmiş ve sermayenin belirli bir oranına sahip olanlara aynı oranda ortaklık hakkı sağlayan kıymetli evrak olarak bilinmektedir (Bolak, 1994:98).

Hisse senetleri, anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda payları temsil etmekte olan bir menkul değerdir. Aynı anonim şirketlerde olduğu gibi, hisseli komandit ortaklıklarda da komanditer ortağın sahipliği hisse senetleri ile temsil edilmektedir. Ancak, sermaye piyasalarında dolaşıma konu olan genellikle anonim şirket hisse senetleridir. Bu nedenle söz konusu hisse senedi kavramı anonim şirketlerin hisse senetlerini kapsamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:180).

Devir şekli bakımından hisse senetleri nama ve hamiline olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nama yazılmış olan hisse senetlerinin devri alacağın temliki veya ciro ve teslim yoluyla olmaktadır. Nama yazılı hisse senedi alan kişi bu durumu ortaklığın pay defterine işletmelidir. Hamiline yazılı senetler ise senedin şeklinden hamili kim ise onun hak sahibi sayılacağı anlaşılan senetlerdir. Ortaklık sıfatının kazanılması için nama yazılı senetlerde olduğu gibi pay defterine isim yazdırılması gerekmez. Borsadaki işlemin tamamlanması ile hak sahipliği kazanılmış olur (Konuralp, 2001:30).

#### **1.5.1.2. Tahviller**

Tahviller anonim ortaklıkların ödünç para bulabilmek için kıymetleri eşit ve ibareleri aynı üzere çıkarttıkları borç senetleridir. Tanımından da anlaşılacağı üzere tahviller, anonim ortaklıkların borç para temini suretiyle kredi ihtiyaçlarını tatmin etmek için seri halde çıkarttıkları borç senetleridir. Paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez bu özelliği ile tahviller, mal ve hizmet karşılığı verilen adi ve kıymetli evrak niteliğindeki para borcu senetlerinden ayrılmaktadır (Bolak, 1994:107).

Tahviller, hisse senetlerine nazaran daha az risk içerdikleri için riski sevmeyen yatırımcılar açısından çekici bulunmaktadır. İşletmeler açısından tahvil maliyetlerinin az olmasının yanı sıra faiz olarak yapılan ödemelerin vergi matrahından düşülebilmesi ortalama fon maliyetinin düşmesini sağlar. Özellikle enflasyon dönemlerinde tahvil ihracı ile fon gereksinimlerini karşılayan işletmeler paranın satın alma gücündeki azalma sayesinde karlı çıkmaktadırlar (Korkmaz ve Ceylan, 2012:202).

#### **1.5.1.3. Türev Ürünleri**

Türev ürünler fiyatları başka bir ürünün fiyatına bağlı olan ürünlerdir. Yani türev ürün vade sonundaki veya vade içerisindeki değeri sözleşmeye konu olan varlığın fiyatı tarafından belirlenen bir finansal varlıktır. Türev araçların değeri spot piyasada işlem görmekte olan hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçları kullanılarak oluşturulmaktadır. Türev araçlar daha çok fiyat dalgalanmalarına karşı riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amaçlı işlemlerde kullanılırlar (Kurar ve Çetin, 2016:406).

Türev ürünler forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleridir.

### ***Forward Sözleşmeleri***

İleri bir tarihte söz konusu olacak herhangi bir malın vadesinin, fiyatının, miktarının ve kalitesinin bugünden belirlenerek, sözleşmeye bağlandığı işlemler veya sözleşmelerdir. Her türlü mal ve piyasa için söz konusu olabilecek işlemler olan forward sözleşmeler genellikle faiz ve döviz üzerinden yapılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:365).

### ***Futures Sözleşmeler***

Satıcı ile alıcı arasında yapılan, belirli bir miktar ve kalitedeki varlığın, gelecekte belirlenmiş bir tarihte ve belirlenmiş bir fiyattan alım ya da satımını düzenleyen sözleşmelerdir. Futures sözleşmelerde vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları ve işlem kriterleri ilgili borsa tarafından belirlenir (Kurar ve Çetin, 2016:408).

### ***Opsiyonlar***

Alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar önceden belirlenmiş olan fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik ya da finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni, dövizini alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan bir sözleşme türüdür (Kurar ve Çetin, 2016:408). Opsiyonun en önemli yararı, oldukça küçük bir sermaye ile çeşitli ürünler üzerine büyük tutarlarda yatırım yapma imkanı tanınmasıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:386).

### ***Swap***

Kelime anlamı olarak değiş tokuş demektir. Swap işlemler, sabit faize sahip bir fonu değişken faizli bir fon ile değiştirebilme özelliğinden dolayı iki taraf arasında belirlenen bir sistem içerisinde bir finansal varlıktan kaynaklanan nakit akışlarının

gelecekte değiştirilmesini sağlayan sözleşmelerdir. Taraflar bu işlemleri yaparak faiz ve dvız dalgalanmalarından kaynaklı riski azaltmaya çalışırlar. Swap işlemlerin diğer türev araçlarından en büyük farkı tarafların her ikisinin de birlikte yarar sağlayabilmeleridir (Kurar ve etin, 2016:409).

#### **1.5.1.4. Eurobond**

Eurobond, devlet ya da şirketlerin kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, uluslararası piyasalarda yabancı para birimleri üzerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma aracıdır. Eurobond'u satın alacak olan kişi veya kurumlar, bononun güvenilirliğini en ön planda tutacağından, ülke hazineleri tarafından kartılan bonolar daha rahat alıcı bulabilmektedir. Bu nedenle eurobondlar genellikle kurumlar dışında ülkeler tarafından kartılmakta ve satılmaktadırlar. Normal tahvil veya hazine bonolarından çok daha uzun vadeye sahip olan eurobondların vadeleri 10 ile 30 yıl arasında değişmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kartılan eurobondların faiz oranları gelişmiş ülkelerin verdiği faiz oranına göre daha yüksektir. Eurobondu kartan ülkenin vermiş olduğu faiz ile aynı vadede olan ancak gelişmiş ülke tarafından kartılan eurobondun faizi arasındaki fark eurobondu kartan ülkenin risk primi olarak adlandırılmaktadır ([www.dunya.com](http://www.dunya.com)).

#### **1.5.2. Uluslararası Sermaye Yatırımları**

1973 yılında birçok ülkenin paralarını dalgalanmaya bırakması ile birlikte Bretton Woods sistemi yıkılmış ve uluslararası finansal sistemde serbestleşme ve sermaye hareketlerinde liberalleşme başlamıştır. Bu yeni dönemde Keynesyen politikalar yerini liberal politikalara bırakmış, rekabet ve zelleştirme ağırlıklı uygulamalara geçilmiştir. Küreselleşmenin hızla yayıldığı 1990'lı yıllarda sermaye hareketleri dünya ekonomisinin en önemli konularından biri haline gelmiştir. Birçok ülkede gerçekleşen liberalizasyon süreci ve telekomnikasyondaki gelişmeler sermaye hareketlerini mal ve hizmet ticaretinin çok ötesinde farklı bir boyuta taşımıştır (rnek, 2008:200).

Ulusal sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve gelişmesi ile birlikte tasarruf sahiplerinin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları oldukça kolaylaşmıştır. Ayrıca haberleşme imkanlarının artması, bilgiye ulaşmadaki sınırların ortadan kalkması para ve sermaye piyasaları arasındaki koordinenin artması gibi unsurlar yabancı sermaye yatırımlarının hızlanmasında belirleyici olmuşlardır. Yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar, portföylerini çeşitlendirmek ve yüksek getirilerden faydalanmak amaçlarıyla başka ülkelerdeki yatırımlarını arttırmaya başlamışlardır (Direkçi ve Kaygusuz, 2013:29).

Geçmişte olduğu gibi günümüzde de uluslar ekonomik yönden birbirlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ihtiyaçlar mal ve hizmetlere yönelik olabileceği gibi finansal bağlamda da olabilirler. Yabancı sermayeyi genel olarak, bir ülkenin karşılığını ödemeksizin veya ileri bir tarihte ödemek suretiyle dış ülkelere sağlamış olduğu ekonomik kaynaklar olarak tanımlamak mümkündür. Başka bir deyişle yabancı sermaye, bir ülkenin karşılığını farklı şekillerde ileride ödemek üzere yabancı ülkelere kısa vadede ekonomik gücüne katabileceği teknolojik ve mali kaynaklardır (Çelik, Uslu ve Hodzhaniyazov, 2015:558). Yabancı sermaye hibe, bağış şeklinde olabileceği gibi borç alma veya yatırımlar şeklinde de olabilmektedir (Algan, 1988:95).

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki temel amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak adına gerek duyulan sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan temin edilebilmesidir. Bu açıdan bakıldığında yabancı sermaye, ekonomiye kısa vadede rahatlatma getirecek bir araç niteliğindedir. Fon talep eden işletme ve kuruluşlar tarafından ihraç edilen tahvil ve hisse senetlerinin uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satılmaları sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır (İMKB,1994:7).

### **1.5.3. Uluslararası Sermaye Yatırımı Çeşitleri**

Yabancı sermaye yatırımları kendi içerisinde özel ve resmi sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Özel sermaye hareketleri ise doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları olarak yine ikiye ayrılmaktadır.

### 1.5.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırım, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelerde bir firmayı satın almak, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak ya da mevcut bir firmanın sermayesini arttırarak kendisine bağlı bir duruma getirmek suretiyle yaptıkları yatırımlardır (İMKB, 1994:7). Doğrudan yatırımlar ev sahibi ülkeler açısından yurtiçi özel yatırımları tamamlayıcı, yeni iş imkanları ve teknoloji imkanları sağlayan ve tüm aktörleri harekete geçiren önemli bir yatırım çeşidi olarak görülmektedir ( Çelik, Uslu ve Hodzhaniyazov, 2015:560).

Doğrudan yabancı yatırımlar belirli bir fiziki sermaye şeklinde yatırıma yöneldiği için ekonomik koşullardaki bozulma dönemlerinde yatırım yapılan ülkeleri kolayca terk etmezler. Çünkü dalgalanma dönemlerinde fiziki sermayenin likiditeye dönüşmesi imkansızdır. Doğrudan yatırımların ev sahibi ülkelerde kalıcı olabilmesi, diğer yabancı yatırımlara göre daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır. Ekonomik krizlere karşı gösterdiği duyarlılık doğrudan yabancı yatırımların önemini arttırmaktadır. Planların uzun vadeli olduğu bu yatırım türünde yatırım yapılan ülke ile yatırım/yatırımcı arasında organik bir bağ oluşmaktadır (Takım, 2010:42).

Bir ülkeye yapılan doğrudan yabancı sermaye girişleri genellikle döviz transferi şeklinde olmaktadır. Yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olmadan da doğrudan yabancı sermaye yatırımları gerçekleşebilmektedir. Yabancı yatırımcıların yatırımdan elde ettiği kârlarını yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklemesi doğrudan yatırımlar kapsamında değerlendirilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat ve yedek parça gibi malzeme şeklinde girebileceği gibi; lisans, know-how<sup>1</sup> ve yönetim bilgisi gibi maddi olmayan değerler şeklinde de girebilir (İMKB, 1994:7).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları gelişmekte olan ülkeler için önemli bir teknoloji transferi aracı olarak görülmektedir. Doğrudan yatırımlar ile gerçekleşen teknoloji transferinin, teknolojinin diğer yollarla transferine oranla daha avantajlı olduğu kabul edilmektedir. Ancak buradaki teknoloji transferi teknolojinin bir ülkeden diğerine aktarılması değil, bir süreçtir. Bu süreç, teknolojinin edinimi ile başlayıp

---

<sup>1</sup> Bir firmanın kendi imalat ve işletme usullerini aynı sektörde çalışan ya da çalışmaya hazırlanan başka bir firmaya açıklamasıdır.

özümzenmesi, iyileştirilip geliştirilmesi ve yayılmasını da kapsamaktadır (Kar ve Tatlısöz, 2008:440-441).

### **1.5.3.2. Portföy Yatırımları**

Özel uluslararası sermaye hareketlerinden birisi olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik, kambiyo kuru ve bilgi edinme riski gibi riskleri göze alarak sermaye kazancıyla faiz ve dividant geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse sendi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır (Başoğlu, 2000:89-90). Portföy yatırımları, portföylerde çeşitlendirme yapma ve yüksek getirilerden yararlanma amacıyla giderek artmakta ve özellikle de gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmektedir. Aslen hisse senetlerine yönelik yapılan portföy yatırımları sonradan hazine bonoları ve tahvillere de yönelmiştir (Cengiz ve Karacan, 2015:331-332).

Portföy yatırımlarının ülkeye giriş ve çıkışı elektronik ortamda gerçekleştiğinden işlemler oldukça kısa sürede olabilmekte ve yatırımcılar risk gördükleri anda kolaylıkla portföylerini boşaltabilmektedirler. Portföy teorisine göre belirli bir sermayeye sahip olan yatırımcılar mevcut fonlarını farklı menkul değerler arasında paylaştırırken, kabul edilecek bir risk düzeyinde, portföyden elde edeceği gelirin maksimum olmasını tercih etmektedir. Bu amaçlarını gerçekleştirmek için yatırımcılar portföylerini oluştururken her menkul kıymet için risk ve getiri oranını dikkate alarak portföyünü oluştururlar. Bu aşamada sadece menkul kıymetin getirisini değil riskini de göz önünde bulundurarak seçimlerini yaparlar (Takım, 2010:43).

Portföy yatırımlarına ev sahipliği yapan ülkelerde sıcak para girişi nedeniyle ekonominin birçok kalemi etkilenmektedir. Yabancı portföy yatırımları ev sahibi ülkelere borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlama olanağı vermektedir. Portföy yatırımları ile sağlanan fonlar ödemeler dengesine olumlu olarak yansımaktadır. Ucuz bir finans kaynağı olan bu fonlar aynı zamanda ülkenin büyüme hızının sürekliliğine de katkı sağlamaktadır (İMKB, 1994:60).

### **1.5.3.3. Resmi Sermaye Yatırımları**

Resmi sermaye yatırımları gelişmiş ülkelerin, az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımları kapsamaktadır. Yapılan yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde yapılan yardımlarda devletlerarası bir borçlanma söz konusu olacaktır. Resmi sermaye yatırımları ile belirtilmek istenen özel yatırımların yer almadığı uluslararası sermaye hareketleridir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren resmi sermaye hareketlerinin kullanım sıklığı özel sermaye hareketlerinininkine oranla daha düşüktür. Yaşanan liberalleşmeler ile birlikte resmi sermaye yatırımları yerini özel sermaye yatırımlarına bırakmaya başlamıştır (Çelik, Uslu ve Hodzhaniyazov, 2015:560).

### **1.5.4. Uluslararası Sermaye Yatırımlarının Bir Ülkeye Gelmesini Belirleyen Faktörler**

Bir ülkede yatırım yapmak isteyen yatırımcı için hem içsel hem de dışsal faktörler büyük bir önem arz etmektedir. Burada bahsedilen dışsal faktörler genel olarak yatırım yapılacak olan ülkenin mevcut ortamını ifade etmektedir. Yabancı sermaye gelirken her şeyden önce kar elde edebileceği yatırım alanlarının bulunmasını isteyecektir. Bunun yanı sıra yatırım yapılacak olan ülkedeki ekonomik, siyasi, hukuki ve sosyal ortam da oldukça önemlidir (Yılmaz, 1988:48).

Yabancı sermayenin bir ülkeye giriş ve çıkışını etkileyen faktörleri çekici faktörler ve itici faktörler olarak iki grupta incelemek mümkündür.

#### **1.5.4.1. Çekici Faktörler**

Çekici faktörler gelişmekte olan ülkelerin etkin bir serbest piyasa ekonomisi yaratabilmek adına genel ekonomileri ve mali piyasaları ile ilgili yapmış oldukları reformlardır. Makroekonomik istikrar ve hızlı ekonomik büyüme yatırımcıların güvenini arttıran unsurlardır. Ülkedeki fiyat istikrarı ise sadece yabancı yatırımcılar için değil aynı zamanda yerli yatırımcılar için yatırımlarını planlayabilme ve yatırım kararı oluşturabilme aşamasında önemli bir rol oynamaktadır. Yabancı yatırımcılar yatırım

yapmayı düşündükleri ülkelere ait geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate alarak başarılı bir fiyat istikrar programına sahip olan ülkelere yatırım yapma eğiliminde olacaktırlar (Akyol Eser, 2012:14).

Yabancı yatırımları ülkeye çekmeye yönelik olan tüm bu unsurların yanı sıra, sermaye hareketleri açısından en önemli faktör olmasa da en gerekli olanı, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme doğrultusunda sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarıdır. Gelişmekte olan herhangi bir ülkeye yapılabilecek yabancı yatırımın getirisi ne kadar yüksek olsa da veya ülkenin makroekonomik koşulları ne kadar iyi olsa da söz konusu ülkeye yatırım yapılabilmesi için gerekli koşullar sağlanamadığı sürece sermaye hareketleri gerçekleşmeyecektir (İnandım, 2005:17).

#### **1.5.4.2. İtici Faktörler**

İtici faktörler sermayenin değerinin düşmesine ve daha yüksek getiri oranlarından faydalanabilmek adına ülkeyi terk etmesine sebep olan faktörlerdir.

Ekonomik durgunluk ve faiz oranlarında yaşanan düşüşler yatırımcının karlılığını azaltırken, politik istikrarsızlık güven ortamının bozulmasına neden olacaktır. Bu ortam yabancı yatırımcılar için elverişli bir ortam olmadığı için sermaye hareketleri alternatif ülkelere kayacaktır. Ülkede yaşanacak olan olası bir ekonomik durgunluk itici bir faktör olarak sayılacakken bu durum piyasa koşullarında değişiklik olmayan ülkeler için çekici bir faktör olacaktır (Akyol Eser, 2012:15):

Gelişmiş ülkelerde yaşanan sermaye çıkışları genellikle bu ülkelerin ekonomilerinde yaşanan dönemsel değişikliklere bir tepki olarak gerçekleşmektedir. Dönemsel koşullar nedeniyle ülkeden ayrılan yabancı sermaye ülke koşulları düzeldiğinde geri dönmektedir. Yabancı sermayenin gelişmiş ekonomiye sahip ülkelere geri dönmesinde ülke koşullarının düzelmesi ve yatırım getirilerinin tekrar artmasının yanı sıra, bu ülkelerin gelişmekte olan ülkelere nazaran daha gelişmiş ve etkin işleyen piyasalara sahip olması ve gelişimini henüz tamamlamamış piyasalara özgü riskleri taşınamaması da önemli bir etkidir (İnandım, 2005:21).

### **1.5.5. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri**

Uluslararası sermaye hareketlerinin ortaya çıkmasındaki en önemli unsurlardan birisinin ülkelerin sermaye ihtiyacı olduğu düşünülürse sermaye hareketlerinin etkilerinin özellikle ekonomik boyutta olduğunu söyleyebiliriz. Finansal serbestliğe geçiş yapan ülkelerde ekonominin birçok kalemi sermaye hareketlerinden etkilenmektedir.

#### **1.5.5.1. Büyüme**

Artan sermaye girişleri finansal sistemdeki fon miktarını ve yurtiçi kredileri arttırdığı için toplam talep canlanmaktadır, böylece ekonomik büyüme ile sermaye girişi arasındaki ilişki daha da güçlenmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin yatırımı mı yoksa tüketimi mi finanse ettiği büyümeye olan etkisinin belirleyicisidir. Eğer sermaye girişi yatırımları ve ihracatı finanse ederse ödemeler bilançosunun düzelmesine ve istikrarlı büyümeye katkı sağlayacaktır. Eğer sermaye girişleri tüketimi ve tüketim mallarının ithalatını finanse ediyorsa ödemeler bilançosunda dengesizlikler meydana gelecektir. Artan bu dengesizlikler kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilirse ciddi makroekonomik dengesizlikler kendini gösterir ve ekonomik krizler kaçınılmaz hale gelir (Cengiz ve Karacan, 2015:339).

#### **1.5.5.2. Ödemeler Dengesi**

Yabancı sermaye yatırımları bir ülkenin ödemeler dengesine iki şekilde etki etmektedir. Bunlardan ilki yatırımlar ile birlikte ülkenin döviz rezervinin artmasıdır. Yabancı sermaye yatırımlarının ödemeler dengesine diğer etkisi ise ithalatı ikame ederek ve ihracattan sağlanan kazancın ödemeler dengesine yaptığı katkıdır (Çinko, 2009:123-124). Uluslararası yatırımcının ihtiyaç duyduğu girdilerin birçoğu ev sahibi ülke tarafından temin edileceği için yabancı sermaye girişi döviz artışına neden olacaktır.

### **1.5.5.3. Enflasyon**

Sermaye akımının hızlanması ile birlikte yüksek enflasyona sahip olan ülkelerin hedefledikleri enflasyon oranlarına ulaşmaları tam olarak gerçekleşmemektedir. Enflasyonun kontrol edilmesi ve düşürülebilmesi, sermaye girişlerinin para arzı ve döviz kuru üzerindeki etkisinin sınırlandırılmasına bağlıdır (Akyol Eser, 2012:22).

### **1.5.5.4. Dış Ticaret**

Uluslararası sermaye hareketlerinin bir diğer etkisi de dış ticaret üzerinedir. Finansal serbestleşme ile birlikte başlayan aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paraya karşı değer kazanmaya başlar ve bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı firmalar arasında rekabet gücünü azaltır, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata olan bağımlılığı artmaya başlar (İnsel ve Sungur, 2003:5).

### **1.5.5.5. Faiz Oranları**

Finansal serbestliğin olmadığı ülkelerde piyasalar devlet baskısı altında olduğundan faiz oranları piyasa düzeyinin altında tutulur. Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranları yükselişe geçecektir. Artan faiz oranları tasarruflar üzerindeki baskının kırılmasını sağlarken bir yandan da finansal piyasalara etkinlik getirecektir (Apaydın, 2015:121).

### **1.5.5.6. Bankacılık Sistemi**

Finansal baskı döneminde negatif faizler nedeniyle paralarını finans harici yerlerde değerlendirmeye çalışan yatırımcılar, finansal serbestleşme ile birlikte pozitif faiz oranları yakalayacaktır. Bu durum piyasadaki işlem hacmini arttırır (Mangır ve Yılmaz, 2009:199). Liberalleşen finansal piyasalar ayrıca banka sisteminin etkinliğini arttırarak finansal istikrarın sağlanmasına neden olacaktır.

#### **1.5.5.7. Döviz Kuru**

Sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde ülke parasının değer kazanıp kazanmaması o ülkede uygulanmakta olan döviz kuru rejimine bağlıdır. Sermaye hareketleri esnek kur sisteminin uygulandığı ülkelerde ulusal paranın değerini arttırırken, sabit kur sisteminin uygulandığı ülkelerde rezervlerin artmasına neden olur (Yeldan, 2003:50). Ayrıca enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde sermaye hareketleri yüksek faiz oranlarının yanı sıra aşırı değerlenmiş kur politikasını da beraberinde getirir. Çünkü ülkenin dışına kaynak aktarılmasını önlemek veya sınırlı tutmak için kur artışı enflasyonun altında tutulmalıdır ki bu durum da ülkenin rekabet gücünün azalmasına neden olur (Akyol Eser, 2012:18).

#### **1.5.5.8. İstihdam**

Yeterli düzeyde yatırım yapamayan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde işsizlik büyük bir sorundur. Bu noktada uluslararası sermaye yatırımları bir ülkenin istihdam düzeyini arttırmada önemli bir rol oynamaktadır (Akyol Eser, 2012:20). Yabancı sermaye yatırımları ile bir ülkede yeni tesislerin açılması, beyin göçünün engellenmesi ve işsizliğin azalması noktalarında hükümetlerin hoşuna gidecektir. Ancak yapılan yatırımlar emek yoğun değil sermaye yoğun şeklinde olursa bu yatırımlar beklenen istihdam etkisini veremeyebilir.

### **1.6. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ**

Ülkemizde 24 Ocak kararları ile birlikte ekonomik liberalizasyon süreci başlatılmış olup, 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı karar ile kambiyo denetimleri kaldırılarak sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır (Ekinci, 2011:73). Bu kararname ile döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen serbest duruma gelmiş, Türk finans piyasası kısa vadeli sermayeye açılmış ve ülkemize yönelik uluslararası sermaye hareketleri

üzerindeki bütün kontroller ve denetimler kaldırılmıştır (Aslan, Terzi ve Siampın, 2014:18).

Ülkemizde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beraber sermaye hareketlerinin türleri, boyutları ve sonuçları da değişkenlik göstermeye başlamıştır (Demir, 2007:157). Sermaye akımı süreci içerisinde birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan ilki sermaye girişinin boyutunun genişlemesidir. İkinci değişim sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması ve böylece vade yapısının ve türünün değişmesidir. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin sonucu olarak ekonomiye akan uluslararası sermayenin, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla olan bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin tırmanmasıdır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:47).

**Tablo 1.1:** Türkiye Ekonomisine Net Sermaye Akımları 1989-1999 (Milyon Dolar)

| Yıl  | Kısa Vadeli Sermaye | Portföy Yatırımları | Diğer Uzun Vadeli Sermaye | Doğrudan Yatırımlar | Toplam Sermaye Hareketi |
|------|---------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-------------------------|
| 1989 | -584                | 1386                | -685                      | 663                 | 780                     |
| 1990 | 3000                | 547                 | -210                      | 700                 | 4037                    |
| 1991 | -3020               | 623                 | -783                      | 783                 | -2397                   |
| 1992 | 1396                | 2411                | -938                      | 779                 | 3648                    |
| 1993 | 3054                | 3917                | 1370                      | 622                 | 8963                    |
| 1994 | -5127               | 1158                | -784                      | 559                 | -4194                   |
| 1995 | 3713                | 237                 | -79                       | 772                 | 4643                    |
| 1996 | 5945                | 570                 | 1636                      | 612                 | 8763                    |
| 1997 | 1761                | 1634                | 4788                      | 554                 | 8737                    |
| 1998 | 2601                | -6711               | 3985                      | 573                 | 448                     |
| 1999 | 759                 | 3429                | 345                       | 138                 | 4671                    |

**Kaynak:** İnsel ve Sungur, 2003:7

Tablo 1’den de anlaşılacağı üzere Türkiye’de liberalleşme sürecinin başlamasını takip eden 10 yıl içerisinde 1991 ve 1994 yılları haricinde sürekli net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1991 yılında Körfez Savaşı ve 1994 yılında ekonomik kriz nedeniyle negatif olarak gerçekleşen sermaye akımlarının kalan diğer senelerde pozitif olduğunu görmekteyiz. 1998 yılında ise gerçekleşen Rusya ve Asya krizleri nedeniyle sermaye hareketlerinde bir azalma söz konusu olmuştur (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007:204). 1991 yılı sonrasında kriz dönemleri haricinde Türkiye ekonomisinde yaşanan net sermaye

girişlerinin büyük bir kısmını portföy yatırımları oluşturmuştur. Sermaye girişlerinde gözlenen dalgalanma ise bu durumun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır (Balaban, 2016:119).



## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI ANALİZİ**

#### **2.1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI**

1980’li yıllara kadar gelişmekte olan ülkeler (GOÜ), kalkınmanın finansmanında genellikle kredi veren resmi kuruluşları tercih ediyorlardı ve dış borçlanmaya yönelik araştırmaları kamu borçlanmasına odaklanmış durumdaydı. Bu zamana kadar pek önemsenmeyen alternatif finansman kaynakları ise zamanla artmaya başlamış ve 1990’lardan itibaren dış kaynaklar içerisindeki payı önemli düzeylere ulaşmıştır. Burada bahsedilen alternatif finansman kaynakları doğrudan yabancı sermaye yatırımları, proje kredileri, portföy yatırımları, lisans anlaşmaları ve özel teşebbüslerden oluşmaktadır (Cengiz ve Karacan, 2015:328).

Birçok GOÜ 1980’lerin sonunda ve 1990’lı yılların başlarında finans sistemlerini daha serbest hale getirebilmek adına çeşitli programlar uygulamaya başlamışlardır. Finansal serbestleşme, faiz oranlarının kaldırılması, finans kurumlarının özelleştirilmesi, kurumlar arasında rekabetin özendirilmesi ve finans piyasalarına girilmesine izin verilmesi, rezerv gereksiniminin azaltılması ve açık piyasa işlemlerine bir para politikası aracı olarak güvenilmesinden oluşmaktadır. GOÜ’lerde yaşanmakta olan finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ortadan kaldırılması ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde artışlar başlamıştır (Kökce, 2010:63).

1980’li yıllarda Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayvan’dan oluşan Asya Kaplanları gösterdikleri hızlı büyüme oranları nedeniyle uluslararası piyasalarda büyük ilgi görmüşlerdir. Yunanistan ve Portekiz’in Avrupa Birliği’ne girme ihtimalleri bu ülkelerde 1980’lerin ortasında bir tür finansal bomba etkisi yaratmıştır. Latin Amerika ülkelerinde, ödenemeyen borçların yeniden düzenlenmesini sağlayan Brady Planları ile birlikte uluslararası onurlarını yeniden kazanmış ve hisse senedi piyasaları 1990’ların başında yüksek getiriler sağlamıştır. Bunların yanı sıra Doğu Bloğu ülkelerinde

komünizmin kalkması piyasa ekonomisinin gelişimine ve yabancı yatırımcılar için çekici yatırım fırsatlarına imkan sağlamıştır (Sağlamer, 2003:48).

1990'lı yıllarda gelişmekte olan sermaye piyasalarına yönelik önemli bir sermaye akımı başlamıştır. Bu durumun başlıca nedeni küresel ekonomik konjonktürün gelişmekte olan ülkelere hızlarının yavaşlaması tasarruf sahiplerini yeni yatırım fırsatları aramaya itmiştir. GOÜ'lerin birçoğu bu dönemde liberal ekonomi programlarına geçmiş, yabancı sermaye kısıtlamalarında önemli değişiklikler gerçekleştirmiş, özelleştirmeye hız vermiş ve sermaye piyasalarındaki teknolojik gelişmelere hız vermişlerdir. Bu nedenlerle dış tasarruf sahipleri daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan GOÜ'leri tercih etmişlerdir (Sağlamer, 2003:48).

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusunun giderek hız kazanması dünya ticaret ve üretiminin çok üzerinde para hareketlerine neden olmaya başlamıştır. Bu dönemde GOÜ'lere yönelik para hareketleri adeta katlanarak büyümüştür. GOÜ'lere yönelik bu sermaye akımları esas olarak "Yükselen Piyasalar" (Emerging Markets) olarak bilinen yaklaşık 20 ülkede<sup>2</sup> yoğunlaşmış durumdaydı (İnsel ve Sungur, 2003:3).

**Tablo 2.1:** Yükselen Piyasalarda Net Portföy Yatırımları (Milyar Dolar)

| Ülke       | 1989 | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994 | 1995  | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| Arjantin   | 2,6  | -1,3  | 0,4   | 4,8   | 34,4  | 9,6  | 2,3   | 9,5  | 11   | 8,7  | -6,7 |
| Brezilya   | -0,4 | 0,5   | 3,8   | 14,4  | 12,3  | 51,1 | 9,7   | 20,8 | 10   | 18,4 | 3,8  |
| Şili       | 0,08 | 0,3   | 0,1   | 0,4   | 0,7   | 0,9  | 0,03  | 1,1  | 1,6  | -2,4 | 3,2  |
| Kolombiya  | 0,1  | -0,04 | 0,08  | 0,1   | 0,4   | 0,2  | 1,4   | 1,6  | 0,9  | 1,2  | -0,6 |
| Mısır      | 0    | 0,1   | 0,2   | 0,06  | 0,04  | 0,03 | 0,2   | 0,5  | 0,8  | -0,6 | 0,5  |
| Hindistan  | 0    | 0     | 0,04  | 0,2   | 1,3   | 5,4  | 1,5   | 3,9  | 2,5  | -0,6 | 2,3  |
| Endonezya  | -0,1 | -0,09 | -0,01 | -0,08 | 1,8   | 3,8  | 4,1   | 5    | -2,6 | -1,8 | -1,7 |
| Malezya    | -0,1 | -0,2  | 0,1   | -1,1  | -0,7  | -1,6 | -0,4  | -0,2 | -0,2 | 0,2  | -1   |
| Meksika    | 0,2  | -3,9  | 12,1  | 19,2  | 28,3  | 7,4  | -10,3 | 13,9 | 4,3  | 0,9  | 10,5 |
| Pakistan   | 0,01 | 0,08  | 0,09  | 0,3   | 0,2   | 1,4  | 0,03  | 0,2  | 0,2  | 0,01 | 0,1  |
| Peru       | -    | 0,04  | 0,01  | 0,03  | 0,1   | 0,5  | 0,01  | 0,01 | 5    | -0,4 | -0,3 |
| Filipinler | 0,2  | 0,05  | 0,1   | 0,04  | -0,05 | 0,2  | 1,1   | 5,3  | 0,5  | -0,9 | 3,3  |
| G. Kore    | -0,7 | 0,1   | 3,1   | 5,9   | 10,1  | 6,2  | 11,7  | 15,1 | 14,3 | -1,2 | 9,1  |
| G. Afrika  | 0,09 | 0,01  | 0,2   | 1,7   | 0,7   | 2,8  | 2,4   | 2,4  | 6,6  | 4,2  | 8,6  |
| Tayland    | 1,4  | -0,03 | -0,08 | 0,9   | 5,4   | 2,6  | 4,1   | 3,6  | 4,4  | -0,3 | -0,1 |
| Türkiye    | 1,3  | 0,5   | 0,6   | 2,4   | 3,9   | 1,1  | 0,2   | 0,5  | 1,6  | -6,7 | 3,4  |

Kaynak: [www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)

<sup>2</sup> Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

Bu dönemde ortaya çıkan sermaye hareketlerinin özelliği önceki dönemden oldukça farklıdır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman ihtiyacını karşılamaya yönelik olan sermaye hareketleri, bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu değişikliğe paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye hareketlerinin vadesi kısalmış, daha oynak ve hareketli hale gelmişlerdir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:16).

1990-1994 yılları arasında Asya ve Latin Amerika ülkeleri toplamda yaklaşık 670 milyar dolarlık yabancı sermaye girişine maruz kalmışlardır. Bu dört yıllık dönemde kısa vadeli yatırımlardaki ve portföy yatırımlarındaki artış gözle görülür ölçüdedir. Bu tür yatırımların en belirgin özelliği oynak ve riskli bir yatırım türü olmalarıdır. Çünkü tasarruf sahipleri aniden fikir değiştirerek yatırımlarını geri çekebilmektedirler. Bu kararlar yatırım yapılan ülkedeki döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında ve faiz oranlarında meydana gelebilecek makroekonomik değişikliklere de bağlıdır. Portföy yatırımlarının zamanla artması gelişmekte olan ülkeler için vazgeçilemez bir kaynak niteliğinde olduğunu ispatlamaktadır (Kökce, 2010:63).

GOÜ'lere yönelik uluslararası portföy yatırımları özellikle finansal kriz zamanında yatırım yapılan ülkelerdeki para ve döviz politikalarındaki problemleri ağırlaştırabilmektedir. Yabancı yatırımcılar ikincil piyasalardan sağladıkları likidite ile menkul değerlerini büyük miktarda satıp, elde ettikleri gelirleri kendi ülkelerine transfer edebilmektedirler. Döviz rezervlerinde erimeye sebep olan bu hareket özellikle küçük ölçekli ekonomilerde finansal krizlere yol açmaktadır.

1990'lardan başlayarak başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde karlılık ve faizler düşerken yükselen piyasalarda tam tersine faiz oranları ve karlılık düzeylerinde inanılmaz artışlar yaşandı. Gelişmiş ülkelere yükselen piyasalara kaçan fonlar gittikleri bu ülkelerde krizlere sebep oldular. 1994 yılındaki Meksika Krizi, 1997 yılında Asya ülkelerinde yaşanan kriz, 1998 Rusya Krizi ve 2001 yılında Arjantin'de ve ülkemizde yaşanan ekonomik krizler bu duruma örnek gösterilebilir. Bu krizlerin gerçekleşmesinde, yabancı sermayenin girdiği ülkede enflasyon ve döviz kuru gibi makroekonomik göstergeler üzerinde yaptığı etki önemli bir etkidir. Yükselen

piyasalar, bir yandan domino etkisiyle arka arkaya krizlerle uğraşırken diğer taraftan borç batağına battılar ve büyümeleri durakladı (Kazgan, 2009:219).

GOÜ'lerde sermaye giriş ve çıkışlarının serbest hale getirilmesi finansal reformun en son noktası olması gerekmektedir. Bütçe açığı kapatılmadan ve enflasyon oranı düşürülmeden sermaye giriş çıkışlarında serbestliğin getirilmesi yaşanan krizleri daha büyük hale getirmektedir. Örneğin Asya Krizinden en çok etkilenen ülkeler Tayland ve Endonezya olmuştur. Çünkü bu ülkelerde yabancı sermayenin ülkeye girişi ve ülkeden çıkışı ile ilgili çok az yasal düzenleme mevcuttu. Swap ve forward ürünler gibi işlemlere yasal sınırlamalar getiren Malezya ise bu iki ülkeye nazaran krizden daha az etkilenmiştir (Sağlam, 2003:78).

Yaşanan bu krizlerin ardından 2006 yılında dünya ekonomisinde başlayan dalgalanmalardan GOÜ'ler çok az miktarda etkilenmiştir. ABD kaynaklı emlak krizi GOÜ'leri ancak 2008 yılında global kriz patlak verdiğinde etkilemiştir.

Uluslararası portföy yatırımları GOÜ'ler üzerinde olumsuz etkilere sahip olsalar bile ileri sürülen ortak görüş, portföy yatırımlarının ülkedeki reel sektörü üç şekilde etkileyebileceği yönündedir. Öncelikle portföy yatırımları GOÜ'lere borçlanma yoluna gitmeksizin yabancı yatırım kaynağı sağlamaktadır. GOÜ'lerde az olan yabancı sermaye miktarı portföy yatırımları ile birlikte artacaktır. İkinci olarak yabancı sermaye girişinde yaşanan artış, ülkenin sermaye tahsisindeki etkinliğini arttıracaktır. Uluslararası portföy yatırımları, uluslararası doğrudan yatırımlar gibi sermayesi bol ama getirisi düşük olan ülkelere para kaynağı sağlayabilir. Bu durum ülkede sermaye maliyetini azaltıcı, yatırımları arttırıcı ve ürün çıktısını yükseltici bir etkiye neden olur. Son olarak ise portföy yatırımlarının ülkede işlem gören hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilemesidir. Ülkedeki düşük sermaye maliyeti ve yüksek hisse senedi fiyatları yeni hisse senetlerine yol açabilir. Ayrıca artan portföy yatırımları ile birlikte yurtiçi sermaye piyasalarının likiditesi yükselişe geçecek etkinliği artacaktır. Piyasa likiditesinin artması piyasaya derinlik kazandırır. Uluslararası portföy yatırımları sayesinde ev sahibi ülkenin sermayesinin dağılması kolaylaşır ve ekonomi daha sağlıklı hale gelir (Kökce, 2010:71).

GOÜ'lerin portföy yatırımlarını arttırmaya başlamadan önce yapısal düzenlemelerini kontrol etmelerinde ve düzenlemelerinde yarar vardır. Ülkeye girecek

olan yüklü miktardaki sıcak paranın olumsuz etkileri en aza indirildikten sonra yapılan bu değişikliklerde istikrarlı ve tutarlı olmak oldukça önemlidir. Uluslararası portföy yatırımlarından doğru bir şekilde faydalanan ülkelerde büyüme için ihtiyaç duyulan fonlar sağlanacak ve ülke ekonomisi daha güven veren bir hale gelecektir.

## **2.2. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI**

Gelişmiş ülkelerin en büyük gücü finans merkezlerini ellerinde tutmaları ve finans piyasalarına tam egemen olmalarıdır. Başta ABD Doları olmak üzere günümüzde uluslararası ticarete konu olan bütün para birimleri gelişmiş ülkelere aittir. Bu konuda ABD Dolarını Japon Yeni, İngiliz Sterlini ve Avro izlemektedir. Bunlara benzer şekilde 2000’li yıllara kadar Alman Markı da piyasada önemli bir yere sahipti (Kazgan, 2009:50). Para birimlerinin yanı sıra dünyanın en büyük finans merkezlerinin gelişmiş ülkelerde yer alması da bu ülkelerde yatırımlara hız vermektedir.

Finansal liberalleşmenin gerçekleştiği, birçok gelişmekte olan ülkenin yatırımları çektiği ve akabinde ekonomik krizle karşılaştıkları 1990’lı yılların ardından 2000’li yıllar gelişmiş ülkeler için ekonomik anlamda zorlu başlamıştır. 2000’li yılların başlarında NASDAQ<sup>3</sup> ve Tokyo Borsası değer kaybetmiş, Paris, Londra ve Frankfurt borsalarında çeşitli endekslerde sert düşüşler yaşanmıştır. Aynı dönemde ABD ordusunun Irak’a girmesi nedeniyle Batılı yatırımcılar ellerinde hisse senedi tutmak istememiş, piyasalara genel bir belirsizlik hakim olmuştur (Sağlam, 2003:80).

Yaşanan düşüşlerin ardından 2007 yılında sinyallerini vereye başlayan küresel ekonomik kriz 2008 yılı sonlarına doğru, sermaye piyasaları başta olmak üzere, tüm dünya ekonomilerini etkilemiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkelerdeki bazı finansal kuruluşlar kamulaştırılırken dünya genelinde finans kesimine karşı bir güvensizlik başlamıştır. Reel ekonomide başlayan sorunlar dünya ekonomisinin önemli bir durgunluk riskiyle karşı karşıya kalmasına neden olmuştur (TSPAKB, 2009:I).

---

<sup>3</sup> Resmi bir düzenleyicisi olmayan ve tezgâh üstü piyasalarda işlem gören menkul değerler için alım ve satım fiyatlarının gösterildiği otomatik bilgi ağı olarak New York’ta kurulmuş olan özel borsadır.

2008 yılında başlayan küresel ekonomik krizin ardından büyümeye yönelik önlemler ve finansal desteğe verilen kamu destekleri ile 2009 yılının ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerde genel bir toparlanma başlamıştır. Ancak 2011 yılının ikinci yarısından itibaren bazı Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde yaşanan mali bozulmalar ve düşük büyüme performansı küresel ekonomiyi de olumsuz etkilemiştir. Artan ülke riskleri ile beraber riskli ülke tahvillerindeki değer düşüşleri, portföylerine kamu kağıtlarını ekleyen finans sektörlerini de etkilemiştir. Avrupa’da yaşanan bu olumsuzlukların yanında ABD’de ise büyüme beklenenin altında gerçekleşmiş ve bankacılık sektöründe problemler yaşanmaya başlamıştır. Bunların yanı sıra ABD’nin kredi notu, kamu borçları, bütçe açıkları ve karar verme sürecindeki gecikmeleri nedeniyle, tarihinde ilk kez düşürülmüştür. Gelişmiş ülkelerde yaşanan bu belirsizlikler dünya geneline yayılmıştır. Bir yandan yatırımcıların güveni zayıflarken diğer yandan ise sermaye hareketlerinde azalmalar meydana gelmiştir (TSPAKB, 2012:25).

2015 yılına gelindiğinde ABD ekonomisinde yaşanan toparlanma ve dolardaki güçlenme finansal piyasalar için belirleyici olmuştur. 2016 yılında ABD’de gerçekleşen başkanlık seçimi ve İngiltere’nin AB’den ayrılması ile sonuçlanan Brexit referandumu sermaye piyasaları üzerinde oldukça etkili olmuştur (TSPB, 2017:7)

Günümüzde portföy yatırımı kategorisine giren menkul değerler büyük çoğunlukla gelişmiş ülkelerdeki piyasalarda işlem görmektedir. Bu konuda ilk iki sırayı ABD’de bulunan New York Borsası ve NASDAQ almaktadır.

**Tablo 2.2:** Borsaların Piyasa Değerleri (2016)

| Sıra | Borsa Adı                 | Ülke                                   | Piyasa Değeri<br>(Milyar Dolar) | Piyasa Değeri<br>Payı (%) |
|------|---------------------------|----------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| 1    | New York                  | ABD                                    | 19,573                          | 28                        |
| 2    | NASDAQ OMX                | ABD                                    | 7,779                           | 11.1                      |
| 3    | Japonya Borsası           | Japonya                                | 5,062                           | 7.2                       |
| 4    | Şanghay Borsası           | Çin                                    | 4,104                           | 5.9                       |
| 5    | Londra Borsası Grubu      | İngiltere, İtalya                      | 3,496                           | 5                         |
| 6    | NYSE Euronext<br>(Avrupa) | Hollanda, Belçika,<br>Fransa, Portekiz | 3,493                           | 5                         |
| 7    | Şenzhen Borsası           | Çin                                    | 3,217                           | 4.6                       |
| 8    | Hong Kong Borsası         | Hong Kong                              | 3,193                           | 4.6                       |
| 9    | TMX Grubu                 | Kanada                                 | 2,042                           | 2.9                       |
| 10   | Deutsche Börse            | Almanya                                | 1,732                           | 2.5                       |

**Kaynak:** TSPB, 2017:11

Dünya genelinde yatırımlara yön veren piyasaların gelişmiş ülkelerde olması şaşırtıcı değildir. Tablo 2.2’den de anlaşılacağı üzere dünya genelindeki piyasaların toplam değerinin yaklaşık %80’i ilk 10’da yer alan piyasalardan oluşmaktadır. Ülkemizde işlemlerin gerçekleştiği Borsa İstanbul (BİST) dünya genelinde 32 nci sırada yer almaktadır. BİST 158 milyar dolarlık piyasa değerine ve %0.2’lik piyasa değeri payına sahiptir (TSPB, 2017:11).

**Tablo 2.3:** Seçili Gelişmiş Ülkelerde Portföy Yatırımları (Milyar Dolar)

| Ülke      | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ABD       | 775,6 | 807,9 | -18,5 | 620,8 | 226,2 | 498,2 | 30,6  | 120,8 | 53,5  | 196,7 |
| Çin       | 16,4  | 34,8  | 27    | 24    | 19,6  | 47,7  | 52,8  | 82,4  | -66,4 | -62,1 |
| Japonya   | 73,1  | -282  | -210  | -144  | 168,4 | -32,2 | 274,6 | 40,3  | -132  | -274  |
| Almanya   | 215,3 | 44,5  | -119  | -154  | 51,4  | 66,8  | -209  | -175  | -217  | -230  |
| İngiltere | 168,8 | 782,9 | 214   | 201   | 214,1 | -274  | 284,8 | -22,8 | 213,1 | 195,5 |
| Hindistan | 33    | -15   | 17,7  | 36,8  | 2,6   | 29,2  | 6,8   | 37,7  | 9,4   | -4,7  |
| Fransa    | -168  | 27    | 326,9 | 153,6 | 334,9 | 52,6  | 79,7  | 26,7  | -50,8 | 5,3   |
| Brezilya  | 48,3  | 1,1   | 50,2  | 66,9  | 41,2  | 15,8  | 32,2  | 38,4  | 22,2  | -19,2 |
| İtalya    | 4,3   | 105,5 | 47,4  | -63,4 | -26,2 | 20,6  | 6,3   | 1,6   | -108  | -177  |
| Kanada    | -70,9 | 47,8  | 92,6  | 110,1 | 104,2 | 63,5  | 26,9  | 27    | 37,7  | 113,9 |

Kaynak: [www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)

### 2.3. PORTFÖY VE PORTFÖY YÖNETİMİ

Fransızca kökenli olan portföy kelimesi banka, simsar veya bir aracı kuruluşun kendi elinde tuttuğu, istediği gibi tasarruf ettiği menkul değerlerin toplamı anlamına gelmektedir ([www.tdk.gov.tr](http://www.tdk.gov.tr)). Menkul kıymetler açısından portföy, menkul kıymetlerin oluşturduğu bir topluluğu ifade eder. Genel bir tanımlama ile portföy, belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların sahip olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan ve kendine has ölçülebilir nitelikleri olan bir varlıktır. Zamanla gelişen ekonomik koşullar portföylerin alınıp satılmasını gerektirmektedir. Bu sebeple değişen ekonomik koşulların göz önünde bulundurularak tasarruf sahiplerinin sahip oldukları portföylerde değişiklik yapmalarına portföy yönetimi denmektedir (Demirtaş ve Güngör, 2004:103).

Portföy yönetimi, yatırımcıların ellerinde tutmuş oldukları fonların, mevcut menkul değerler arasında minimum risk ve maksimum karlılığı sağlayacak şekilde dağıtılmasıdır. Portföy yönetimi, yatırımcının sahip olduğu toplam menkul değerlerin seçimi ve her birinden ne kadar portföye dahil edileceği konusundaki belirli yöntem ve

teknikleri kapsar. Portföy yönetiminin amacı, yatırımcıların ihtiyaçlarına göre portföye farklı menkul değerleri almak ve yatırımcının yatırım amaçlarına uygun olarak portföyü yönlendirmektir. Bu noktada yatırımcıların ihtiyaçları beklenen getiri ve risk olarak ifade edilebilir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:469). Bahsedilen bu amaca ulaşılması durumunda ancak başarılı bir portföy yönetiminden bahsedilebilir. Bu başarıya ulaşılabilmek için yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine gitmesi gerekmektedir. Portföy çeşitlendirmesi, menkul değerlerin bir portföy içerisinde birleştirilmek suretiyle riskin dağıtılması durumudur. Yapılan çeşitlendirmenin başlıca amacı portföyün riskini azaltmaktır. Yatırımcı açısından bakıldığında yatırımda önemli olan nokta portföyün riski ve getirisidir (İskenderoğlu ve Karadeniz, 2011:236).

Portföy yönetimi için iki yönetim şekli tavsiye edilmektedir. Bunlar pasif portföy yönetimi ve aktif portföy yönetimidir.

Pasif portföy yönetimi herhangi bir tahminleme yapılmaksızın önceden belirlenen bir strateji doğrultusunda yatırım yapılan bir finansal stratejidir. Bu yönetim şekli aynı zamanda pasif yatırım olarak da bilinmektedir. Pasif portföy yönetiminde genel olarak satın al ve elde tut stratejisi izlenmektedir. Oluşturulan portföyde elde tutma dönemi boyunca küçük düzeltmeler dışında bir oynama yapılmaz. Bu portföy yönetimi şekli genellikle işlem maliyetlerini minimum düzeyde tutmak için kullanılır (Korkmaz, 2013:180).

Aktif portföy yönetimi ise piyasanın ortalama getirisi üzerinde bir gelir sağlayabilmek için menkul değerlerin sıkça değiştirilmesi ve daha riskli pozisyonlar alınarak portföyün yönetilmesidir. Aktif portföy yönetimi menkul değerleri piyasada işlem gören firmaların piyasanın tamamı tarafından henüz bilinmeyen performanslarını belirlemeye ve bunları kullanmaya yöneliktir. Burada amaç herkesin bildiği iyi menkul değerleri belirlemek değil, başkalarından daha iyi tahminlerde bulunabilmektir. Aktif portföy yönetiminde yatırımcının yeterli düzeyde temel ve teknik analiz bilgisine sahip olması gerekmektedir (Korkmaz, 2013:181).

Yatırımcılar portföy yönetimini kendileri yapabilecekleri gibi, profesyonel hizmet sunan finansal kurumlardan da faydalanabilirler. Ekonomilerin dinamik yapısı nedeniyle zamanla koşullar değişebilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcının menkul değerleri portföyden çıkarıp satmaları ve yerlerine yenilerini almaları gerekebilir.

Portföydeki hangi değerin ne zaman satılacağı ve yerlerine hangi değerlerin ne zaman alınacağına karar vermek, uzmanlık ve sorumluluk isteyen bir iştir. Bu sebeple portföy yönetimine ilişkin faaliyetler yetkili kurullardan izin almış bankalar ve uzman kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir (Korkmaz, 2013:4).

Portföyün yönetim sürecinde yatırımcı için yatırım politikasının belirlenmesi, yatırıma yönelik stratejinin geliştirilmesi, piyasa koşulları, yatırım araçlarının değerleri ve yatırımcının sürekli göz önünde bulundurulması, değişen koşullara göre portföy kompozisyonunda değişikliklerin yapılması ve müşterilere düzenli olarak bilgi verilmesi gerekmektedir. Portföy süreci karar verirken sıralı bir analiz içermektedir. Buna göre portföy yönetiminde birbirini izleyen 5 aşama şu şekildedir (Korkmaz, 2013:6);

- Portföy planlaması
- Yatırım analizi
- Portföy seçimi
- Portföy değerlemesi
- Portföy revizyonu

### **2.3.1. Portföy Çeşitleri**

Tasarruf sahipleri tarafından en çok tercih edilen finansal araçlar hisse senetleri ve tahvillerdir (Korkmaz, 2013:9). Farklı menkul kıymetler veya yatırım araçları çok sayıda portföy oluşturabilirler. Ancak, hisse senetleri ve tahviller göz önüne alındığında üç farklı portföyden bahsetmek mümkündür. Bunlar, tahvillerden oluşan portföyler, hisse senetlerinden oluşan portföyler ile hisse senedi ve tahvillerden oluşan portföylerdir.

#### **2.3.1.1. Tahvillerden Oluşan Portföyler**

Tahviller anaparasının güvenliğine önem veren yani risk almayı sevmeyen yatırımcılar tarafından tercih edilen portföylerdir (Korkmaz, 2013:10). Tahvil sahibi bir yatırımcı tahvilden iki şekilde gelir elde etmektedir. Bunlar dönemsel olarak sağladığı

faiz geliri ve vade sonunda elde ettiği anaparadır (Bolak, 1994:141). Tahvile yatırım yapanlar yatırım kararı alırken fonlarını belli bir süre ödünç vermeyi ve bu süre boyunca dönemsel faiz geliri elde ederek vade sonunda tahvilin nominal değeri almayı amaçlarlar (Korkmaz ve Ceylan, 2012:272). Şirket ve devlet tahvilleri ile hazine bonoları düşük riskli portföyler olarak ön plana çıkmaktadırlar.

### **2.3.1.2. Hisse Senetlerinden Oluşan Portföyler**

Hisse senetleri, tahvillerin aksine risk içeren bir portföy çeşididir. Tahvil sahipleri belirli bir vade süresinde kendilerine vaat edilen faiz getirisini elde ederken, hisse senedi sahipleri sonsuz bir vadede miktarı önceden kesin olarak bilinmeyen bir dividend geliri elde ederler (Konuralp, 2001:151). Bu tür portföylerde her türlü risk seviyesinde işlem yapılabilir. Hisse senetleri uzun vadeli değerler olduğundan uzun süreli bir yatırım düşünen tasarruf sahipleri tarafından daha çok tercih edilmektedir.

### **2.3.1.3. Hisse Senedi ve Tahvillerden Oluşan Portföyler**

En çok tercih edilen portföy türüdür. Ekonominin içerisinde bulunduğu koşullara göre yatırım şekillendirilir ve anapara, belli oranda hisse senedi, tahvil ve türev ürünler arasında paylaştırılır. Böylece daha dengeli bir portföy oluşturulmaya çalışılır (Korkmaz, 2013:10).

Portföyler hisse senedi ve tahviller gibi temel menkul değerler dışındaki yatırım araçları ile de oluşturulabilir. Bu şekildeki portföylerin oluşturulması aşamasında yatırım araçları arasında karşılaştırma yapılır. Yatırım süresi boyunca ne tür varlıkların daha karlı bir yatırım olacağı çeşitli tekniklerle hesaplanır ve tahmin edilir (Demirtaş ve Güngör, 2004:104).

Hisse senedi ve tahviller dışındaki portföyler şu şekildedir;

- Varlığa dayalı menkul kıymet,
- Finansman bonoları,
- Hazine bonusu,

- Gelir ortaklığı senetleri,
- Banka bonoları,
- Mevduat,
- Repo
- Altın

## **2.4. PORTFÖY YATIRIMLARINDA BEKLENEN GETİRİ VE RİSK**

Yatırımcılar için yatırım kararı alırken elde edecekleri getiriler kadar aldıkları risk de önemlidir. Çünkü risk pek çok yatırımcı için kaçınılmaz bir unsurdur. Çoğu piyasada olduğu gibi hisse senedi piyasalarında da yatırımcının riskten kaçması oldukça zordur (Kapusuzoğlu ve İbicioğlu, 2013:120).

Yatırım sahibinin bir dönem sonunda elde etmek istediği getiriye rasyonel bir şekilde tahminlemesine dayalı hesaplanacak getiriler beklenen getiriye ifade etmektedir (İMKB, 1994:37). Finansal varlıklarda iki türlü getiriden söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi faiz (tahvil gibi sabit getirili varlıklar) veya kar payı (hisse senedi gibi değişken getirili varlıklar) şeklindeki ödemelerden kaynaklanan getiridir. İkincisi ise finansal varlığın fiyatındaki değişikliklerden kaynaklanan sermaye kazancıdır (Bolak, 1994:187).

Finansal olarak risk beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığını ifade etmektedir. Yatırımcıların yapmış oldukları yatırımlardan sağlayacakları verimin beklenen verimin altına düşme ya da üstüne çıkma ihtimali söz konusudur. Bu ihtimal yatırımcı açısından yapmış olduğu yatırımın riskini oluşturmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:470).

Risk ile getiri arasında ilişki kurabilmek portföy yönetimindeki en önemli fonksiyonlardan biridir. Herhangi bir menkul değere yatırım yapılırken dikkat edilmesi gereken en önemli unsur, söz konusu menkul değere ait risk ve getiri arasındaki ilişkidir. Çünkü yatırım araçları seçilirken, getiri ve risk unsurlarının karşılaştırılması ve bu unsurlar arasında uygun bir değişim yapılması gerekmektedir. Çoğu zaman yatırımcılar getiri oranları hakkında yeterli bilgiye sahipken, risk kavramı hakkında yeterli bilgiye sahip değildirler. Bu sebeple, riskin türleri ve toplam riskin kaynaklarının

neler olduğunun açıklanması, bilinçli yatırım kararlarının alınabilmesinde çok büyük bir önem taşımaktadır (Korkmaz, 2013:20).

Finansal yatırımlarda risk ile getiri arasındaki ilişki doğru orantılıdır. Yani risk yükseldikçe getiri de yükselmektedir. Riskin yükselmesi durumunda hisse senedi fiyatlarında yaşanacak olan düşüşler ortakların bekledikleri getiri oranını da yükseltecektir. Örneğin iki hisse arasında riski düşük olanın talebi fazla olacaktır. Talepte yaşanan bu artış nedeniyle riski yüksek olan hissenin fiyatı daha düşük olacaktır. Yatırımcılar riski yüksek olan hissede katlanmış oldukları risk nedeniyle daha fazla getiri bekleyeceklerdir (Konuralp, 2001:62).

Portföy kuramında yatırımcıların riski kontrol edebilme ya da sınırlayabilme olanağına sahip olması durumuna göre toplam risk sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmaktadır (Demirtaş ve Güngör, 2004:104).

#### **2.4.1. Sistematik Risk**

Sistematik risk, aynı pazarda bulunan her finansal varlığın sahip olacağı pazar riskini ifade etmektedir (İMKB, 1994:31). Başka bir ifadeyle sistematik risk, menkul değerlerin getirilerinde gerçekleşen dalgalanmaların, piyasada yer alan bütün finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerdir (Bolak, 1994:137).

Finansal varlıkların dışında ortaya çıkan sistematik risk, ekonomik, politik, doğal afet ve sosyal koşulların ortaya koyduğu tehlikeye işaret etmektedir. Bu riskler portföylerin çeşitlendirilmesi yoluyla giderilemezler. Çünkü mükemmel oluşturulmuş bir portföy dahi global olaylara karşı duyarlı olacaktır (İMKB, 1994:31).

Yatırımcılar açısından sistematik riskin kontrol edilmesi mümkün değildir. Çünkü bu risklerin ne zaman ve ne şekilde geleceği tahmin edilememektedir. Doğal afet veya bir terör saldırısı gibi durumlardan da kaynaklanabilen sistematik risk portföy yönetimindeki tek belirsizliktir.

Sistematik riskler menkul değerlerin piyasa fiyatlarında düşüşü neden olmaktadır. Örneğin ABD’de gerçekleşen 11 Eylül 2001 tarihli terör saldırısının ardından piyasa riski oldukça yükselmiş ve New York Borsası 4 gün kapatılmıştır.

Borsalar yeniden açıldığı zaman bir hafta içerisinde tüm endekslerde düşüş yaşanmış ve bir haftalık kayıp 1.38 trilyon doları bulmuştur (Korkmaz, 2013:23).

Sistematik riskin başlıca kaynakları; satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riskidir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:489).

#### **2.4.1.1. Satın Alma Gücü Riski**

Enflasyon riski olarak da bilinen satın alma riski ile, genel fiyat düzeyinin yükselmesi sonucunda paranın satın alma gücünün azalması kastedilmektedir. Farklı derecelerde de olsa bütün menkul değerler enflasyon oranındaki artışlardan etkilenmektedir (Bolak, 1994:137).

Enflasyon, menkul değer yatırımlarından beklenen getirileri ve dolayısıyla menkul değerlerin değerini etkilemektedir. Bu sebeple, enflasyon, menkul değer yatırımlarının reel karlılık düzeyini belirleyen önemli faktörlerden birisidir (Korkmaz, 2013:24).

Enflasyonun tahvil ve hisse senetleri üzerindeki etkisi farklılık göstermektedir. Enflasyonun tahvillere olan etkisi hisse senetlerine olan etkisinden daha fazla olabilmektedir. Satın alma gücünde yaşanan azalma, tahvillerin reel verimini aşağı çekmektedir. Bu yüzden, enflasyon oranı iyi tahin edilemezse ve gelişmenin yön saptanamazsa, tahvillerin reel değeri ve geliri gerçeğe yakın olarak hesaplanamayacaktır. Böylece tahvillere yatırım yapan tasarruf sahipleri satın alma gücüyle karşı karşıya kalacaktır (Korkmaz ve Ceylan, 2012:493).

Hisse senetleri enflasyondan tahvillere nazaran daha az etkilenmektedir. Enflasyon ile birlikte işletmenin varlıklarının değeri ile satış ve karının artacağı düşünülmektedir. Böylece enflasyon sayesinde dağıtılan kar paylarında bir yükselme olabilecektir. Sonuç olarak hisse senetlerinin piyasa fiyatları artacak ve yatırımcılar enflasyondan zarar görmeden daha karlı çıkabileceklerdir. Bu nedenle yatırımcılar yatırımlarını hisse senetlerine kaydırmaya başlarlar (Korkmaz, 2013:24).

#### **2.4.1.2. Faiz Oranı Riski**

Piyasa faiz oranlarındaki değişimler menkul değerlerin fiyatlarını ters yönde etkilemektedir. Bunun sebebi, menkul değerlerin fiyatlarının, gelecekte sağlanacak gelirlerin, piyasa faiz oranıyla iskonto edilmiş değerleri toplamına eşit olmasıdır. Faiz oranındaki değişimler tahvil gibi sabit getirili yatırım araçlarını daha yüksek oranda etkilerler (Bolak, 1994:137). Faiz oranı riski genellikle tahviller ile ilişkilendirilse de hisse senetleri de söz konusu riskten etkilenmektedir. Hisse senetlerinin fiyatları da aynı tahvillerde olduğu gibi faiz oranlarındaki değişimlerden ters yönde etkilenmektedir.

#### **2.4.1.3. Piyasa Riski**

Geçerli bir ekonomik sebebe dayanmayan, genellikle psikolojik etkenler sonucunda gerçekleşen düşüşler piyasa riskini oluşturmaktadır. Bazı yatırımcıların büyük miktarlarda hisse senedi satmaya çalışmaları ya da bir takım siyasi gelişmeler bu tip olaylara yol açmaktadır. Piyasa riski genellikle hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olmaktadır (Bolak, 1994: 138).

Piyasa riski yüksek kaliteli finansal varlıklardan ziyade düşük kaliteli finansal varlıklar üzerinde daha çok hissedilmektedir. Aktif olmayan pazarlardaki piyasa riski ihtimali aktif olan pazarlara göre daha yüksektir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:498).

#### **2.4.1.4. Politik Risk**

Politik risk, politik koşullarda yaşanan değişimlerin menkul değerlerin getirileri üzerinde meydana getirdiği değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir sistematik risk türüdür. Bu risk ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkmaktadır. Politik riskin fazla olduğu ülkelerde, işletme faaliyetleri ile ekonomik büyüme yavaşlar ve hisse senedi getirilerinde azalmalar meydana gelir. Politik risk, piyasa riskinin içerisinde de düşünülebilir (Korkmaz, 2013:26).

#### **2.4.1.5. Kur Riski**

Kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paranın değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risktir. Uluslararası alanda portföy oluşturan yatırımcılar için yatırımlarının portföyde yer alan ülkelerin bazılarının parası karşısında değer kazanması bazıları karşısında ise değer kazanması mümkündür. Kur riskinde korunabilmek için, yatırımcıların oluşturacakları uluslararası portföylerinde değişik ülkelere ait menkul değerlere de yer vermeleri faydalı olabilecektir (Korkmaz ve Ceylan, 2012:499).

#### **2.4.2. Sistemik Olmayan Risk**

Sistemik olmayan risk, bir şirket veya sektöre özgü olan risklerdir. İşçi grevi, yönetim hataları, keşifler, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerinde değişikliklere yol açabilir. Bu riskler, diğer endüstriler ve genel olarak menkul değerler piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdır. Sistemik olmayan riskler sistemik risklerin aksine iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile ortadan kaldırılabilirler (Demirtaş ve Güngör, 2004:104).

Finansal risk, iş ve endüstri riski ile yönetim riski sistemik olmayan riskin kaynaklarıdır.

##### **2.4.2.1. Finansal Risk**

İşletmelerde borç yükümlülüğünün artması bu yükümlülüğün yerine getirilememesi olasılığını da arttırır. Bu duruma finansal risk denilmektedir. Hisse senetlerinde finansal risk daha fazladır. Zira firmanın finansal durumu ne olursa olsun tahvillere olan faiz borcunu ödemek zorundadır (Bolak, 1994:138).

Finansal risk, hem özel hem de kamu kuruluşlarında var olmasına rağmen devlet güvencesi sebebiyle, kamu kuruluşlarında bu risk daha az yaşanmaktadır. Finansal risk, borçlanma yerine tamamen öz kaynak ile finansmanı tercih eden kuruluşların ihraç ettiği kıymetlere yatırım yapılması ile yok edilebilir (Korkmaz, 2013:28).

#### **2.4.2.2. İş ve Endüstri Riski**

Bir veya birden fazla işkolunda faaliyet gösteren firmaların karlarında meydana gelebilecek değişmeler, bu firmaların hisse senedi fiyatında gözle görülür dalgalanmalara sebep olabilmektedir. Söz konusu hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcı sermaye ya da gelir kaybına uğrayacaktır. İş ve endüstri riskini iyi bir portföy çeşitlendirmesi yoluyla kontrol altına almak mümkündür (Korkmaz ve Ceylan, 2012:502).

#### **2.4.2.3. Yönetim Riski**

Firmaların başarılı olabilmeleri büyük ölçüde yönetici kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yapılan birçok araştırma firmaların başarısızlıklarının yönetim hatalarından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Yönetim hataları, hisse senetlerinin değerini belirleyen değişkenleri büyük ölçüde etkiler. Bu hatalar sonucunda satış ve karlılık azalabileceği gibi risk de artacaktır (Bolak, 1994:138).

### **2.5. PORTFÖY YÖNETİMİ YAKLAŞIMLARI**

Ekonomi literatüründe iki farklı portföy yönetimi yaklaşımı bulunmaktadır. Bunlardan ilki geleneksel portföy yönetimi olarak adlandırılan ve basit çeşitlendirme esasına dayanan yaklaşımdır. İkincisi ise modern portföy yönetimi olarak adlandırılan ve matematiksel temellere dayanan yaklaşımdır (Deniz ve Okuyan, 2017:1028). Tarihsel olarak bakıldığında geleneksel portföy yönetimi 1900'li yılların başlarında başlamış ve 1952 yılında Amerikalı bilim insanı Harry Markowitz'in modern portföy yönetimini ortaya çıkarmasına kadar sürmüştür (Korkmaz, 2013:71).

#### **2.5.1. Geleneksel Portföy Yönetimi**

Riskin dağıtılması portföy oluştururken büyük bir fayda sağlamaktadır. Yatırımcının sahip olduğu bütün finansal varlıkların getirileri aynı yönde hareket etmezler. Bu varlıkların bazıları yatırımcıya zarar olarak yansırken bazıları kar

getirecektir. Bu nedenle portföyün riski, tek bir finansal varlığın riskinden daha düşük olacaktır. Geleneksel portföy yönetimi, bu prensipten hareket ederek portföy içerisindeki varlık sayısının genişletilmesi ilkesine dayanmaktadır. Bu yaklaşımı bütün yumurtaları aynı sepete koymamak şeklinde de açıklamak mümkündür. Portföy sahiplerinin basit çeşitlendirmeye gitmeleri yani farklı farklı finansal varlıklara yatırım yapmaları, bu varlıkların telafi edici özellikleri nedeniyle, riski azaltacaktır. Örneğin 300 farklı finansal varlıktan oluşan bir portföy, 30 farklı finansal varlıktan oluşan bir portföye nazaran 10 kat daha iyi çeşitlendirilmiş kabul edilir (Bolak, 1994:195).

Geleneksel portföy yönetiminde menkul değerler arasındaki ilişki dikkate alınmaksızın çok sayıda çeşitlendirme yapılarak portföy riskinin azaltılması başlıca amaçtır. Geleneksel portföy yaklaşımına göre iyi portföy, çok sayıda menkul değeri bünyesinde bulunduran portföydür. Bu yaklaşım portföyün bir riski olduğunu kabul etmektedir ancak istatistiksel ya da matematiksel yöntemler ile bu riski hesaplamaz (Uğurlu, Erdaş ve Eroğlu, 2016:149).

Geleneksel portföy yönetiminin savunmuş olduğu basit çeşitlendirme ile yatırım araçlarındaki riskler dağıtılarak bir korunma sağlanmış olur. Ancak, piyasanın geneline etkileyen risklerden basit çeşitlendirme ile kurtulmak mümkün olmayacaktır. Bu durumda unutulmaması gereken; yapılan çeşitlendirmenin piyasadaki düşüşlerden etkilenmeyeceği anlamına gelmediği, sadece dalgalanmalar karşısında riskin dengelenmesine yardımcı olduğudur.

Geleneksel portföy yönetiminin aşırı portföy çeşitlendirmesinin faydalı olacağını savunmasına rağmen bazı sakıncaları bulunmaktadır. Bu sakıncalardan bazıları şu şekildedir (Korkmaz, 2013:87-88):

- Satın alınacak menkul değerlere ilişkin araştırma yapılırken, taşıdığı risk göz önüne alınmaksızın, gerekli getiriye sağlayamayacak menkul değerlerin de satın alınması.
- Çok fazla menkul değeri içerisinde barındıran portföyün yönetilmesi güç olacaktır.
- Portföyde yönetilmesi gereken menkul değer ne kadar artarsa yapılması gereken analizler ve araştırma maliyetleri o kadar yüksek olacaktır.

- Küçük miktartlı menkul değlererin sık sık alınması, büyük miktartlı menkul değlererin seyrek satın alınmasına nazaran daha fazla komisyon bedeli gerektirir.

Belirtilen bu sıkıntılarının yanı sıra aşırı çeşitlendirilmiş bir portföyün yönetilmesi büyük miktarlarda parayı gerektirmektedir. Fakat harcanan bu büyük miktarlara rağmen beklenen getiri ile elde edilen getiri birbirini karşılayamayabilir. Bu sebeple yapılan aşırı portföy çeşitlendirmesi yatırımcının elde edeceği net geliri düşürmektedir. Yani portföy getirisini arttırmak için belirli sayıdaki portföyün titizlikle seçilerek portföye alınmasında yarar vardır (Korkmaz, 2018:88).

Geleneksel portföy yönetimi, 1950’li yıllara kadar teoride ve uygulama alanında çok yaygın bir şekilde kabul görmüştür. Bu yöntem bilimsel bir dayanağı olmaması nedeniyle sıkça eleştirilse de uygulamadaki kolaylığı nedeniyle hala birçok yatırımcı tarafından kullanılmaktadır. Geleneksel portföy yönetimi, aşırı portföy çeşitlendirmesine önem vermesi ve menkul değer seçimi esnasında nicel bilgilere yeterince önem vermemesi nedeniyle eleştirilmektedir. Fakat tüm bu eleştirilere rağmen geleneksel portföy yönetiminin tam anlamıyla başarısız olduğu söylenemez. Ancak bu eleştiriler dikkate alınarak matematik ve istatistik yöntemlerinin kullanıldığı modern portföy yönetimi geliştirilmiştir (Korkmaz, 2013:88).

### **2.5.2. Modern Portföy Yönetimi**

Geleneksel portföy yönetiminde, portföyde yer alan menkul değlererin getirileri arasında bir ilişki kurulmuyordu ve risk faktörünün azaltılmasının yolu aşırı çeşitlendirmeden geçiyordu. Bu yöntem Markowitz’in modern portföy yönetimini geliştirmesinin ardından geçerliliğini yitirmeye başlamıştır.

Markowitz’in temellerini atmış olduğu modern portföy yönetiminde maksimum getiriyi ve minimum riski üstlenen bir yatırımcı tipi öngörülerek yatırımcının portföyünde yer alan menkul değlererin belirli bir risk seviyesinde maksimum getiriyi nasıl sağlayacağı araştırılmıştır. Bu yaklaşıma göre oluşturulan portföylerde hisse senetlerinin belirli bir risk seviyesinde olabilecek en yüksek getiriyi sağlamaları yani optimum portföyü oluşturmaları gerekmektedir (İskenderoğlu ve Karadeniz, 2011:237).

Modern portföy yöntemine göre yatırımcı şu anda belirli bir miktar paraya sahiptir ve bu para belli bir süre için (elde tutma dönemi) yatırım olarak değerlendirilecektir. Elde tutma dönemi bittiğinde yatırımcı isterse getirileri ile birlikte bu parayı eni yatırımlara yönlendirebilir ya da bu paranın tamamını veya bir kısmını haralayabilir. Yani bu yaklaşım dönem başı veya dönem sonu olarak ifade edilebilen tek dönemlik bir yaklaşımdır. Bu noktada önemli olan dönem başında hangi hisse sentlerine yatırım yapılacağı ve dönem sonunda hangi hisse senetlerinin elde tutulacağıdır. Bir portföy birden fazla menkul değerin bir araya gelmesiyle oluştuğu için yatırımcı adına en önemli konu kendisi için en karlı portföyün hangisi olduğuna karar vermesidir (Konuralp, 2001:250).

Fakat, dönem başında yatırımcı karar verme aşamasındayken portföyüne dahil edeceği menkul değerlerin dönem sonunda getirilerinin ne olacağını kesin olarak bilememektedir. Ancak, beklenen ya da ortalama getiri hakkında tahminlerde bulunabilir. Yatırımcılar genellikle yüksek getiri ve düşük risk arzu etmektedir fakat getiri ile risk arasında doğru orantılı bir ilişki olduğundan getiriyi maksimum hale getirirken riski minimize etmek mümkün değildir. Modern portföy yönetiminde bu konu belirli bir getiri seviyesinde riskin minimizasyonu ve belirli bir risk seviyesinde getirinin maksimizasyonu olarak ele alınmıştır. Böylece bu yönetim ile yatırımcının beklediği fayda maksimum hale getirilmektedir (Konuralp, 2001:251).

Modern portföy yönetiminin temel varsayımları aşağıdaki gibidir (Korkmaz, 2013:97-98):

- Yatırımcının başlıca amacı portföyünde faydayı maksimum hale getirmektir. Bütün yatırımcılar rasyonel düşünürler ve her dönem beklenen faydayı en üst noktaya çıkartmayı amaçlarlar.
- Yatırımcılar yatırım kararlarını sadece beklenen getiri ve riske göre alırlar.
- Yatırımcıların getiri ve risk hakkındaki beklentileri homojendir. Yani aynı risk düzeyinde daha fazla getiriyi daha az getiriye tercih ederler.
- Modern portföy yönetimine göre sermaye piyasası çok aktiftir. Bilgiler hızlı bir şekilde ve tamamen doğru olarak menkul değer fiyatlarına yansır. Bilgi akışının sağlanmasının önünde herhangi bir engel yoktur ve yatırımcılar söz konusu bilgilere eş zamanlı olarak ulaşırlar.

Modern portföy yönetimini geleneksel yöntemden ayıran özellikleri şu şekildedir (www. piyasarehberi.org):

- Portföy yönetimine niceliksel bir bakış açısı getirmesi,
- Portföydeki finansal araçların birbirleri ile bir etkileşim içerisinde olduğunu belirterek portföye bir bütün olarak bakması,
- Hisse değil portföy seçimini amaçlaması,
- Aynı risk seviyesinde daha fazla getiri sağlayabilecek alternatifler sunması.

## **2.6. PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ**

Yatırımcının yatırım kararını alırken beklediği sonuçları değerlendirmesi büyük önem taşımaktadır. Yapılan bu değerlendirme işlemi performans ölçümü olarak adlandırılmaktadır. Portföy yönetiminin en son aşaması portföy performansının ölçülmesidir. Yapılan performans ölçümü sayesinde farklı portföy yönetimi modelleri arasında mukayese yapılabilir ve bunlardan hangisinin daha avantajlı olduğu tespit edilebilir. Ayrıca yapılan ölçüm sayesinde profesyonel portföy yönetimi firmalarının verimliliği ve başarılı olup olmadıkları da tespit edilmiş olur.

Portföy yatırımının performansının ölçülmesi ile ilgili bir çok değerlendirme modeli bulunmaktadır. Ancak bu modeller arasında en çok kabul görmüş olanlar Sharpe Performans Ölçütü, Treynor Performans Ölçütü ve Jensen Performans Ölçütüdür.

### **2.6.1. Sharpe Performans Ölçütü**

Standart sapmayı esas alan bir ölçüt olan Sharpe Performans Ölçütü 1966 yılında William F. Sharpe tarafından geliştirilmiştir. Bu oran portföyü ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın portföyün getirilerinin standart sapmasına bölünmesi ile hesaplanır. Sharpe oranı, portföyün risksiz getiri oranı üzerinde elde ettiği aşırı getiriyi ölçer. Böylece Sharpe oranı portföy performansını taşımış olduğu riske göre düzelterek ölçmektedir. Yükselen getiriler veya düşen standart sapma Sharpe oranını artırır. Bunların tersi durumlarda ise düşen getiri veya artan standart sapma Sharpe oranını azaltacaktır. Yatırımcı Sharpe oranı kıstasına göre iki alternatif arasında seçim yapacağı zaman Sharpe oranı yüksek olan tercih edilmelidir (Korkmaz, 2013:199).

Sharpe oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (2.1)$$

$S_p$ , Sharpe oranını

$r_p$ , portföy getirisini

$r_f$ , risksiz faiz oranını

$\sigma_p$ , portföyün standart sapmasını ifade etmektedir.

### 2.6.2. Treynor Performans Ölçütü

Jack Treynor tarafından portföylerin performansını ölçmek için geliştirilen yöntem temelde Sharpe performans ölçütü ile benzer niteliktedir. Treynor da Sharpe gibi portföyün risksiz faiz oranı üzerinde sağladığı ek getiriye portföyün riskine oranlamış ve risk birimi başına elde edilen ek getiriye performans ölçüsü olarak kabul etmiştir. Fakat Sharpe'dan farklı olarak Treynor, portföyün riskini ölçmek için toplam riskin göstergesi olan standart sapma yerine sistematik riskin göstergesi olan beta katsayısını tercih etmiştir (Bolak, 1994:235). Beta katsayısı hisse senedinin sistematik yani çeşitlendirme yoluyla ortadan kaldırılamayan riskini ifade eder (Konuralp, 2001:279).

Treynor oranı aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (2.2)$$

$T_p$ , Treynor oranını

$r_p$ , portföy getirisini

$r_f$ , risksiz faiz oranını

$\beta_p$ , portföyün betasını ifade etmektedir.

Treynor ölçütü sistematik risk birimi başına ödül vermektedir. Yüksek çıkan Treynor oranı yüksek performans anlamına gelmektedir (Korkmaz, 2013:203).

### 2.6.3. Jensen Performans Ölçütü

Jensen ölçütü, hisse senedi Pazar doğrusunu temel almaktadır. Ölçüt, portföyün beklenen getirisi ile portföyün hisse senedi Pazar doğrusu üzerinde yer almış olsaydı beklenen getirisinin alacağı değer arasındaki farktır. Eğer portföy pozitif bir Jensen oranına sahipse hisse senedi Pazar doğrusunun üzerinde bir yerde, negatif bir orana sahipse hisse senedi Pazar doğrusunun altında demektir. Hisse senedi Pazar doğrusunun üzerinde yer alan portföylerin performansı, hisse senedi Pazar doğrusunun altında kalan portföy performanslarından daha yüksektir (Konuralp, 2001:281).

### 2.6.4. Portföy Performans Ölçüm Tekniklerine Yönelik Eleştiriler

Riski esas alan performans ölçüm yöntemlerinin kullanılması durumunda aşağıdaki sorunlar ile karşılaşmak mümkündür (Korkmaz, 2013:211).

- Hisse senetlerine yönelik performans ölçme yöntemleri Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Teorisinden<sup>4</sup> üretilmiştir. Bu yüzden söz konusu teorelin varsayımlarının geçerli olmadığı piyasa koşullarında performans sonuçları tartışmalı hale gelmektedir.
- Beta katsayısı riskin kesin ölçütü olmayabilir. Piyasa portföyü değiştiği zaman beta katsayısının değeri ve performans sıralamaları da değişecektir.
- Portföy riski zamanla değişmekte, aynı kalmamaktadır.
- Benzer risksiz faiz oranlarından borç almak ya da vermek mümkün değilse performans sıralamaları değişkenlik gösterebilir.

---

<sup>4</sup> Markowitz'in modern teorisinin Sharpe, Lintner ve Tobin tarafından geliştirilmesi ve finansal bir varlığın riski ile beklenen getirisi arasındaki ilişkilerin daha kapsamlı olarak bilimsel tabana oturtulması sonucunda ortaya çıkan teoridir (Sümer ve Hepsağ, 2007:3).

- Yatırımcının performansı değerlendirilirken gözlem süresinin düşen ve yükselen piyasa dönemlerini içeren bir periyot olması gerekmektedir.
- Değerlendirme döneminin çok uzun olduğu durumlarda, yatırımcının performansı değerlendirilirken şans ve yetenek faktörlerinin birbirinden ayrılması gerekir. Yetenek uzun dönemde portföy performansını olumlu yönde etkilerken, şans faktörü sürekliliğini koruyamaz.
- Risk ile düzeltilmiş getiri ölçütleri kişisel bir kavramdır ve kişilerin içerisinde bulunduğu koşullara göre farklı sonuçlar verebilirler.



## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **PORTFÖY YATIRIMLARI İLE MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ**

Uluslararası sermaye hareketlerinin gitmiş olduğu ülkedeki makroekonomik göstergelere olan etkileri ekonomi literatüründe yer edinmiş ve üzerine çalışmalar yapılmış bir konudur. Yapılan bu çalışmalarda hem doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin hem de portföy yatırımlarının bir ülkedeki ekonomik etkileri çeşitli yöntemler ile ekonometrik olarak analiz edilmiştir.

Yapılan bu tez çalışmasının birinci bölümünde sermaye piyasası kavramı ve uluslararası sermaye hareketlerinden, ikinci bölümde ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki uluslararası portföy yatırımlarından ve uluslararası portföy yatırımlarının analizinden bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin ev sahibi ülkeye olan etkileri üzerine yapılmış çalışmaların literatürüne değinilmiş, portföy yatırımlarının ev sahibi ülkenin seçilmiş makroekonomik göstergeleri üzerindeki etkileri hakkında yapılan panel veri analizi tahminlenmiştir.

#### **3.1. LİTERATÜR**

İktisat literatüründe uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin yalnızca ekonomik değişkenlerden meydana gelmediği, bu süreçte politik değişkenlerinde etkili olduğu ileri sürülmüştür. Doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin belirleme açısından Agarwal'ın (1980) yaptığı çalışmada hem politik değişkenlere hem de ekonomik değişkenlere yer verilmiştir. Politik istikrarsızlık ve millileştirme tehlikesi politik değişkenleri oluştururken, pazar uzaklığı, yatırım teşvikleri, büyüme oranı, ev sahibi ülkenin piyasa büyüklüğü, enflasyon ve ödemeler dengesi değişimleri ekonomik değişkenleri oluşturmaktadır. Agarwal'a göre doğrudan yatırımları açıklamaya yönelik hipotezler kısmı açıklama gücüne sahiptir. Yapılan bu çalışmada doğrudan yatırımların belirleyicileri konusunda çelişkili sonuçlar olduğu da vurgulanmıştır. (Kar ve Tatlısöz, 2008:7)

Bekaert ve Harvey (1998), portföy yatırımları ile temel makroekonomik arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarında, ABD hisse senetlerin aylık net gelirlerini baz alarak analiz etmişlerdir. Tahmin sonuçlarına göre, portföy yatırımları GSMH(Gayri Safi Milli Hasıla)'ya oranla daha büyük pazar boyutu elde etme, ulusal paranın değerlendirilmesine, daha düşük bir enflasyon oranına kavuşma ve kişi başı milli gelirin yükselmesine sebep olmasından dolayı gelişen ekonomiler için önemli olduğu gösterilmiştir.

Angelopoulou ve Panagiotis (2014:476-492), yaptıkları modellemede, çalışılan ülkeleri 3 gruba ayırmışlardır. Avrupa Birliğine üye olan 27 ülke, Avrupa Para Birliğine üye olan 16 ülke ve geçiş aşamasındaki 18 ülke şeklinde kategorize edilen modele ait 1989-2008 yıllarına ait verileri panel data ile analiz etmişlerdir. Çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişkiyi ölçmek adına 3 gruba ayrılan ülkeler üzerinde ayrı ayrı analiz edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, teorik çalışmaların aksine Avrupa Birliği grubunda büyüme ile doğrudan sermaye yatırımları arasında bir ilişki bulunamazken, para birliği grubunda yer alan ülkelere, büyüme ile yabancı sermaye yatırımları arasında istatistiksel olarak önemsiz bir pozitif etki görülmüştür. Geçiş ülkeleri grubunda ise teorinin tam aksine büyüme ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında negatif bir ilişkinin var olduğu ortaya konulmuştur.

Pal (2011), Hindistan için çalışmasında, yabancı portföy yatırımlarının yurtiçi sermaye piyasasıyla ekonomiyi etkilemekte olduğunu görmüştür. Portföy yatırımlarının yatırım yapılan ülkeye sağladığı önemli faydalardan biri olan yurtiçi hisse senedi piyasasında fiyatları arttırmasıdır. Bu nedenden dolayı firmanın kur-kar oranı üzerinde bir etkisi olduğunu vurgulamaktadır.

Kemme, Nikolsko-Rzhevskyy ve Mukherjee 2014 yılında yaptıkları çalışmada, Hindistan'da yerleşik teknoloji firmaları, yabancı sermaye girişi olan ve olmayan şeklinde ikiye ayırarak firmaların ihracat davranışlarındaki değişimi analiz etmektedirler. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan sermaye girişi olan firmalarda, ihracat düşüncesi ve yetkinliğinin arttığı, yabancı portföy yatırım girişi olan firmalarda ise, ihracat hacminin büyüdüğü görülmüştür. Elde edilen diğer sonuçlara göre, doğrudan yabancı sermaye ve yabancı portföy yatırımı alan firmalardan, bu yatırımları almayan firmalara doğru bir taşma etkisinin yansımadağı görülmüştür.

MacDonald (2015:4-17), yaptığı çalışmada; sermaye hareketlerinin türleri olan doğrudan yabancı sermaye, yabancı portföy yatırımları, borçlanma enstrümanları ve türev ürünlerinin, verimlilik ve büyümeye etkisini araştırmıştır. Kurulan modelde 117 ülkeye ait 1980-2010 yılları arasını kapsayan veriler ile analiz edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan sermaye yatırımlarının, neo-klasik büyüme teorisine uygun olarak, büyümeye pozitif katkı yaptığı ancak yabancı portföy yatırımları ile banka sendikasyon kredilerinin neo-klasik büyüme teorisinin aksine, büyümeye olumsuz katkı yaptığını vurgulamaktadır.

Arazmuradov 2015 yılında yaptığı çalışmada, Orta Asya ekonomisinde, doğrudan sermaye yatırımlarının, Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) ve ihracat üzerindeki etkisini araştırmıştır. Yapılan çalışmada; Kazakistan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan ve Özbekistan'a ait 3 dönem incelenmiştir. Kurulan modelde dönemleri 1992-2002, 2003-2012 ve 1992- 2012 olarak 3'e ayrılmış ve her birim dönem kendi içinde, büyüme, ihracat ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları VAR modeli ile analiz edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ihracat arasındaki ilişkinin, doğrudan yabancı sermaye ile GSMH arasındaki ilişkiye göre çok daha kuvvetli ve önemli olduğu ortaya konulmaktadır.

Bulut, Demirel ve Akar (2017), FED'in faiz artırımının yükselen piyasa ekonomilerindeki portföy yatırımları üzerine etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada 2007-2015 yıllarına ait veriler kullanılmıştır. 16 yükselen piyasa ekonomisindeki portföy yatırımları dinamik panel veri analizi olan Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemi uygulanarak FED faizinin etkisi ölçülmektedir. Modelde yapılan testler sonucunda FED faizlerini yansıtan ABD 2 yıllık Hazine bonusu faizleri ile yükselen piyasalar portföy yatırımları arasında negatif ilişki ortaya konulmuştur. Tahmin sonuçlarına göre yükselen piyasa ekonomileri ile portföy yatırımları arasında aynı şekilde negatif bir ilişki saptanmıştır.

Zhang (2001), yaptığı araştırmasında, 1984-1998 dönemi için kesit ve panel verileri kullanılarak, doğrudan yabancı yatırımların Çin ekonomisi üzerindeki etkileri üzerinde durmaktadır. Çalışma sonucuna göre, doğrudan yabancı yatırımların Çin'in ekonomik büyümesini pozitif yönde etkilediği ve yabancı sermayenin marjinal getirisinin yurtiçi sermayeden daha yüksek olduğu öne sürülmektedir. Doğrudan

yabancı yatırımların verimliliği yükseltmesi, ihracatı geliştirmesiyle birlikte teknolojinin yayılması söz konusu olarak sağladığı pozitif dışsallıkların önemli bir yatırım girişi olarak kabul edilmektedir.

Ahmed ve Zlate (2013: 23-24), 2002-2012 yıllarını kapsayan GOÜ'lerin net özel sermaye girişlerini belirleyen faktörleri araştırmıştır. Tahmin sonuçları net özel sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicilerinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları ve küresel riskten kaçınma olduğunu vurgulamaktadır. Aynı zamanda çalışmada, son finansal kriz öncesi ve sonrası dönemde net sermaye girişi davranışındaki değişmelerin anlamlı olduğu ve özellikle portföy yatırımları hareketlerinin faiz oranı farklılıkları ve riskten kaçınmaya daha duyarlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Nunnenkamp (2002), GOÜ'ler üzerine yaptığı çalışmasında 1987–2000 yıllarını kapsayan 28 gelişmekte olan ülkeleri ele alarak küreselleşme ile birlikte doğrudan yabancı yatırımları belirleyen faktörlerde bir değişme olup olmadığı sorgulanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, küreselleşme sonrasında geleneksel piyasa odaklı faktörlerin en önemli çekici güç oldukları gözlemlenmiştir.

Vergil ve Karaca (2010), panel veri test ve tahmin yöntemlerini kullanarak gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini 1980-2005 yılları için analiz etmişlerdir. Yapılan tahminler sonucunda doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini pozitif yönde olduğunu ifade etmişlerdir.

Emir ve Kutlu (2015:274), 2012 yılında portföy yatırım büyüklüğü açısından ilk üç sırada bulunan Britanya, Yunanistan ve Almanya ile birlikte Türkiye üzerinden portföy yatırımları volatilitesi ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin var olduğu fakat Almanya'da ise çift taraflı bir etkileşim bulunduğu ima edilmiştir.

Ahmad, Cova ve Harrison (2004), yaptığı çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının etkisini araştırmışlardır. Doğrudan yabancı yatırımlardan kaynaklanan yatırımlar uzun vadeli ekonomik açıdan daha büyük bir etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir. Yabancı yatırımların gittiği ülkelerde kamu ve finansman sağlayan kurumların ekonomik açıdan olumlu etkilendiğini ifade etmişlerdir.

Schneider ve Frey'in (1985) doğrudan yabancı yatırımların ekonomik ve politik belirleyicileri adlı çalışmalarında 1976, 1979 ve 1980 yıllarını kapsayan veri seti kullanılmıştır. Yapılan çalışmada 54 gelişmekte olan ülke konu edinilmiş olup, dört ayrı model ile hesaplama yapılmıştır. Kurulan bu modeller politik, ekonomik, birleştirilmiş ve politik-ekonomik olarak sınıflandırılmıştır. Analizler sonucunda doğrudan yatırımları açıklamada en önemli değişkenlerin ödemeler dengesi ve kişi başına GSMH değişkenleri olduğu ifade edilmiştir.

Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicilerini açıklamaya yönelik bir takım çalışmalar bulunmaktadır. Özağ (1994), çalışmasında yabancı sermaye yatırımları serisi için, Türkiye'de 1980-1992 yılları arasında izin verilen dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını esas alarak regresyon oluşturulmuştur. Etkileyen faktörleri ise, reel döviz kuru, ücret maliyeti, ithalat liberalizasyonu, GSMH, yatırım ve ihracat teşvikleri kullanılmıştır. Sonuç olarak, yabancı sermaye yatırımlarını en çok açıklayan değişkenin teşvikler ve iç pazar büyüklüğü (GSMH) olduğu gözlemlenmiştir.

Göçer ve Peker (2014:120), çalışmalarında, yabancı doğrudan yatırımların istihdam üzerindeki etkilerinin Türkiye, Çin ve Hindistan için çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi, çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ve dinamik en küçük kareler yöntemi yardımıyla, 1980- 2011 yıllarını kapsayan verileriyle analiz edilmektedir. Tahmin sonuçlarına göre; seriler düzey değerlerinde durağan değildir ve seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğu görülmektedir. Ayrıca uzun dönem tahmin sonuçlarına göre; yabancı doğrudan yatırımlardaki %10 oranındaki artış istihdamı Türkiye'de %0.3 oranında azaltırken, Çin ve Hindistan'da sırasıyla %0.3 ve %0.2 oranında arttırdığı görülmektedir.

Çöldemli (2015), yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. 2003-2013 yıllarını kapsayan aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının, cari işlemler dengesi üzerindeki değişimlerde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Acar (2016), yaptığı çalışmasında doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin Türkiye için 2001-2015 yılları için nedensellik analizi ile yapmıştır. Yapılan tahmin sonuçlarına göre, yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bunun nedeni gelen

yatırımların daha çok portföy yatırımları şeklinde yapılmasıdır. Bu durumda da katma değer ve üretim sağlayacak yatırımların olmaması ve bu durumla bağlı olarak istihdamı artırıcı yatırımlar gerçekleşemediğini vurgulamıştır.

Örnek (2008), Türkiye'nin 1996 yılının son çeyreği ile 2006 yılının ilk çeyreğini kapsayan döneme ait yabancı sermaye girişleri ve yurtiçi tasarrufları ile ilgili zaman serilerini kullanmıştır. İki değişken arasındaki nedensellik ilişkilerini incelediği çalışmada, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif bir etki yarattığı, kısa vadeli sermaye akımlarının ise kısa ve uzun vadede yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki oluşturduğu sonuçlarına ulaşmıştır. Ayrıca kısa vadeli sermaye girişlerinin ve doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerine pozitif etki yarattığını tespit etmiştir.

Kar ve Tathöz (2008), 1980-2003 dönemini kapsayan Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörlerinin ekonometrik analizi gerçekleştirilmiştir. Modelde uluslararası net rezervler, reel döviz kuru, gayri safi milli hasıla, grevler ile kaybolan işgünü sayısı, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi, işgücü maliyetleri ve yatırım teşvikleri olmak üzere farklı değişken kullanılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre; uluslararası net rezervler, gayrisafi milli hasıla, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi ve yatırım teşvikleriyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunurken, reel döviz kuru ve işgücü maliyetleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında negatif bir ilişki gözlenmektedir.

Direkçi ve Kaygusuz (2013:39), yaptıkları çalışmada, Türkiye'de 1990-2012 yılları arası dönemde gerçekleşen kısa vadeli sermaye akımlarının, ulusal makroekonomik değişkenlerden, reel faiz, cari açık, enflasyon oranı ve milli gelir ile olan etkileşimi ARDL sınır testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinden gayri safi milli hasılaya doğru tek-yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Ayhan, Duygu (2014), Türkiye ve BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkelerine yönelik portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1994-2009 dönemleri arasında incelemek için dinamik panel Granger

nedenselliği analizinden yararlanılmıştır. Yapılan bu çalışmada sonuç olarak, portföy yatırımlarının cari işlemler dengesini etkilediğini ortaya koyulmaktadır.

Yılmaz (2010), Türkiye ekonomisi için doğrudan yabancı yatırımların ve dış ticaretin ekonomik büyümeye katkısını 1991:1- 2007:3 yıllarında üçer aylık verilerle GSYİH, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat ve ithalat değerleri arasındaki nedensellik ilişkisi, Granger nedensellik analizi yardımıyla incelemiştir. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımların zayıf da olsa ihracatı ve ithalatı takip ettiği, ancak doğrudan yabancı yatırımlarla ekonomik büyüme arasında güçlü bir nedenselliğin olmadığını vurgulamaktadır. Ayrıca çalışmada ithalat ve ihracat ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı ve ithalattan ihracata doğru tek taraflı bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007), 1992–2005 yılları arasında sınır testi metodu kullanılarak, Türkiye’deki net yabancı portföy yatırımları ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Modelin değişkenleri olarak Türkiye’de gerçekleşen net portföy yatırımları, devlet bütçe açıkları, reel faiz oranı, enflasyon oranı olarak tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim oranı kullanılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasında gerek uzun dönemde gerekse kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Ekinci (2011), 1980-2010 yılları arasında Türkiye’deki doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme ve istihdam üzerindeki etkisini incelediği çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında meydana gelen değişimlerin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)’da meydana gelen değişimlerin önemli bir kaynağı olduğu sonucuna ulaşılırken doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile istihdam arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Aslan, Terzi ve Siampın (2014:30), çalışmalarında Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi 1998 – 2011 yılları itibarıyla üç aylık veriler ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketleri ile GSYİH arasında tek yönlü nedensellik bulunmuştur.

İnsel ve Sungur (2003), 1989 yılının üçüncü dönemi ile 1999 yılının dördüncü dönemleri arasını kapsayan çalışmalarında sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi kantitatif analiz ile test etmişlerdir. Analiz

sonucunda portföy yatırımlarındaki artışın cari açığı arttırdığı bunun nedeninin sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışı olduğu sonucuna varmışlardır.

Ersoy, 2013 yılında yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yabancı portföy yatırımları, banka sendikasyonları ve işçi dövizlerinin Türk Lirası değeri üzerindeki etkisini VAR modeli kullanarak Grenger nedensellik analizi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Uygulanan çalışmada 1992-2010 dönemleri arası veriler kullanılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, banka sendikasyonları ile yabancı portföy yatırımlarının Türk Lirasında değerlenmeye neden olduğu, diğer taraftan doğrudan sermaye yatırımları ile işçi döviz girişlerinin Türk Lirası değeri üzerinde çok güçlü bir etkiye sebep olmadığı sonucuna varılmıştır.

Alagöz vd., 2008 yılında Türkiye'nin 1992-2007 yılları için doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Modelde Granger Nedensellik analizi kullanılarak değişkenler arasında nedensel bir bağın bulunamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca modelde 2002-2007 dönemine ait regresyon analizi kullanılarak, esneklik katsayılarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin orta şiddette olduğu sonucu ortaya konulmuştur.

Şen ve Ozan (2010) yaptıkları çalışmada, Türkiye ve seçilmiş altı ülkede doğrudan yabancı sermaye yatırım girişleri ile ekonomik büyüme performansları karşılaştırılmıştır. Modelde seçilen yedi ülkenin verileri yatay kesit analizine ve 16 yıllık zaman serisi analizine dayanmaktadır. Tahmin sonuçlarına göre, Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının iktisadi büyümeye olumlu katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda Türkiye'deki bu etki karşılaştırma yapılan Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Polonya ve Romanya gibi ülkelere daha da belirgin olarak ortaya çıktığı vurgulanmaktadır.

**Tablo 3.1:Literatür Tarama Özeti**

| Yazar(lar)                                    | Örnek                                                           | Yöntem ve Bulgular                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bekaert ve Harvey (1998)                      | ABD Örneği                                                      | Portföy yatırımların temel makroekonomik etkileri incelenmiştir. ABD hisse senetlerin aylık net gelirinden yararlanılmıştır. Tahmin sonucuna göre, GSMH'ya oranla daha büyük pazar boyutu elde etme, ulusal paranın değerlendirilmesine, daha düşük bir enflasyon oranına kavuşma ve kişi başı milli gelirin yükselmesine sebep olduğunu vurgulamaktadır.                                                                                                                                                                                                        |
| Angelopoulou ve Panagiotis (2014)             | Avrupa Birliği, Avrupa Para Birliği ve Geçiş Ekonomileri Örneği | 1989-2008 yıllarına ait verileri panel data ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişki incelenmektedir. Tahmin sonuçlarına göre, AB'ndeki bazı ülkelerin büyüme ile doğrudan sermaye yatırımlarıyla bir ilişki bulunamazken, PB'de yer alan ülkelerde, büyüme ile yabancı sermaye yatırımları arasında önemsiz bir pozitif etki görülmüştür. GE'inde ise büyüme ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında negatif bir ilişkinin var olduğu ortaya konulmuştur.                                                                  |
| Pal (2011)                                    | Hindistan Örneği                                                | Portföy yatırımlarının yurtiçi sermaye piyasasıyla ekonomiyi etkilediğini ifade ederek, ülkeye sağladığı önemli faydalardan biri olan yurtiçi hisse senedi piyasasında fiyatları arttırmasından dolayı firmanın kur-kar oranı üzerinde bir etkisi olduğunu vurgulamaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Kemme, Nikolsko-Rzhevskyy ve Mukherjee (2014) | Hindistan Örneği                                                | Yerleşik teknoloji firmaları, yabancı sermaye girişi olan ve olmayan şeklinde ayırarak firmaların ihracat davranışlarındaki değişimi analiz etmektedirler. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan sermaye girişi olan firmalarda, ihracat düşüncesi ve yetkinliğinin arttığı, yabancı portföy yatırım girişi olan firmalarda ise, ihracat hacminin büyüdüğü görülmüştür. Elde edilen diğer sonuçlara göre, doğrudan yabancı sermaye ve yabancı portföy yatırımı alan firmalardan, bu yatırımları almayan firmalara doğru bir taşma etkisinin yansımadağı görülmüştür. |
| MacDonald (2015)                              | 117 Ülke Örneği                                                 | 1980-2010 yılları için doğrudan yabancı sermaye, yabancı portföy yatırımları, borçlanma enstrümanları ve türev ürünlerinin, verimlilik ve büyümeye etkisini araştırmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan sermaye yatırımlarının, neo-klasik büyüme teorisine uygun olarak, büyümeye pozitif katkı yaptığı ancak yabancı portföy yatırımları ile banka sendikasyon kredilerinin neo-klasik büyüme teorisinin aksine, büyümeye olumsuz katkı yaptığını vurgulamaktadır.                                                                                        |

|                               |                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Arazmuradov (2015)            | Kazakistan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan ve Özbekistan Örneği | 1992-2002, 2003-2012 ve 1992- 2012 olarak 3'e ayrılmış ve her birim dönem kendi içinde, büyüme, ihracat ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları VAR modeli ile analiz edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ihracat arasındaki ilişkinin, doğrudan yabancı sermaye ile GSMH arasındaki ilişkiye göre çok daha kuvvetli ve önemli olduğu ortaya konulmaktadır.                                                                                                  |
| Bulut, Demirel ve Akar (2017) | 16 Yükselen Ülke Örneği                                                | 2007-2015 yıllarına ait veriler ile FED'in faiz artırımının yükselen piyasa ekonomilerindeki portföy yatırımları üzerine etkilerini dinamik panel veri analizi olan Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemiyle incelemiştir. Tahmin sonuçlarına göre, FED faizlerini yansıtan ABD 2 yıllık Hazine bonosu faizleri ile yükselen piyasalar portföy yatırımları arasında negatif ilişki ortaya konulmuştur. Tahmin sonuçlarına göre EMBI ile PY'ler arasında aynı şekilde negatif bir ilişki saptanmıştır. |
| Zhang (2001)                  | Çin Örneği                                                             | 1984-1998 dönemi için kesit ve panel verileri kullanarak, doğrudan yabancı yatırımların Çin ekonomisi üzerindeki etkileri üzerinde durmaktadır. Çalışma sonucuna göre, doğrudan yabancı yatırımların Çin'in ekonomik büyümesini pozitif yönde etkilediği ve yabancı sermayenin marjinal getirisinin yurtiçi sermayeden daha yüksek olduğu öne sürülmektedir.                                                                                                                                           |
| Ahmed ve Zlate (2013)         | Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği                                         | 2002-2012 yıllarını kapsayan GOÜ'lerin net özel sermaye girişlerini belirleyen faktörleri araştırmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, net özel sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicilerinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları ve küresel riskten kaçınma olduğunu vurgulamaktadır.                                                                                                                                                          |
| Nunnenkamp (2002)             | Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği                                         | GOÜ'ler üzerine yaptığı çalışmasında 1987-2000 yıllarını kapsayan 28 gelişmekte olan ülkeleri ele alarak küreselleşme ile birlikte doğrudan yabancı yatırımları belirleyen faktörlerde bir değişme olup olmadığı sorgulanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, küreselleşme sonrasında geleneksel piyasa odaklı faktörlerin en önemli çekici güç oldukları gözlemlenmiştir.                                                                                                                                |
| Vergil ve Karaca (2010)       | Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği                                         | 1980-2005 yılları için panel veri test ve tahmin yöntemlerini kullanarak gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yapılan tahminler sonucunda doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini pozitif yönde olduğunu ifade etmişlerdir.                                                                                                                                                         |

|                             |                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Emir ve Kutlu (2015)        | Britanya, Yunanistan, Almanya ve Türkiye Örneği | 2012 yılında portföy yatırım büyüklüğü açısından ilk üç sırada bulunan Britanya, Yunanistan ve Almanya ile birlikte Türkiye üzerinden portföy yatırımları volatilitesi ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin var olduğu fakat Almanya’da ise çift taraflı bir etkileşim bulunduğu ima edilmiştir.                                                                                                                                                                       |
| Schneider ve Frey’in (1985) | 54 Gelişmekte Olan Ülke Örneği                  | Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik ve politik belirleyicileri adlı çalışmalarında 1976, 1979 ve 1980 yıllarını kapsayan veri seti kullanılmıştır. Kurulan bu modeller politik, ekonomik, birleştirilmiş ve politik-ekonomik olarak sınıflandırılmıştır. Analizler sonucunda doğrudan yatırımları açıklamada en önemli değişkenlerin ödemeler dengesi ve kişi başına GSMH değişkenleri olduğu ifade edilmiştir.                                                                    |
| Özağ (1994)                 | Türkiye Örneği                                  | Çalışmasında yabancı sermaye yatırımları serisi için, Türkiye’de 1980-1992 yılları arasında izin verilen dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını esas alarak regresyon oluşturulmuştur. Etkileyen faktörleri ise, reel döviz kuru, ücret maliyeti, ithalat liberalizasyonu, GSMH, yatırım ve ihracat teşvikleri kullanılmıştır. Sonuç olarak, yabancı sermaye yatırımlarını en çok açıklayan değişkenin teşvikler ve iç pazar büyüklüğü (GSMH) olduğu gözlemlenmiştir.                 |
| Göçer ve Peker (2014)       | Türkiye, Çin ve Hindistan Örneği                | Yabancı doğrudan yatırımların istihdam üzerindeki etkilerini çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi, çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ve dinamik en küçük kareler yöntemi yardımıyla, 1980- 2011 yıllarını kapsayan verileriyle analiz edilmektedir. Uzun dönem tahmin sonuçlarına göre; yabancı doğrudan yatırımlardaki %10 oranındaki artış istihdamı Türkiye’de %0.3 oranında azaltırken, Çin ve Hindistan’da sırasıyla %0.3 ve %0.2 oranında arttırdığı görülmektedir. |
| Çöldemli (2015)             | Türkiye Örneği                                  | Yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. 2003-2013 yıllarını kapsayan aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının, cari işlemler dengesi üzerindeki değişimlerde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                   |
| Acar (2016)                 | Türkiye Örneği                                  | 2001-2015 yılları için nedensellik analizi ile yapmıştır. Yapılan tahmin sonuçlarına göre, yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bunun nedeni gelen yatırımların daha çok portföy yatırımları şeklinde yapılmasıdır. Bu durumda da katma değer ve üretim sağlayacak yatırımların olmaması ve bu durumla bağlı olarak istihdamı artırıcı yatırımlar gerçekleştirmediğini vurgulamıştır.                                     |

|                             |                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Örnek (2008)                | Türkiye Örneği                                                          | Türkiye'nin 1996 yılının son çeyreği ile 2006 yılının ilk çeyreğini kapsayan döneme ait yabancı sermaye girişleri ve yurtiçi tasarrufları ile ilgili zaman serilerini kullanmıştır. Doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif bir etki yarattığı, kısa vadeli sermaye akımlarının ise kısa ve uzun vadede yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki oluşturduğu sonuçlarına ulaşmıştır.                                                      |
| Kar ve Tatlıöz (2008)       | Türkiye Örneği                                                          | 1980-2003 döneminde Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörler analiz edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre; uluslararası net rezervler, gayrisafi milli hasıla, dışa açıklık oranı, elektrik enerjisi üretim endeksi ve yatırım teşvikleriyle doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunurken, reel döviz kuru ve işgücü maliyetleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında negatif bir ilişki gözlenmektedir. |
| Direkçi ve Kaygusuz (2013)  | Türkiye Örneği                                                          | 1990-2012 yılları arası dönemde gerçekleşen kısa vadeli sermaye akımlarının, ulusal makroekonomik değişkenlerden, reel faiz, cari açık, enflasyon oranı ve milli gelir ile olan etkileşimi ARDL sınır testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinden gayri safi milli hasılaya doğru tek-yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur.                                                                                                            |
| Ayhan, Duygu (2014)         | Türkiye ve BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) Örneği | Portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1994-2009 dönemleri arasında incelemek için dinamik panel Granger-nedenselliği analizinden yararlanılmıştır. Yapılan bu çalışmada sonuç olarak, portföy yatırımlarının cari işlemler dengesini etkilediğini ortaya koyulmaktadır.                                                                                                                                                                                    |
| Yılmaz (2010)               | Türkiye Örneği                                                          | 1991:1-2007:3 yıllarında üçer aylık verilerle GSYİH, doğrudan yabancı yatırımlar, ihracat ve ithalat değerleri arasındaki nedensellik ilişkisi, Granger nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımların zayıf da olsa ihracatı ve ithalatı takip ettiği, ancak doğrudan yabancı yatırımlarla ekonomik büyüme arasında güçlü bir nedenselliğin olmadığını vurgulamaktadır.                                                         |
| Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) | Türkiye Örneği                                                          | 1992-2005 yılları arasında sınır testi metodu kullanılarak, Türkiye'deki net yabancı portföy yatırımları ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasında gerek uzun dönemde gerekse kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.                                                                                                                                         |

|                                |                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ekinci (2011)                  | Türkiye Örneği | 1980-2010 yılları arasında Türkiye’deki doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme ve istihdam üzerindeki etkisini incelediği çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında meydana gelen değişmelerin GSYİH’ da meydana gelen değişmelerin önemli bir kaynağı olduğu sonucuna ulaşılrken doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile istihdam arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.                                                                                                                                                                                                            |
| Aslan, Terzi ve Siampın (2014) | Türkiye Örneği | Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi 1998 – 2011 yılları itibarıyla üç aylık veriler ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketleri ile GSYİH arasında tek yönlü nedensellik bulunmuştur.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| İnsel ve Sungur (2003)         | Türkiye Örneği | 1989 yılının üçüncü dönemi ile 1999 yılının dördüncü dönemleri arasını kapsayan çalışmalarında sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi kantitatif analiz ile test etmişlerdir. Analiz sonucunda portföy yatırımlarındaki artışın cari açığı arttırdığı bunun nedeninin sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışı olduğu sonucuna varmışlardır.                                                                                                                                                                                                                       |
| Ersoy (2013)                   | Türkiye Örneği | Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yabancı portföy yatırımları, banka sendikasyonları ve işçi dövizlerinin Türk Lirası değeri üzerindeki etkisini VAR modeli kullanarak Grenger nedensellik analizi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Uygulanan çalışmada 1992-2010 dönemleri arası veriler kullanılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, banka sendikasyonları ile yabancı portföy yatırımlarının Türk Lirasında değerlendirilmeye neden olduğu, diğer taraftan doğrudan sermaye yatırımları ile işçi döviz girişlerinin Türk Lirası değeri üzerinde çok güçlü bir etkiye sebep olmadığı sonucuna varılmıştır. |
| Alagöz vd. (2008)              | Türkiye Örneği | 1992-2007 yılları için doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Modelde granger nedensellik analizi kullanılarak değişkenler arasında nedensel bir bağın bulunamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca modelde 2002-2007 dönemine ait regresyon analizi kullanılarak, esneklik katsayılarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin orta şiddette olduğu sonucu ortaya konulmuştur.                                                                                                                                    |

|                    |                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Şen ve Ozan (2010) | Türkiye, Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Polonya ve Romanya Örneği | Doğrudan yabancı sermaye yatırım girişleri ile ekonomik büyüme performansları karşılaştırılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının iktisadi büyümeye olumlu katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda Türkiye'deki bu etki karşılaştırma yapılan Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Polonya ve Romanya gibi ülkelerden daha da belirgin olarak ortaya çıktığı vurgulanmaktadır. |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

### 3.2. DATA VE METODOLOJİ

Portföy yatırımlarının makroekonomik göstergelere olan etkisinin incelendiği bu çalışmada analizler 6 farklı makroekonomik gösterge için yapılmıştır. İlk olarak portföy yatırımlarının milli gelir üzerine etkileri analiz edilmektedir. Modelin bağımlı değişkeni GELİR iken, kontrol değişkenleri, PORTFÖY, YATIRIM, EĞİTİM ve TÜKETİM'den oluşmaktadır.

Portföy yatırımlarının enflasyon oranları üzerindeki etkisinin incelendiği ikinci modelde ise bağımlı değişken olarak ENFLASYON kullanılmış olup, modelin kontrol değişkenleri PORTFÖY, BÜYÜME, TÜKETİM ve PARA'dan oluşmaktadır.

Çalışmanın üçüncü modelinde portföy yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu modelde bağımlı değişken olarak YATIRIM kullanılırken, kontrol değişkenleri olarak PORTFÖY, TÜKETİM, FAİZ ve BÜYÜME kullanılmıştır.

Kişi başı milli gelirin portföy yatırımlarından ne şekilde etkilendiğinin analiz edildiği dördüncü modelin bağımlı değişkeni Kişi Başı Milli Gelir (KBMG)'dir. Modelde kontrol değişkenleri olarak PORTFÖY, BÜYÜME, EĞİTİM ve YATIRIM kullanılmıştır.

Analizin beşinci bölümünde portföy yatırımlarının ithalatlar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapılan incelemede bağımlı değişken olarak İTHALAT kullanılırken, kontrol değişkenleri olarak PORTFÖY, BÜYÜME, YATIRIM ve İHRACAT kullanılmıştır.

Portföy yatırımlarının ihracat üzerindeki etkisinin incelendiği altıncı modelin bağımlı değişkeni İHRACAT'tır. Modelde kontrol değişkeni olarak PORTFÖY, BÜYÜME, YATIRIM ve EĞİTİM kullanılmıştır.

Yukarıda bahsedilen 6 modelin tahmini dışında diğer makroekonomik indikatörler (büyüme, faiz vb.) ile portföy yatırımları arasında bir ilişki olup olmadığı da analiz edilmiştir. Fakat portföy yatırımları ile bu diğer makroekonomik indikatörler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilemediğinden dolayı ilgili tahmin sonuçları bu çalışmada raporlanıp tartışılmamıştır.

Çalışmada tahmin edilen 6 modelin analizinde panel veri bağlanım (regresyon) modelleri uygulanmıştır. Panel veri serisinin içeriğinde hem zaman seri verileri hem de kesit verileri kullanılmaktadır. Zaman serisi verilerinde bir ya da birkaç değişkenin zaman içinde aldığı değerler gözlemlenmektedir. Kesit verilerinde değerler, bir ya da birkaç değişken için zaman içinde tek bir noktada çeşitli örneklem birimlerinden veya deneklerden derlenmektedir. Panel verisinde ise, aynı kesit birimleri zaman içinde de gözlenebilmektedir. Bu nedene bağlı olarak, panel verilerinde hem zaman hem de mekân boyutu bulunmaktadır. Örnekler arasında panel veri analizi dengeli, dengesiz yapılabilmektedir. Bir panelde her birim (firma, kişi, vb.) aynı gözlem sayısına sahipse panelin dengeli olduğu ifade edilebilir. Her birimin gözlem sayısı farklıysa dengesiz panelden söz edilebilir (Gujarati ve Porter, 2012:591-593).

Gujarati ve Porter (2012:592)'e göre, panel verisinin, kesit verisi veya zaman serisi verisinin yerine kullanılmasının nedenleri aşağıdaki gibidir;

- Panel verisi kişileri, firmaları, eyaletleri, ülkeleri, vb.'ni zaman içinde ele almakta ve bu birimler türdeş olmamaktadır. Panel verisi tahmin teknikleri, özneye özgü değişkenlere yer vererek bu türdeş olmama durumuna özellikle önem vermektedir.
- Kesit verisini zaman serisiyle birleştiren panel verisi, “daha çok bilgi temin ederek daha değişkendir, değişkenleri arasında ortak doğrusallık daha azdır, serbestlik derecesi daha yüksektir ve daha etkindir.”
- Gözlemlerin yatay kesitini yinelemeli konu edinen panel verisi, değişimin devingenliğinin incelenmesine daha uygundur. İşsizlik iniş çıkışları, işgücü devir hızı ve işgücü hareketliliği panel verisiyle daha etkin incelenebilir.
- Yalnız kesit verisinde veya yalnız zaman verisinde hiç gözlenemeyen etkileri, panel verisi daha iyi ortaya koyabilir ve daha iyi ölçekbilir. Sözgelimi

asgari ücret yasalarının istihdam ve gelir üzerindeki etkileri, eyalet veya ülke çapında asgari ücretlerdeki art arda dalgalanmaları daha iyi incelenene bilinir.

- Panel verisi daha karmaşık davranış modellerini incelenmesine imkan sunar. Sözelimi ekonomileri ve teknolojik değişme gibi olgular panel verisiyle, tek başına kesit verisine veya tek başına zaman serisi verisine göre daha etkin ele alınabilir.
- Panel verisi binlerce birimlik veriyi konu edinmekle, kişileri ya da firmaları geniş aralıklarda toplulaştırınca ortaya çıkabilecek sapkıyı da en aza indirmektedir.

Kısaca panel verisi, yalnız kesit verisi veya yalnız zaman serisi verisi kullanılırsa olanaksız olacak yollarla görgül çözümlemeleri zenginleştirmektedir. Buna bağlı olarak da panel verisi modellemesinin sorunsuz olduğu anlamına gelmemektedir.

Portföy yatırımlarının makroekonomik göstergelere olan etkileri “Tüm Örneklem”, “Gelişen Ekonomiler” ve “Geçiş Ekonomileri” olmak üzere 3 farklı örneklem üzerinden incelenmiştir. Her bir örnekleme ilişkin tanımlayıcı istatistikler elde edilmiş olup, Tablo 3.2’de tüm örnekleme, Tablo 3.3’de gelişen ekonomiler örnekleme ve Tablo 3.4’te geçiş ekonomileri örnekleme ait tanımlayıcı istatistikler raporlanmıştır.

Tanımlayıcı istatistiklerin ilki olan ve Tablo 3.2’de yer alan tüm örnekleme ait Portföy serisinde gözlem sayısı 4578 iken serinin ortalaması 362165674’tür. Gelir serisinde 6820 gözlem sayısı bulunmaktadır ve örneklem 2.04E+11 ortalama değerine sahiptir. Kişi Başı Milli Gelir serisinde 6817 gözlem sayısı bulunmaktadır ve seri 9824.97642 ortalamasına sahiptir. Büyüme serisi 6717 gözlem sayısı ile 1.8303 ortalama değerine sahiptir. Yatırım serine ait 3013 gözlem sayısı bulunmaktadır ve seri 14.7733 ortalama değerine sahiptir. Eğitim serisinin 5591 gözlem sayısı ile 98.8529 ortalama değeri bulunmaktadır. İhracat serinde 6250 gözlem sayısı bulunmaktadır ve seri 5.6451E+10 ortalama değerine sahiptir. Tüketim serisi 4464 gözlem sayısı ve 2.7502 ortalama değerine sahiptir. Enflasyon serinde 6792 gözlem değeri bulunmaktadır ve seri 118.8114 ortalama değerine sahiptir. Faiz serisi 4577 gözlem sayısı ve 6.8431 ortalama değerine sahiptir. İthalat serinde 6250 gözlem değeri vardır ve seri 55615287663 ortalama değerine sahiptir. Para serine ait 5332 gözlem değeri ve 56.1665 ortalama değeri bulunmaktadır.

**Tablo 3.2: Tüm Örneklem**

|                       | <b>PORTFÖY</b> | <b>GELİR</b> | <b>KBMG</b> | <b>BÜYÜME</b> | <b>YATIRIM</b> | <b>EĞİTİM</b> |
|-----------------------|----------------|--------------|-------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Ortalama</b>       | 362165674      | 2.04E+11     | 9824.9764   | 1.8303        | 14.7733        | 98.8529       |
| <b>Maximum</b>        | 6.1745E+10     | 1.862E+13    | 192989.19   | 172.7522      | 125.2134       | 211.2971      |
| <b>Minimum</b>        | -2.3103E+10    | 8824447.7    | 65.0114     | -64.9963      | -27.0092       | 15.8221       |
| <b>Standart Sapma</b> | 2599698202     | 9.656E+11    | 17074.9249  | 6.5270        | 8.7293         | 20.2091       |
| <b>Skewness</b>       | 11.7074        | 11.0300      | 3.5904      | 4.4359        | 2.4516         | -1.1115       |
| <b>Kurtosis</b>       | 210.4874       | 155.3558     | 21.8365     | 124.6381      | 22.6300        | 6.6409        |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 8316562.99     | 6734447.2    | 115428.231  | 4163010.608   | 51393.895      | 4239.3427     |
| <b>p-değeri</b>       | 0              | 0            | 0           | 0             | 0              | 0             |
| <b>Gözlemler</b>      | 4578           | 6820         | 6817        | 6717          | 3013           | 5591          |

**Tablo3.2: Tüm Örneklem (devamı)**

|                       | <b>İHRACAT</b> | <b>TÜKETİM</b> | <b>ENFLASYON</b> | <b>FAİZ</b> | <b>İTHALAT</b> | <b>PARA</b> |
|-----------------------|----------------|----------------|------------------|-------------|----------------|-------------|
| <b>Ortalama</b>       | 5.6451E+10     | 2.7502         | 118.8114         | 6.8431      | 55615287663    | 56.1665     |
| <b>Maximum</b>        | 2.5242E+12     | 471.3844       | 5798.7611        | 789.7989    | 2.88316E+12    | 108613.284  |
| <b>Minimum</b>        | 3600000        | -2935.7885     | 1.75E-12         | -97.8121    | 11440182.19    | -99.875023  |
| <b>Standart Sapma</b> | 1.772E+11      | 46.0061        | 296.4180         | 21.1843     | 1.84654E+11    | 1515.5972   |
| <b>Skewness</b>       | 7.0620         | -58.3869       | 10.4486          | 18.5897     | 8.0557         | 69.1296     |
| <b>Kurtosis</b>       | 70.0590        | 3734.5341      | 138.3876         | 597.7286    | 90.6506        | 4939.4502   |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 1223019.6      | 2592464849     | 5310919.86       | 67717552    | 2068281.014    | 5418124188  |
| <b>p-değeri</b>       | 0              | 0              | 0                | 0           | 0              | 0           |
| <b>Gözlemler</b>      | 6250           | 4464           | 6792             | 4577        | 6250           | 5332        |

Tablo 3.3’de Gelişen Ekonomilere ait tüm örneklemin bir alt örnekleminin serileri analiz edilmektedir:

Tanımlayıcı istatistiklerin ikincisi olan ve Tablo 3.3’de yer alan gelişen ekonomiler örnekleminde ait Portföy serisinde gözlem sayısı 3182 iken serinin ortalaması 475538265’tür. Gelir serisine ait 3708 gözlem sayısı bulunmaktadır ve örneklem 1.017E+11 ortalama değeri bulunmaktadır. Kişi Başı Milli Gelir serisinin 3705 gözlem sayısı bulunmaktadır ve örneklem 4262.5231 ortalamasına sahiptir. Büyüme serisine ait 3693 gözlem sayısı ile 1.5638 ortalama değerine sahiptir. Yatırım serinin 2281 gözlem sayısı bulunmaktadır ve örneklem 13.8390 ortalama değeri bulunmaktadır. Eğitim serisinin 3128 gözlem sayısı bulunmaktadır ve örneklem 95.8246 ortalama değerine

sahiptir. İhracat serinin 3508 gözlem sayısı ve 3.408E+10 ortalama değerine sahiptir. Tüketim serinin 2646 gözlem sayısı ile 2.6971 ortalama değeri bulunmaktadır. Enflasyon serinin 3716 gözlem sayısı ile 122.0021 ortalama değerine sahiptir. Faiz serinin 2621 gözlem sayısı ve 7.5751 ortalama değerine sahiptir. İthalat serinin 3508 gözlem sayısı ile 32100347203 ortalama değeri bulunmaktadır. Para serisine ait 3572 gözlem sayısı ile 73.4149016 ortalama değerine sahiptir.

**Tablo 3.3: Gelişen Ekonomi Örneklemi**

|                       | PORTFÖY     | GELİR     | KBMG      | BÜYÜME      | YATIRIM    | EĞİTİM    |
|-----------------------|-------------|-----------|-----------|-------------|------------|-----------|
| <b>Ortalama</b>       | 475538265   | 1.017E+11 | 4262.5231 | 1.5638      | 13.8390    | 95.8246   |
| <b>Maximum</b>        | 6.1745E+10  | 1.12E+13  | 88564.823 | 140.5011    | 125.2134   | 207.2343  |
| <b>Minimum</b>        | -8116129000 | 36731423  | 65.011416 | -64.9963081 | -27.009223 | 15.82211  |
| <b>Standart Sapma</b> | 2949078373  | 4.772E+11 | 8260.6597 | 6.590389118 | 8.43551793 | 24.085242 |
| <b>Skewness</b>       | 11.5090     | 15.8587   | 4.2810    | 2.6830      | 2.9007     | -0.9029   |
| <b>Kurtosis</b>       | 177.2825    | 314.9932  | 28.0355   | 80.1694     | 31.0180    | 4.1034    |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 4097383.72  | 15194418  | 108075.76 | 920774.6751 | 77807.3646 | 583.67762 |
| <b>p-değeri</b>       | 0           | 0         | 0         | 0           | 0          | 1.80E-127 |
| <b>Gözlemler</b>      | 3182        | 3708      | 3705      | 3693        | 2281       | 3128      |

**Tablo 3.3: Gelişen Ekonomi Örneklemi (devamı)**

|                       | İHRACAT   | TÜKETİM     | ENFLASYON   | FAİZ        | İTHALAT     | PARA       |
|-----------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Ortalama</b>       | 3.408E+10 | 2.6971      | 122.0021    | 7.5751      | 32100347203 | 73.4149016 |
| <b>Maximum</b>        | 2.524E+12 | 471.3844    | 5068.0980   | 789.7989    | 2.26125E+12 | 108613.283 |
| <b>Minimum</b>        | 6817565   | -2935.7885  | 1.75E-12    | -97.8120636 | 11440182.19 | -99.8750   |
| <b>Standart Sapma</b> | 1.298E+11 | 59.4660     | 301.8451    | 26.2254     | 1.16161E+11 | 1850.8910  |
| <b>Skewness</b>       | 11.4731   | -45.6222    | 8.5039      | 16.9978     | 10.9650     | 56.6362    |
| <b>Kurtosis</b>       | 178.8600  | 2257.6694   | 92.4325     | 441.2835    | 167.6482    | 3313.3906  |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 4597421.3 | 561377540.8 | 1283172.769 | 21104309.2  | 4032730.517 | 1632927396 |
| <b>p-değeri</b>       | 0         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0          |
| <b>Gözlemler</b>      | 3508      | 2646        | 3716        | 2621        | 3508        | 3572       |

Tanımlayıcı istatistiklerin üçüncüsü olan ve Tablo 3.4'te yer alan geçiş ekonomileri örneklemine ait Portföy serisinde gözlem sayısı 629 iken serinin ortalaması 177100343'tür. Gelir serisine ait 448 gözlem sayısı bulunurken, 7.72E+10 ortalama

değerine sahiptir. Kişi Başı Milli Gelir serisinin 448 gözlem sayısı ve 2640.7378 ortalamasına sahiptir. Büyüme serisine ait 461 gözlem sayısı ile 2.3769 ortalama değeri bulunmaktadır. Yatırım serinin 292 gözlem sayısı ile 18.1130 ortalama değeri bulunmaktadır. Eğitim serisinin 407 gözlem sayısı ile 101.7801 ortalama değerine sahiptir. İhracat serinin 435 gözlem sayısı ile 25853133678 ortalama değeri bulunmaktadır. Tüketim serinin 321 gözlem sayısı ile 3.0481 ortalama değerine sahiptir. Enflasyon serinin 473 gözlem sayısı ile 269.2620 ortalama değerine sahiptir. Faiz serinin 283 gözlem sayısı ve 6.1839 ortalama değerine sahiptir. İthalat serinin 435 gözlem sayısı ile 2.1815E+10 ortalama değeri bulunmaktadır. Para serisine ait 315 gözlem sayısı ile 51.1358 ortalama değerine sahiptir.

**Tablo 3.4: Geçiş Ekonomisi Örneklemi**

|                       | PORTFÖY     | GELİR      | KBMG      | BÜYÜME      | YATIRIM  | EĞİTİM   |
|-----------------------|-------------|------------|-----------|-------------|----------|----------|
| <b>Ortalama</b>       | 177100343   | 7.72E+10   | 2640.7378 | 2.3769      | 18.1130  | 101.7801 |
| <b>Maximum</b>        | 1.95E+10    | 2.297E+12  | 15543.677 | 92.1233     | 54.0650  | 133.0362 |
| <b>Minimum</b>        | -2.3103E+10 | 709452584  | 138.4366  | -45.3251071 | 0        | 82.6666  |
| <b>Standart Sapma</b> | 2189507347  | 2.71E+11   | 2675.1461 | 9.5862      | 7.6214   | 8.0310   |
| <b>Skewness</b>       | -0.8402     | 5.8664     | 1.9284    | 0.8815      | 0.4974   | 0.6181   |
| <b>Kurtosis</b>       | 63.7571     | 40.1326    | 7.5196    | 22.0983     | 5.1881   | 3.6923   |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 96819.9937  | 28307.7257 | 658.9776  | 7065.8330   | 70.2910  | 34.0458  |
| <b>p-değeri</b>       | 0           | 0          | 8.03E-144 | 0           | 5.45E-16 | 4.05E-08 |
| <b>Gözlemler</b>      | 629         | 448        | 448       | 461         | 292      | 407      |

**Tablo 3.4: Geçiş Ekonomisi Örneklemi (devamı)**

|                       | İHRACAT     | TÜKETİM  | ENFLASYON   | FAİZ      | İTHALAT    | PARA       |
|-----------------------|-------------|----------|-------------|-----------|------------|------------|
| <b>Ortalama</b>       | 25853133678 | 3.0481   | 269.2620    | 6.1839    | 2.1815E+10 | 51.1358    |
| <b>Maximum</b>        | 5.94193E+11 | 55.0587  | 5798.761125 | 76.2888   | 4.6862E+11 | 1809.1522  |
| <b>Minimum</b>        | 81519209.68 | -40.6258 | 1.69E-05    | -91.7244  | 239614880  | -55.1609   |
| <b>Standart Sapma</b> | 78695369382 | 11.2087  | 699.0223    | 19.9043   | 5.8241E+10 | 154.8548   |
| <b>Skewness</b>       | 5.2490      | -0.2182  | 5.3647      | -1.4933   | 5.1755     | 7.6036     |
| <b>Kurtosis</b>       | 32.6695     | 6.8000   | 34.1164     | 10.5724   | 32.7357    | 70.5510    |
| <b>Jarque-Bera</b>    | 17952.5631  | 195.6848 | 21351.0799  | 781.3244  | 17968.3202 | 62926.3546 |
| <b>p-değeri</b>       | 0           | 3.22E-43 | 0           | 2.18E-170 | 0          | 0          |
| <b>Gözlemler</b>      | 435         | 321      | 473         | 283       | 435        | 315        |

### 3.2.1. Milli Gelir

Portföy yatırımlarının milli gelir üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir:

$$GELİR_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.1)$$

$$GELİR_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 YATIRIM_{it} + \beta_4 EĞİTİM_{it} + \beta_5 TÜKETİM_{it} + u_{it} \quad (3.2)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli (REM) tahmin edilmiştir:

$$GELİR_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.3)$$

$$GELİR_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 YATIRIM_{it} + \beta_4 EĞİTİM_{it} + \beta_5 TÜKETİM_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.4)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan GELİR değişkeni yurtiçi gayrisafi milli hasıla (GSYİH) olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde GELİR değişkenin logaritmik değerleri kullanılmıştır. Söz konusu değişkene ait veri World Development Indicators (WDI) veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

YATIRIM değişkeni için kullanılan indikatör özel sektör brüt sabit sermaye oluşumunu yansıtmaktadır. Modelde YATIRIM bağımsız değişkeni gayri safi yurtiçi hasıla oranındaki yüzdesel payını ifade etmektedir. YATIRIM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde EĞİTİM değişkeni yüzdesel cinsten brüt ilköğretim kayıt oranlarını ifade eden bağımsız değişkendir. EĞİTİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

TÜKETİM bağımsız değişkeni hane halkına ait nihai tüketim harcamalarını göstermektedir. Modelde TÜKETİM değişkenin yıllık büyüme yüzdesel büyüme oranları kullanılmıştır. TÜKETİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde bağımlı değişken olan GELİR değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.5'te raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.5'te sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.5: Tüm Örneklem İçin Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>   | <b>Çoklu</b>   |
|------------------------|----------------|----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>22.7266</b> | <b>21.5380</b> |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000         |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.1673</b>  | <b>0.2039</b>  |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000         |
| <b>YATIRIM</b>         |                | <b>0.0142</b>  |
| P-değeri               |                | 0.0119         |
| <b>EĞİTİM</b>          |                | <b>0.0156</b>  |
| P-değeri               |                | 0.0000         |
| <b>TÜKETİM</b>         |                | <b>-0.0024</b> |
| P-değeri               |                | 0.4098         |
| Gözlem Sayısı          | 4156           | 1737           |
| Ülke Sayısı            | 124            | 89             |
| R-Kare                 | 0.1084         | 0.1480         |
| F-ist.                 | 13.5245        | 7.3632         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000         | 0.0000         |
| Hausman Test İst.      | 29.7555        | 66.0387        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000         | 0.0000         |
| Seçilen Model          | SEM            | SEM            |

Bir ülkede yapılan portföy yatırımları ülke için dış tasarruf kaynağı sağladığından dolayı daha fazla yurtiçi yatırımların yapılmasına ve bu da nihai olarak ülkenin daha yüksek bir milli gelir düzeyine ulaşmasına imkan tanır. Bu gerekçeden ötürü portföy yatırımlarının milli gelir üzerinde arttırıcı bir etki yapması beklenmektedir. Tahmin sonuçlarına göre gerek tekli regresyon modelinde gerekse çoklu regresyon modelinde PORTFÖY değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve bu sonucun her iki model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Yatırımlardaki artış ekonominin üretim kapasitesini arttırarak ülkenin daha yüksek üretim düzeyine ve nihai olarak da daha büyük bir milli gelir düzeyine ulaşmasına yol açar. Dolayısıyla yatırımların milli gelir üzerindeki etkisi arttırıcı yöndedir. Tablo 3.5’de YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklentilere paralel bir biçimde pozitif olup istatistiksel olarak da anlamlıdır.

Bir ülkenin eğitim düzeyi arttıkça nitelikli işgücü artacağından dolayı o ekonomide milli gelirin artması beklenir. Modelde EĞİTİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tüketim harcamalarındaki artış toplam yurtiçi talebi arttırmak suretiyle üretimi ve daha sonrada milli geliri arttırır. Modelde TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı istatistiksel olarak anlamsızdır.

Portföy yatırımlarının milli gelire olan etkisini bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.6’da raporlanmıştır;

**Tablo 3.6: Gelişen Ekonomiler Örneklemini İçin Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|-----------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>23.09869</b> | <b>21.56744</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.259793</b> | <b>0.210815</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000           |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.025325</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0002           |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.014659</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0000           |
| <b>TÜKETİM</b>         |                 | <b>-0.002253</b> |
| P-değeri               |                 | 0.4591           |
| Gözlem Sayısı          | 3007            | 1426             |
| Ülke Sayısı            | 86              | 68               |
| R-Kare                 | 0.120369        | 0.17047          |
| F-ist.                 | 10.98047        | 7.115511         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000           |
| Hausman Test İst.      | 26.505071       | 64.833645        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000           |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM              |

Yukarıdaki Tablo 3.5'teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.6'da görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının milli gelir üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.6'dan görüleceği üzere YATIRIM değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.5'teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi milli gelir üzerinde arttırıcı yönde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.5'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.6'dan görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EĞİTİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.5'teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.6'dan görüleceği üzere TÜKETİM değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için

elde edilen tahmin sonuçlarında elde edilen katsayı beklentilerin aksine negatif çıkmıştır ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür.

Portföy yatırımlarının milli gelire olan etkisini diğer bir alt örneklem için geçiş ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.7’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.7: Geçiş Ekonomilerinin Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>23.20924</b> | <b>17.29897</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.039557</b> | <b>0.134795</b> |
| P-değeri               | 0.4713          | 0.0746          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.040788</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0078          |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.051081</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0013          |
| <b>TÜKETİM</b>         |                 | <b>0.007455</b> |
| P-değeri               |                 | 0.4665          |
| Gözlem Sayısı          | 448             | 201             |
| Ülke Sayısı            | 17              | 14              |
| R-Kare                 | 0.170312        | 0.11039         |
| F-ist.                 | 2.575234        | 6.080306        |
| F-ist. P-değeri        | 0.000009        | 0.000124        |
| Hausman Test İst.      | 29.535131       | 7.862692        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0967          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Yukarıdaki Tablo 3.5’teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.7’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının milli gelir üzerinde arttırıcı etkiye sahiptir. Tahmin sonuçlarına göre, çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye rastlanırken tekli regresyon modelinde ise beklenilenin tersi olarak anlamsız bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.7’den görüleceği üzere YATIRIM değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.5’teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi milli gelir üzerinde arttırıcı yönde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.5'teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.7'den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EĞİTİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.5'teki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.7'den görüleceği üzere TÜKETİM değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da elde edilen katsayının beklentileri karşılayarak istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür.

### 3.2.2. Enflasyon

Portföy yatırımlarının enflasyon üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir.

$$ENFLASYON_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.5)$$

$$ENFLASYON_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 TÜKETİM_{it} + \beta_5 PARA_{it} + u_{it} \quad (3.6)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli tahmin edilmiştir:

$$ENFLASYON_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.7)$$

$$ENFLASYON_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 TÜKETİM_{it} + \beta_5 PARA_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.8)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan ENFLASYON değişkeni için modelde kullanılan indikatör GSYİH deflatörüdür. Söz konusu indikatöre ait veriler WDI veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

BÜYÜME değişkeni modelde ekonomik büyüme hızını temsil etmektedir. Modelde BÜYÜME bağımsız değişkeni kişi başı milli gelirin yıllık yüzdesel artış hızı cinsindedir. BÜYÜME değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

TÜKETİM bağımsız değişkeni hane halkına ait nihai tüketim harcamalarını göstermektedir. Modelde TÜKETİM değişkenin yıllık büyüme yüzdesel büyüme oranları kullanılmıştır. TÜKETİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

PARA bağımsız değişkeni geniş parasal tabanı göstermekte olup yıllık yüzdesel payı ifade etmektedir. PARA değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde bağımlı değişken olan ENFLASYON değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.8’de raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.8’de sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.8: Tüm Örneklem İçin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>140.9791</b> | <b>158.5191</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>-12.8926</b> | <b>-10.8373</b> |
| P-değeri               | 0.0013          | 0.0105          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>-4.2974</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0026          |
| <b>TÜKETİM</b>         |                 | <b>0.0485</b>   |
| P-değeri               |                 | 0.6581          |
| <b>PARA</b>            |                 | <b>-0.0110</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.6107          |
| Gözlem Sayısı          | 4103            | 2608            |
| Ülke Sayısı            | 123             | 102             |
| R-Kare                 | 0.1056          | 0.1003          |
| F-ist.                 | 12.9755         | 7.1556          |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000          |
| Hausman Test İst.      | 46.6864         | 53.0469         |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Sermaye akımları gittiği ülkelerin enflasyon oranına karşı duyarlılık göstermektedir. Enflasyon riski göz önüne alındığında, enflasyonun mevcut olduğu ülkelerde yapılacak yatırımlardan beklenen net reel getiri azalacaktır. Bu nedenden dolayı ülke içerisinde bulunan yüksek oranlı enflasyonun sermaye yatırımlarını azaltıcı yönde etkilemesi beklenmektedir. Diğer bir ifadeyle portföy yatırımları enflasyonun yüksek olduğu ülkeleri tercih etmeme eğilimindedirler. Portföy yatırımları ülkeye sıcak para girişini sağlayarak, getirmiş olduğu döviz karşılığı olarak piyasadan yerli para çekmek suretiyle piyasadaki likiditeyi azaltacaktır. Azalan likidite yurtiçi talep azalışını ve bunun sonucu olarak da enflasyonun azalmasına yol açması beklenmektedir. Tahmin sonuçlarına göre gerek tekli regresyon modelinde gerekse çoklu regresyon modelinde PORTFÖY değişkenine ait katsayının beklenen negatif işareti aldığı ve bu sonucun her iki model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Yani portföy yatırımları enflasyon üzerinde azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

Bir ekonomide ekonomik büyümedeki artış üretim artışına ve üretim artışı da toplam arzı arttırmak suretiyle arz fazlasına yol açar. Arz fazlası malların nihai fiyatlarının düşmesine yol açmak suretiyle enflasyonu düşürür. Dolayısıyla ekonomik büyümenin enflasyon üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olması beklenmektedir. Beklentilere paralel olarak, Tablo 3.8’de BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı negatif olup istatistiksel olarak da anlamlıdır.

Yurtiçi toplam tüketim harcaması arttığında ekonomide toplam talep artar ve toplam talepteki bu artış enflasyon üzerinde talep kaynaklı bir artış baskısı yaratır. Bu nedenle toplam tüketimdeki artışın enflasyonu arttırması beklenir. Modelde TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenen işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Ülkede parasal tabanın genişlemesiyle birlikte artan para arzı likidite bolluğunu yol açar. Likidite bolluğu aynı zamanda tüketicilerin talep miktarını artırarak ekonomide talep kaynaklı enflasyonun artmasına sebebiyet verir. Dolayısıyla parasal tabandaki artışın enflasyon üzerinde arttırıcı yönde bir etki yapması beklenmektedir. Tablo 3.8’de bulunan PARA değişkeni için elde edilen katsayı beklentilerin tersi yönde bir işaret almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Portföy yatırımlarının enflasyona olan etkisini bir alt örneklem olarak gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.9’da raporlanmıştır;

**Tablo 3.9: Gelişen Ekonomilerin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>     | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|------------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>132.6774</b>  | <b>148.4571</b>  |
| P-değeri               | 0.0000           | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>-14.21212</b> | <b>-12.0307</b>  |
| P-değeri               | 0.004            | 0.0302           |
| <b>BÜYÜME</b>          |                  | <b>-5.029842</b> |
| P-değeri               |                  | 0.0011           |
| <b>TÜKETİM</b>         |                  | <b>0.046284</b>  |
| P-değeri               |                  | 0.6551           |
| <b>PARA</b>            |                  | <b>-0.011308</b> |
| P-değeri               |                  | 0.5846           |
| Gözlem Sayısı          | 2992             | 2141             |
| Ülke Sayısı            | 85               | 76               |
| R-Kare                 | 0.112477         | 0.100114         |
| F-ist.                 | 10.11791         | 5.840744         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000           | 0.0000           |
| Hausman Test İst.      | 44.971669        | 53.093894        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000           | 0.0000           |
| Seçilen Model          | SEM              | SEM              |

Yukarıdaki Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.9’dan görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının enflasyon oranı üzerinde azaltıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.9’dan görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi enflasyon oranı üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Beklentilere paralel olarak, Tablo 3.9’da BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı negatif olup istatistiksel olarak da anlamlıdır.

Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.9’dan görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.9’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da PARA değişkenine ait elde edilen katsayı beklentilerin tersi yönde bir işaret almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Portföy yatırımlarının enflasyona olan etkisini diğer bir alt örneklem olarak geçiş ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.10’da raporlanmıştır;

**Tablo 3.10: Geçiş Ekonomilerinin Enflasyon Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>     | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|------------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>312.4214</b>  | <b>288.3302</b>  |
| P-değeri               | 0.0000           | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>-77.34274</b> | <b>-49.81825</b> |
| P-değeri               | 0.0012           | 0.012            |
| <b>BÜYÜME</b>          |                  | <b>-5.277053</b> |
| P-değeri               |                  | 0.4871           |
| <b>TÜKETİM</b>         |                  | <b>2.937448</b>  |
| P-değeri               |                  | 0.5523           |
| <b>PARA</b>            |                  | <b>0.237142</b>  |
| P-değeri               |                  | 0.6348           |
| Gözlem Sayısı          | 448              | 270              |
| Ülke Sayısı            | 17               | 15               |
| R-Kare                 | 0.17911          | 0.144331         |
| F-ist.                 | 2.737301         | 1.51184          |
| F-ist. P-değeri        | 0.000002         | 0.055517         |
| Hausman Test İst.      | 42.518083        | 20.814884        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000           | 0.0003           |
| Seçilen Model          | SEM              | SEM              |

Yukarıdaki Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.10’dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının enflasyon oranı üzerinde azaltıcı etkiye sahiptir. Tahmin sonuçlarına göre, hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.10’dan görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin

sonuçlarında da olduğu gibi enflasyon oranı üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Tablo 3.10’da BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.10’dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.8’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.10’dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da PARA değişkenine ait elde edilen beklenildiği işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

### 3.2.3. Yatırım

Portföy yatırımlarının yatırım üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir:

$$YATIRIM_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.9)$$

$$YATIRIM_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 TÜKETİM_{it} + \beta_4 FAİZ_{it} + \beta_5 BÜYÜME_{it} + u_{it} \quad (3.10)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli tahmin edilmiştir:

$$YATIRIM_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.11)$$

$$YATIRIM_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 TÜKETİM_{it} + \beta_4 FAİZ_{it} + \beta_5 BÜYÜME_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.12)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan YATIRIM değişkeni için kullanılan indikatör özel sektör brüt sabit sermaye oluşumlarının milli gelir içindeki yüzdesel payıdır. Söz konusu değişkene ait veriler WDI veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

TÜKETİM bağımsız değişkeni hane halkına ait nihai tüketim harcamalarını göstermektedir. Modelde TÜKETİM değişkenin yıllık büyüme yüzdesel büyüme oranları kullanılmıştır. TÜKETİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde kullanılan FAİZ bağımsız değişkeni reel faiz oranlarından oluşmaktadır. FAİZ değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

BÜYÜME değişkeni modelde ekonomik büyüme hızını temsil etmektedir. Modelde BÜYÜME bağımsız değişkeni kişi başı milli gelirin yıllık yüzdesel artış hızı cinsindedir. BÜYÜME değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde bağımlı değişken olan YATIRIM değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.11’de raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.11’de sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.11: Tüm Örneklem İçin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>   | <b>Çoklu</b>   |
|------------------------|----------------|----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>14.2159</b> | <b>15.3891</b> |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000         |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.4418</b>  | <b>0.2552</b>  |
| P-değeri               | 0.0005         | 0.0698         |
| <b>TÜKETİM</b>         |                | <b>0.0071</b>  |
| P-değeri               |                | 0.5236         |
| <b>FAİZ</b>            |                | <b>-0.0217</b> |
| P-değeri               |                | 0.0077         |
| <b>BÜYÜME</b>          |                | <b>0.2640</b>  |
| P-değeri               |                | 0.0000         |
| Gözlem Sayısı          | 2580           | 1432           |
| Ülke Sayısı            | 104            | 80             |
| R-Kare                 | 0.0691         | 0.0901         |
| F-ist.                 | 5.0984         | 3.4435         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000         | 0.0000         |
| Hausman Test İst.      | 34.9743        | 17.7132        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000         | 0.0014         |
| Seçilen Model          | SEM            | SEM            |

Bir ülkede yapılan portföy yatırımları ülke için dış tasarruf kaynağı sağlamakla birlikte döviz girişi sağladığından dolayı ulusal paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Değerlenen ulusal para girişimcilerin yurtdışından daha ucuz yatırım malları almasına imkân tanır. Bu nedene bağlı olarak yurtiçin fiziki yatırımların daha fazla gerçekleşmesine yol açar. Tahmin sonuçlarına göre Tablo 3.11’de PORTFÖY değişkeni için elde edilen katsayı hem basit regresyon modeli hem de çoklu regresyon modeli için beklentiler ile örtüşen işareti aldığı ve aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Yurtiçi toplam tüketim harcaması arttığında ekonomide toplam talep artar ve toplam talepteki bu artış karşılamak için daha fazla üretimde bulunmak gerekir. Daha fazla üretimi gerçekleştirebilmek için yurtiçi yatırımları arttırmak gerekir. Bu nedenle toplam tüketimdeki artışın yatırımlar üzerindeki nihai etkisinin arttırıcı olması beklenmektedir. Modelde TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenen pozitif işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Bir ekonomide yatırımları fonlamanın parasal maliyeti faizdir. Diğer bir ifadeyle yatırımların fonlanmasında ihtiyaç duyulan borçlanmanın bedeli faizdir. Faizler arttıkça yatırımı fonlama maliyeti artacağından dolayı daha az yatırım yapma eğilimindedirler. Bu yüzden ülke faiz oranları arttığında yatırım oranlarının da azalması beklenmektedir. Tablo 3.11’de bulunan FAİZ değişkenin beklenildiği üzere negatif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Ekonomik açıdan büyüyen bir ekonomi artan büyümenin sürdürülebilmesi için daha fazla yatırıma ihtiyaç duyar. Bu bağlamda büyümenin yatırımları olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Portföy yatırımlarının özel sektör yatırımlarına olan etkisini bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.12’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.12: Gelişen Ekonomilerin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|-----------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>13.38734</b> | <b>14.70632</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.57362</b>  | <b>0.429589</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0026           |
| <b>TÜKETİM</b>         |                 | <b>0.010107</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.3369           |
| <b>FAİZ</b>            |                 | <b>-0.014661</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0601           |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.201922</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0000           |
| Gözlem Sayısı          | 2083            | 1158             |
| Ülke Sayısı            | 77              | 61               |
| R-Kare                 | 0.06623         | 0.084015         |
| F-ist.                 | 3.920191        | 2.561308         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.000001         |
| Hausman Test İst.      | 12.27255        | 11.168506        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0005          | 0.0247           |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM              |

Yukarıdaki Tablo 3.11’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.12’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen

tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.12’den görüleceği üzere TÜKETİM değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.11’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi özel sektör yatırımları üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Tablo 3.12’den TÜKETİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenen pozitif işareti almasına rağmen istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Tablo 3.11’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.12’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da FAİZ değişkeni beklenildiği üzere negatif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.12’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Portföy yatırımlarının özel sektör yatırımlarına olan etkisini diğer bir alt örneklem için geçiş ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.13’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.13: Geçiş Ekonomilerinin Yatırım Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>     | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|------------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>18.11805</b>  | <b>18.94485</b>  |
| P-değeri               | 0.0000           | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>-0.010156</b> | <b>-0.271462</b> |
| P-değeri               | 0.973            | 0.4452           |
| <b>TÜKETİM</b>         |                  | <b>-0.107139</b> |
| P-değeri               |                  | 0.1306           |
| <b>FAİZ</b>            |                  | <b>-0.071796</b> |
| P-değeri               |                  | 0.0154           |
| <b>BÜYÜME</b>          |                  | <b>0.276671</b>  |
| P-değeri               |                  | 0.0098           |
| Gözlem Sayısı          | 292              | 183              |
| Ülke Sayısı            | 17               | 13               |
| R-Kare                 | 0.000004         | 0.062296         |
| F-ist.                 | 0.001194         | 2.956324         |
| F-ist. P-değeri        | 0.972457         | 0.021366         |
| Hausman Test İst.      | 2.268384         | 6.017103         |
| Hausman Testi P-değeri | 0.132            | 0.1979           |
| Seçilen Model          | SEM              | SEM              |

Tablo 3.13'den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerinde azaltıcı yönde olduğu görülmektedir. PORTFÖY değişkenine ait elde edilen katsayı hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamsız bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.13'den görüleceği üzere TÜKETİM değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında özel sektör yatırımları üzerinde azaltıcı yönde olduğu görülmektedir. TÜKETİM değişkenine ait katsayı beklenilenin tersi işareti olarak istatistiksel olarak anlamsız bir sonuç vermektedir.

Tablo 3.11'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.13'den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da FAİZ değişkeni beklenildiği üzere negatif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.13’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

### 3.2.4. Kişi Başı Milli Gelir

Portföy yatırımlarının kişi başı milli gelir üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir:

$$KBMG_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.13)$$

$$KBMG_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 EĞİTİM_{it} + \beta_5 YATIRIM_{it} + u_{it} \quad (3.14)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli tahmin edilmiştir:

$$KBMG_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.15)$$

$$KBMG_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 EĞİTİM_{it} + \beta_5 YATIRIM_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.16)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan KBMG değişkeni Amerikan doları cinsinden cari fiyatlarla kişi başı milli gelir değerlerinden oluşmaktadır. Söz konusu değişkene ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindedir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır. Modelde yer alan KBMG değişkenine ait değerler logaritmik olarak kullanılmıştır.

BÜYÜME değişkeni modelde ekonomik büyüme hızını temsil etmektedir. Modelde BÜYÜME bağımsız değişkeni kişi başı milli gelirin yıllık yüzdesel artış hızı cinsindedir. BÜYÜME değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

YATIRIM değişkeni için kullanılan indikatör özel sektör brüt sabit sermaye oluşumunu yansıtmaktadır. Modelde YATIRIM bağımsız değişkeni gayri safi yurtiçi hasıla oranındaki yüzdesel payını ifade etmektedir. YATIRIM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde EĞİTİM değişkeni okul kayıtlarını ifade eden ve brüt yüzdesel payını içeren bağımsız değişkendir. EĞİTİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelin bağımlı değişkeni olan KBMG değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.14’de raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.14’de sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.14: Tüm Örneklem İçin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>  | <b>Çoklu</b>  |
|------------------------|---------------|---------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>6.9923</b> | <b>5.1476</b> |
| P-değeri               | 0.0000        | 0.0000        |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.1443</b> | <b>0.1815</b> |
| P-değeri               | 0.0000        | 0.0000        |
| <b>BÜYÜME</b>          |               | <b>0.0044</b> |
| P-değeri               |               | 0.2567        |
| <b>EĞİTİM</b>          |               | <b>0.0136</b> |
| P-değeri               |               | 0.0000        |
| <b>YATIRIM</b>         |               | <b>0.0294</b> |
| P-değeri               |               | 0.0000        |
| Gözlem Sayısı          | 4156          | 2151          |
| Ülke Sayısı            | 124           | 101           |
| R-Kare                 | 0.2262        | 0.3638        |
| F-ist.                 | 32.5282       | 30.1635       |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000        | 0.0000        |
| Hausman Test İst.      | 21.6175       | 60.4429       |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000        | 0.0000        |
| Seçilen Model          | SEM           | SEM           |

Bir ülkede yapılan portföy yatırımları ülke için dış tasarruf kaynağı sağladığından dolayı daha fazla yurtiçi yatırımların yapılmasına imkan tanır ve bu da nihai olarak ülkenin daha yüksek bir milli gelir düzeyine ulaşmasını mümkün kılar. Daha yüksek bir milli gelir düzeyi ise kişi başına düşen milli gelirin artmasını sağlar. Bundan dolayı portföy yatırımlarının KBMG üzerinde arttırıcı bir etki yapması beklenmektedir. Tahmin sonuçlarına göre gerek tekli regresyon modelinde gerekse çoklu regresyon modelinde PORTFÖY değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı görülmektedir. Tablo 3.14’de PORTFÖY değişkeni için gerek tekli gerekse çoklu regresyon modellerinde elde edilen katsayılar beklentilere paralel bir biçimde pozitif olup aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlıdır.

Ekonomik büyümenin arttığı dönemlerde ülkeler daha yüksek milli gelir düzeylerine ulaşarak kişi başına düşen milli gelirlerini arttırmaktadırlar. Bu nedenle ekonomik büyümenin yüksek olduğu dönemlerde KBMG’nin de yüksek olması beklenmektedir. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Yatırımlardaki artış ekonominin üretim kapasitesini arttırarak ülkenin daha yüksek üretim düzeyine ve nihai olarak da daha büyük bir milli gelir düzeyine ulaşmasına yol açar. Daha yüksek milli gelir düzeyleri ülkenin daha yüksek kişi başına milli gelir seviyesine ulaşmasına imkân tanır. Bundan dolayı yatırımların KBMG üzerinde pozitif etki yapması beklenmektedir. Tablo 3.14’de YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklentilerle paralel olup istatistiksel olarak da anlamlıdır.

Bir ülkenin eğitim düzeyi arttıkça kişilerin daha yüksek ücretlerde iş bulmasına imkân tanır ve aynı zamanda artan eğitim düzeyi ekonomide nitelikli işgücünü arttıracığından dolayı o ekonominin daha yüksek bir milli gelir seviyesine ulaşmasını sağlar. Bu gerekçeden dolayı eğitim seviyesindeki artışın KBMG’yi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Modelde EĞİTİM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Portföy yatırımlarının kişi başı milli gelire olan etkisini bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.15’te raporlanmıştır;

**Tablo 3.15: Gelişen Ekonomilerin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>6.788478</b> | <b>5.123709</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.239603</b> | <b>0.188266</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.003824</b> |
| P-değeri               |                 | 0.437           |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.013186</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.031414</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| Gözlem Sayısı          | 3007            | 1718            |
| Ülke Sayısı            | 86              | 77              |
| R-Kare                 | 0.22385         | 0.352392        |
| F-ist.                 | 23.14306        | 22.81322        |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000          |
| Hausman Test İst.      | 18.263249       | 97.314014       |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Tablo 3.14'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.15'ten görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının kişi başına milli gelir üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.15'ten görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.14'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi kişi başına milli gelir üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.14'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.15'ten görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EĞİTİM değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.14'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.15'ten görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Portföy yatırımlarının kişi başı milli gelire olan etkisini diğer bir alt örneklem için geçiş ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.16'da raporlanmıştır;

**Tablo 3.16: Geçiş Ekonomilerinin Kişi Başı Milli Gelir Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>7.374532</b> | <b>4.651987</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.085241</b> | <b>0.123291</b> |
| P-değeri               | 0.0010          | 0.0002          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.004243</b> |
| P-değeri               |                 | 0.5981          |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.018573</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0019          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.036702</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| Gözlem Sayısı          | 448             | 256             |
| Ülke Sayısı            | 17              | 15              |
| R-Kare                 | 0.511298        | 0.592244        |
| F-ist.                 | 13.12554        | 10.89336        |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000          |
| Hausman Test İst.      | 32.591548       | 29.329167       |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Yukarıdaki Tablo 3.14’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.16’dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının kişi başına milli gelir üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.16’dan görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.14’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi kişi başına milli gelir üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.14’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.16’dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EĞİTİM değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.14'deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.16'dan görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

### 3.2.5. İthalat

Portföy yatırımlarının ithalat üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir:

$$\dot{ITHALAT}_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.17)$$

$$\dot{ITHALAT}_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 YATIRIM_{it} + \beta_5 İHRACAT_{it} + u_{it} \quad (3.18)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli(REM) tahmin edilmiştir:

$$\dot{ITHALAT}_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.19)$$

$$\dot{ITHALAT}_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 YATIRIM_{it} + \beta_5 İHRACAT_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.20)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan İTHALAT değişkeni Amerikan doları cinsinden cari fiyatlar ile mal ve hizmet ithalatını göstermektedir. Söz konusu değişkene ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır. Modelde yer alan İTHALAT değişkenine ait değerler logaritmik olarak kullanılmıştır.

BÜYÜME değişkeni modelde ekonomik büyüme hızını temsil etmektedir. Modelde BÜYÜME bağımsız değişkeni kişi başı milli gelirin yıllık yüzdesel artış hızı cinsindedir. BÜYÜME değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

YATIRIM değişkeni için kullanılan indikatör özel sektör brüt sabit sermaye oluşumunu yansıtmaktadır. Modelde YATIRIM bağımsız değişkeni gayri safi yurtiçi hasıla oranındaki yüzdesel payını ifade etmektedir. YATIRIM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

İHRACAT değişkeni Amerikan doları cinsinden cari fiyatlar ile mal ve hizmet ihracatını göstermektedir. İHRACAT değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde bağımlı değişken olan İTHALAT değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.17’de raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.17’de sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.17: Tüm Örneklem İçin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>   | <b>Çoklu</b>  |
|------------------------|----------------|---------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>21.7846</b> | <b>3.5746</b> |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000        |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.1675</b>  | <b>0.0271</b> |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000        |
| <b>BÜYÜME</b>          |                | <b>0.0028</b> |
| P-değeri               |                | 0.0342        |
| <b>YATIRIM</b>         |                | <b>0.0022</b> |
| P-değeri               |                | 0.0240        |
| <b>İHRACAT</b>         |                | <b>0.8475</b> |
| P-değeri               |                | 0.0000        |
| Gözlem Sayısı          | 3942           | 2567          |
| Ülke Sayısı            | 123            | 104           |
| R-Kare                 | 0.1679         | 0.9602        |
| F-ist.                 | 21.2977        | 1524.0420     |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000         | 0.0000        |
| Hausman Test İst.      | 34.3099        | 218.4109      |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000         | 0.0000        |
| Seçilen Model          | SEM            | SEM           |

Bir ekonomide artan portföy yatırımları neticesinde döviz kurunda meydana gelecek değerlenmeler karşısında ithalatın artması beklenir. Bu nedenle değerlendirilen döviz kuru neticesinde ulusal paranın değer kazanması yabancı malların göreceli olarak ucuzlamasına sebebiyet verir ve buda ithalatı tetikler. Tablo 3.17’de PORTFÖY değişkeni için gerek tekli gerekse çoklu regresyon modellerinde elde edilen katsayılar beklentilere paralel bir biçimde pozitif olup aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlıdır.

Üretim ve büyümesini yoğun bir biçimde ithal ara mallar kullanarak gerçekleştiren ekonomilerde büyümüş hızı arttıkça ithalatında artması beklenmektedir. Bundan dolayı BÜYÜME değişkeninin ithalat üzerinde arttırıcı etki yapması beklenmektedir. Tablo 3.17’de BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklentilere paralel bir biçimde pozitif sonuç vermektedir ve aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bir ülke de yatırımların artması üretimi gerçekleştirecek olan makine ve teçhizat ithalatının artmasına ve aynı zamanda yapılan yeni yatırımlar neticesinde gerçekleştirilecek olan üretimin ihtiyaç duyduğu ara malı ithalatının da artmasına yol

açacaktır. Bu nedenlerden dolayı yatırımların artmasının ithalat üzerindeki nihai etkisinin attırıcı yönde olması beklenmektedir. Modelde yer alan YATIRIM değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Yurtdışına ihraç edilen mal ya da hizmetin üretiminde gerekli olan malzeme veya teknolojinin dışarıdan temin edilmesi ithalatı arttırır. Bu nedenle büyümesini ithalata dayalı gerçekleştiren ekonomilerin daha fazla ihracat yapabilmeleri için daha fazla ithalat yapması gerekmektedir. Dolayısıyla İHRACAT değişkeninin İTHALAT değişkeni üzerinde etkisinin pozitif olması beklenmektedir. Modelde yer alan İHRACAT değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Portföy yatırımlarının ithalat oranına olan etkisini bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.18’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.18: Gelişen Ekonomilerin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>22.03736</b> | <b>3.713466</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.272679</b> | <b>0.035985</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.005995</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0002          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.003037</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0099          |
| <b>İHRACAT</b>         |                 | <b>0.840845</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| Gözlem Sayısı          | 2846            | 2074            |
| Ülke Sayısı            | 85              | 77              |
| R-Kare                 | 0.188625        | 0.959879        |
| F-ist.                 | 17.64302        | 1215.97         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000          |
| Hausman Test İst.      | 32.733497       | 168.075627      |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Yukarıdaki Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.18’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının ithalat üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.18’den görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi ithalat üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.18’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.18’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da İHRACAT değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Portföy yatırımlarının ithalat oranına olan etkisini diğer bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.19’da raporlanmıştır;

**Tablo 3.19: Geçiş Ekonomilerinin İthalat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>     |
|------------------------|-----------------|------------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>22.43717</b> | <b>4.550072</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000           |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.040594</b> | <b>-0.003537</b> |
| P-değeri               | 0.3949          | 0.7641           |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.001968</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.511            |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.004669</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0466           |
| <b>İHRACAT</b>         |                 | <b>0.803744</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0000           |
| Gözlem Sayısı          | 435             | 290              |
| Ülke Sayısı            | 17              | 17               |
| R-Kare                 | 0.249941        | 0.967353         |
| F-ist.                 | 4.049232        | 255.8124         |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000           |
| Hausman Test İst.      | 30.252508       | 55.85303         |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000           |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM              |

Tablo 3.19’da Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında yer alan PORTFÖY değişkeni tekli regresyonda görüleceği üzere portföy yatırımlarının ithalat üzerinde arttırıcı etkisine karşılık istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür. Aynı zamanda çoklu regresyonda da negatif işareti alarak istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür.

Tablo 3.1’den görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi ithalat üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif işaretli olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.19’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.17’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.19’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da İHRACAT değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

### 3.2.6. İhracat

Portföy yatırımlarının ihracat üzerindeki etkisini dengesiz panel veri seti kullanarak analiz etmek için aşağıdaki tekli ve çoklu sabit zaman etki modelleri (SEM) tahmin edilmiştir:

$$\dot{I}HRACAT_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + u_{it} \quad (3.21)$$

$$\dot{I}HRACAT_{it} = (\beta_1 + \tau_t) + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 YATIRIM_{it} + \beta_5 EĞİTİM_{it} + u_{it} \quad (3.22)$$

ve ayrıca aşağıdaki çoklu rastsal zaman etki modeli tahmin edilmiştir:

$$\dot{I}HRACAT_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.23)$$

$$\dot{I}HRACAT_{it} = \beta_1 + \beta_2 PORTFÖY_{it} + \beta_3 BÜYÜME_{it} + \beta_4 YATIRIM_{it} + \beta_5 EĞİTİM_{it} + (\tau_t + u_{it}) \quad (3.24)$$

Yukarıda yer alan  $it$  alt indisi  $i.nci$  ülkenin  $t$  yılında ilgili değişkene ilişkin aldığı gözlem değerini;  $\beta_1$  modelin sabit terimini;  $\tau_t$  tüm ülkeleri aynı şekilde etkileyen fakat zamanlar arası değişen zaman spesifik etkiyi;  $u_{it}$  ise regresyon modelinin hata terimini temsil etmektedir.

Modelin bağımlı değişkeni olan İHRACAT değişkeni Amerikan doları cinsinden cari fiyatlar ile mal ve hizmet ihracatını göstermektedir. İHRACAT değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

PORTFÖY değişkeni bono cinsinden portföy yatırımlarını göstermekte olup Amerikan doları cinsindendir. Modelde PORTFÖY değişkenin milli gelir içindeki yüzdesel payı kullanılmıştır. PORTFÖY değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır. Modelde yer alan İHRACAT değişkenine ait değerler logaritmik olarak kullanılmıştır.

BÜYÜME değişkeni modelde ekonomik büyüme hızını temsil etmektedir. Modelde BÜYÜME bağımsız değişkeni kişi başı milli gelirin yıllık yüzdesel artış hızı cinsindedir. BÜYÜME değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

YATIRIM değişkeni için kullanılan indikatör özel sektör brüt sabit sermaye oluşumunu yansıtmaktadır. Modelde YATIRIM bağımsız değişkeni gayri safi yurtiçi hasıla oranındaki yüzdesel payını ifade etmektedir. YATIRIM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde EĞİTİM değişkeni okul kayıtlarını ifade eden ve brüt yüzdesel payını içeren bağımsız değişkendir. EĞİTİM değişkenine ait veri WDI veri tabanından alınmıştır.

Modelde bağımlı değişken olan İHRACAT değişkenine yönelik tekli ve çoklu regresyon modellerine ilişkin elde edilen tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.20’de raporlanmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre gerek tekli gerekse çoklu regresyon modelleri için en uygun modelin SEM modeli olduğu görülmüş ve bundan dolayı da Tablo 3.20’de sadece SEM tahmin sonuçları raporlanmıştır.

**Tablo 3.20: Tüm Örneklem İçin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>   | <b>Çoklu</b>   |
|------------------------|----------------|----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>21.4816</b> | <b>19.4012</b> |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000         |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.1762</b>  | <b>0.2291</b>  |
| P-değeri               | 0.0000         | 0.0000         |
| <b>BÜYÜME</b>          |                | <b>0.0110</b>  |
| P-değeri               |                | 0.1362         |
| <b>YATIRIM</b>         |                | <b>0.0345</b>  |
| P-değeri               |                | 0.0000         |
| <b>EĞİTİM</b>          |                | <b>0.0186</b>  |
| P-değeri               |                | 0.0000         |
| Gözlem Sayısı          | 3942           | 2151           |
| Ülke Sayısı            | 123            | 101            |
| R-Kare                 | 0.1373         | 0.2536         |
| F-ist.                 | 16.7863        | 17.9192        |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000         | 0.0000         |
| Hausman Testi İst.     | 35.7984        | 144.3560       |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000         | 0.0000         |
| Seçilen Model          | SEM            | SEM            |

Ülkeye giren portföy yatırımlarının ihracatı iki farklı potansiyel kanal üzerinden etkilemesi beklenmektedir. İlk olarak artan portföy yatırımları neticesinde döviz kurunda meydana gelecek değerlenmeler karşısında ihracatın azalması beklenir. Diğer taraftan portföy yatırımları ülke için dış tasarruf kaynağı sağladığından dolayı daha fazla yurtiçi yatırımların yapılmasına ve dolayısıyla ülkenin daha fazla üretip daha fazla ihracat yapmasına olanak tanır. Portföy yatırımlarının ihracat üzerindeki nihai etkisi bu iki etkinin (azaltıcı ve arttırıcı etkiler) hangisinin diğerine baskın gelmesine bağlı olarak pozitif veya negatif yönde gerçekleşir. Bu nedenle PORTFÖY yatırımlarının İHRACAT değişkenini negatif veya pozitif yönde etkilemesi beklenir. Tahmin sonuçlarına göre gerek tekli regresyon modelinde gerekse çoklu regresyon modelinde PORTFÖY değişkenine ait katsayının pozitif işareti aldığı ve bu sonucun her iki model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Ülkede büyümenin artması üretimin artmasına ve üretim artışı da ihracatın artmasına yol açar. Bu gelişmelerden ötürü büyümedeki artışın ihracat oranlarını arttırması beklenmektedir. Modelde yer alan BÜYÜME değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

Yatırımlardaki artış, ekonominin üretim kapasitesinin genişlemesine aynı zamanda üretimdeki sermayenin pay oranını arttırarak ülkenin daha yüksek üretim düzeyine ulaşmasını sağlamaktadır. Artan üretim düzeyinin ülkenin ihracat oranlarını da arttırması beklenmektedir. Tablo 3.20’de modelde yer alan YATIRIM değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Üretim tekniklerinde yaşanan gelişmelerin hızlanması nitelikli insan gücüne olan ihtiyacı arttırmaktadır. Eğitim düzeyindeki artış nitelikli insan gücünü artırarak ülkenin üretim düzeyinin artmasına ve bunun neticesinde de daha fazla ihracat yapabilir duruma gelmesini sağlar. Bu nedenle eğitim seviyesindeki artışın ihracat üzerinde pozitif bir etkiye sahip olması beklenmektedir. Modelde yer alan EĞİTİM değişkenine ait katsayının beklenen pozitif işareti aldığı ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Portföy yatırımlarının ihracat oranına olan etkisini bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.21’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.21: Gelişen Ekonomilerin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>21.74802</b> | <b>19.15901</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.283181</b> | <b>0.23398</b>  |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.027186</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0029          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.04772</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.01983</b>  |
| P-değeri               |                 | 0.0000          |
| Gözlem Sayısı          | 2846            | 1718            |
| Ülke Sayısı            | 85              | 77              |
| R-Kare                 | 0.151027        | 0.298729        |
| F-ist.                 | 13.50069        | 17.85934        |
| F-ist. P-değeri        | 0.0000          | 0.0000          |
| Hausman Test İst.      | 33.355698       | 112.894549      |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0000          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Yukarıdaki Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.21’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının ihracat üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.21’den görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi ithalat üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.21’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.21’den görüleceği üzere Gelişen Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EĞİTİM değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

Portföy yatırımlarının ihracat oranına olan etkisini diğer bir alt örneklem için gelişen ekonomileri kapsayan tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.22’de raporlanmıştır;

**Tablo 3.22: Geçiş Ekonomilerinin İhracat Modeli Tahmin Sonuçları**

|                        | <b>Basit</b>    | <b>Çoklu</b>    |
|------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>Sabit</b>           | <b>22.14996</b> | <b>16.92282</b> |
| P-değeri               | 0.0000          | 0.0000          |
| <b>PORTFÖY</b>         | <b>0.058408</b> | <b>0.106365</b> |
| P-değeri               | 0.3134          | 0.1617          |
| <b>BÜYÜME</b>          |                 | <b>0.000616</b> |
| P-değeri               |                 | 0.9741          |
| <b>YATIRIM</b>         |                 | <b>0.047546</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0008          |
| <b>EĞİTİM</b>          |                 | <b>0.042916</b> |
| P-değeri               |                 | 0.0024          |
| Gözlem Sayısı          | 435             | 256             |
| Ülke Sayısı            | 17              | 15              |
| R-Kare                 | 0.18939         | 0.210108        |
| F-ist.                 | 2.839063        | 1.994967        |
| F-ist. P-değeri        | 0.000001        | 0.002543        |
| Hausman Test İst.      | 27.433611       | 12.26804        |
| Hausman Testi P-değeri | 0.0000          | 0.0155          |
| Seçilen Model          | SEM             | SEM             |

Yukarıdaki Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.22’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da portföy yatırımlarının ihracat üzerinde arttırıcı yönde olup hem tekli regresyon modelinde hem de çoklu regresyon modelinde istatistiksel olarak anlamsız bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Tablo 3.22’den görüleceği üzere BÜYÜME değişkenine ait Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında da olduğu gibi ithalat üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Modelde BÜYÜME değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif işaretli olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3.20’deki Tüm Örneklem için elde edilen tahmin sonuçları doğrultusunda Tablo 3.22’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçları da YATIRIM değişkeni için elde edilen katsayı beklenildiği gibi pozitif olup istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.20’deki Tüm rneklem için elde edilen tahmin sonuçlarında olduğu gibi Tablo 3.22’den görüleceği üzere Geçiş Ekonomiler için elde edilen tahmin sonuçlarında da EğİTİM değişkeni beklenildiği üzere pozitif işaret aldığı ve bu sonucun model için istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.



## SONUÇ

Ülkelerin finansal serbestleşmelerini tamamlamaları ve teknolojik gelişmeler ile birlikte uluslararası sermaye gelişmiş ülkelere ayrılarak daha yüksek faiz oranı ve gelir sunan ülkelere yönelmiştir. Bu süreç finansal liberalleşmesini düzgün bir şekilde oturtmuş, özellikle gelişmekte olan, ülkeler için oldukça verimli geçmiştir.

Yabancı tasarruf sahiplerinin uluslararası yatırımlarda bulunmaları gelişmekte olan ülkelerin kalkınmada ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmeleri açısından oldukça önemlidir. Genellikle hisse senetlerinin satın alınması şeklinde gerçekleşen yabancı portföy yatırımları birçok gelişmekte olan ülkenin ekonomi kalemlerini genellikle olumlu yönde etkilemiştir. Yapılan bu tez çalışmasında portföy yatırımlarının milli gelir, enflasyon, yatırım, kişi başı milli gelir, ithalat ve ihracat üzerindeki etkileri panel veri seti yardımıyla ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda beklentilerimize paralel bir şekilde portföy yatırımlarının, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, anılan ekonomik kalemler üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda portföy yatırımlarının yukarıda belirtilen ekonomik kalemler üzerindeki etkilerinin aşağıdaki şekilde gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır.

- Bir ülkede artmakta olan portföy yatırımları ülke için dış tasarruf kaynağı sağladığından bu durumun yurtiçi yatırımların dolayısıyla da milli gelirin artmasına neden olduğu tespit edilmiştir.
- Gitmiş olduğu ülkeye sıcak para girişi sağlayan portföy yatırımları, ülkeye getirmiş olduğu döviz karşılığında piyasadan yerli para çekerek likiditeyi azaltır. Bu durum yurtiçi talebin ve dolayısıyla enflasyonun azalmasına neden olur. Dolayısıyla portföy yatırımları gitmiş olduğu ülkede enflasyon oranını azaltıcı etkiye sahiptir.
- Portföy yatırımları gittiği ülkede dış tasarruf kaynağı sağlamakla birlikte döviz miktarını da arttıracaktır. Artan döviz miktarı ile birlikte değerlendirilen ulusal para sayesinde yerli yatırımcılar ihtiyaç duydukları malları dışarıdan daha ucuza alabileceklerdir. Böylece yatırımın maliyeti azalmış olacak, yatırımlar artacaktır.

- Artan yurtiçi yatırımları nihai olarak daha yüksek bir milli gelir sağlayacaktır. Yükselen milli gelir ile birlikte zamanla kişi başı milli gelir de atacaktır. Dolayısıyla portföy yatırımları kişi başı milli gelir üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir.
- Artan portföy yatırımları ile birlikte döviz kurunda meydana gelen olumlu gelişmeler ithalatı arttırmaktadır. Ulusal paranın değer kazanması ile birlikte yabancı malların fiyatı göreceli olarak azalmaktadır. Bu durum ithalatı arttıracaktır.
- Portföy yatırımlarının ihracat üzerindeki etkisi olumlu olabileceği gibi olumsuz da olabilmektedir. Ulusal paranın değer kazanması ihracat esnasında malın döviz cinsinden fiyatının artmasına neden olacağından bu durum ihracatın azaltmaktadır. ancak portföy yatırımları ile birlikte artan yurtiçi yatırımlar sayesinde ülke daha fazla üretim daha fazla ihraç etme fırsatını da yakalayabilmektedir. yapılan analiz ile portföy yatırımlarının ihracat üzerinde de olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bir ülkeye giren yabancı sermayenin o ülkenin ekonomisini genel olarak olumlu yönde etkilediği sonucu ortaya çıkmaktadır. Ancak finansal liberalleşmesini gerek politik gerekse hukuki anlamda sağlam bir zemine oturtamamış ülkelerde bu yatırımlar olumsuz sonuçlar doğurabilirler. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler yabancı sermayenin olumsuz etkilerine verilebilecek en iyi örnektir. Bu nedenle yabancı sermaye yatırımları ile kalkınmalarını gerçekleştirmeyi planlayan ülkelerin planlamalarını doğru bir şekilde yapmaları gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Acar, Merve (2016), ‘‘Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği’’, *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:13, ss.93-105.
- Ahmed, Shaghil ve Zlate, Andrei (2013), ‘‘Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?’’, *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, Number 1081.
- Ahmad, Yamin, Cova, Pietro ve Harrison, Rodrigo (2004), ‘‘Foreign Direct Investment Versus Portfolio Investment: A Global Games Approach’’, *University of Wisconsin*, Working Paper 05 – 03.
- Akyol Eser, Kezban (2012), *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*, Mesleki Yeterlik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Alagöz, Mehmet, Erdoğan, Savaş ve Topallı, Nurgün (2008), ‘‘Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Deneyimi 1992- 2007’’, *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:7, Sayı:1, ss.79- 89.
- Angelopoulou, Anastasia, Liargovas, Panagiotis (2014), ‘‘Foreign Direct Investment and Growth: EU, EMU and Transition Economies’’, *Journal of Economic Integration*, Vol: 29, No: 3, pp.470-495.
- Apaydın, Şükrü (2015), ‘‘Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Kuramsal Bir Değerlendirme’’, *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, S.5, ss.115-139.
- Arazmuradov, Annageldy (2015), ‘‘The Impact Of Foreign Capital On Macroeconomic Performance In Central Asia’’, *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol:87, No:2, pp.275-304.
- Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan, E. (2014) ‘‘Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi’’, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 10, ss.15-32.
- Ayhan, Duygu (2014), ‘‘Brics-T Ülkelerine Yönelik Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi’’, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, , Cilt: 7, Sayı: 1, ss.67-75.
- Balaban, Betül (2016), ‘‘Yabancı Sermaye Girişlerinin Yurtiçi Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği’’, *Akademik Hassasiyetler*, C.3, S.6, ss.117-128.
- Baçoğlu, Ufuk (2000), ‘‘Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları’’, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.3, S.4, ss.88-99.

- Bekaert, Geert ve Harvey, Campbell, R. (1998), “Capital Flows And The Behavior Of Emerging Market Equity Returns”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No: 6669.
- Berksoy, Taner ve Saltoğlu, Burak (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası: İstanbul.
- Bolak, Mehmet (1994), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, 2. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.
- Bulut, Erol, Demirel, Baki ve Akar, N. Çağrı (2017), “2008 Krizi Sonrası Fed’ in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Portföy Yatırımları Üzerine Etkileri”, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt:3, Sayı:1, ss.35-58.
- Cengiz, V. ve Karacan, R., (2015), “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları”, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, S.15, ss.327-344.
- Çinko, Levent (2009), “Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Sonuçları”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.26, S.1, ss117-131.
- Çöldemli, Fikret (2015), “Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları İle Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: 2003-2013”, *Ejovoc (Electronic Journal of Vocational Colleges)*, Cilt:5, Sayı:6, ss.60-64.
- Çukacı, Y.C., Çenberlitaş, İ., (2017), “Sermaye Piyasası Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurum Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi İşlemleri”, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.7, S.13, ss.178-202.
- Demir, Yusuf (2007), “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkilerinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.34, SS.152-161.
- Demirtaş, Ö., ve Güngör, Z. (2004), “Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama”, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, C.1, S.4, ss.103-109.
- Direkçi, T.B. ve Kaygusuz, Sinan (2013), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Yıl:5, Sayı:9, ss.28-42.
- Ekinci, Aykut (2011), “Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010)” *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:6, Sayı:2, ss.71-96.
- Emir, M. ve Kutlu, Melih (2015), “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Volatilitesi Arasında Nedensellik İlişkisi” *International Journal of Economic and Administrative Studies*, Yıl:8, Sayı:15, ss.269-278.

- Ergül, Özgür (2012), *Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Ersoy, Imre (2013), "The Role Of Private Capital Inflows And The Exchange Market Pressure On Real Exchange Rate Appreciation: The Case Of Turkey", *South African Journal of Economics* Vol:81, No:1, pp.35-51.
- Göçer, İsmet ve Peker, Osman (2014) "Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkisi: Türkiye, Çin ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi", *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cıl:21, Sayı:1, ss.107-123.
- Gujarati, Damodar N. ve Porter, Dawn C. (2012), *Temel Ekonometri*, Beşinci Basım, Literatür Yayınları:2012, İstanbul.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) (1994), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları: İstanbul, No:3.
- İnandım, Şeyda (2005), *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İnsel, A. ve Sungur, N. (2003), "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 8.
- İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011), "Optimum Portföyün Seçimi: İMKB 30 Üzerinde Bir Uygulama", *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.12, S.2, ss.235-257.
- Kapusuzoğlu, A. ve İbicioğlu M. (2013), "Portföy Çeşitlemesi: İMKB'de Sektörel Endeksler Üzerine Bir Analiz", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss.119-138.
- Kar, Muhsin ve Tatlısöz Fatma (2008), "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi", *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Yıl:10, Sayı:14, ss.1-23.
- Karluk, Rıdvan (2009), *Uluslararası Ekonomi Teori-Politika*, 9. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.
- Kazgan, Gülten (2009), *Küreselleşme ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*, 5. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları: İstanbul.
- Kemme, David M., Nikolsko-Rzhevskyy, Alex ve Mukherjee, Deepraj (2014), "Foreign Capital, Spillovers and Export Performance in Emerging Economies:

Evidence from Indian IT Firms’’, *Review of Development Economics*, Vol:18, No:4, pp.681–692.

Konuralp, Gürel (2001), *Sermaye Piyasaları Anaizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, Alfa Yayınları: İstanbul.

Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali (2012), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, 6. Baskı, Ekin Yayınevi: Bursa.

Korkmaz, Turhan (2013), “Portföy Yönetimi”, Mehmet Başar (Ed.); *Portföy Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi: Eskişehir, ss.2-35.

Korkmaz, Turhan (2013), “Geleneksel Portföy Yönetimi”, Mehmet Başar (Ed.); *Portföy Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi: Eskişehir, ss.70-93.

Korkmaz, Turhan (2013), “Portföy Yönetim Stratejileri”, Mehmet Başar (Ed.); *Portföy Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi: Eskişehir, ss.178-195.

Korkmaz, Turhan (2013), “Portföy Performansının Ölçülmesi”, Mehmet Başar (Ed.); *Portföy Yönetimi*, Anadolu Üniversitesi: Eskişehir, ss.196-220.

Kökce, Mustafa (2010), *Dolaylı Yabancı Yatırımların Ekonomiye Etkisi: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.

Kurar, İ., Çetin A.C., (2016), “Türev Araçlarının Risk Yönetim Fonksiyonu: Vadeli İşlem Piyasası Risk Yönetimi Üzerine Bir Araştırma”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.21, S.2, ss.403-425.

MacDonald, Margaux (2015), “Patterns Of International Capital Flows And Productivity Growth: New Evidence”, *Queen’s Economics Department Working Paper No. 1345*.

Mangır, F. ve Yılmaz, M.L. (2009), “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyonun Etkileri”, *Selçuk Üniversitesi Sosyl Bilimler Yüksekokulu Dergisi*, C.12, S.1-2, ss.191-212.

Nunnenkamp, Peter (2002), “Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game?”, *Kiel Institute for World Economics*, Kiel Working Paper No. 1122.

Öcal, Oğuz (2013), “Dolaysız Yabancı Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Dinamik Analizi: OECD Ülkeleri Örneği”, *Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2, ss.177-191.

Örnek, İbrahim (2008), “Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:63, Sayı:2, ss.199-218.

- Özağ, Filiz E. (1994), “Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler Ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt:5, Sayı:12, ss.64-77.
- Pazarlıoğlu, M.V. ve Gülay, E. (2007), “Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği 1992:I - 2005:IV”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:9, Sayı:2, ss.201-221.
- Pal, Parthapratim (2011), “Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study in India”, Ashwini Deshpande (Ed.); *Capital Without Borders*, Anthem Press: India, pp.121-146.
- Rodoplu, Gülteki (1996), “2000’li Yıllara Doğru Türk Sermaye Piyasası”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.1, S.1, ss.63-75.
- Sağlam, Erdem (2003), *Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Schneider, F. ve Frey, B.S (1985), “Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment”, *World Development*, vol13 no:2, pp.161-175.
- Seyidoğlu, Halil (2003), *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, 15 Baskı, Güzem Can Yayınevi: İstanbul.
- Şen, Ali ve Saray, M. Ozan (2010), “ Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Panel Veri Analizi”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Özel Sayı, ss.22-30.
- Takım, Abdullah (2010) “ Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, *Bartın Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.1, S.1, ss.39-60.
- TSPAKB (Mayıs 2009), *Türkiye Sermaye Piyasası 2008 Sermaye Piyasasında Gelişmeler-Yatırımcı Analizi, Aracı Kuruluşlar*, İstanbul.
- TSPAKB (Mayıs 2012), *Türkiye Sermaye Piyasası 2011*, İstanbul.
- TSPB (Mayıs 2017), *Türkiye Sermaye Piyasası 2016*, İstanbul.
- Uğurlu, M., Erdaş, M.L. ve Eroğlu, A. (2016), “Portföy Yönetiminde Sistematiik Olmayan Riski Azaltacak Bir Doğrusal Programlama Model Önerisi”, *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.6, S.1, ss.147-174.
- Vergil, Hasan ve Karaca, Coşkun (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt:10, Sayı:2, ss.1207-1216.

- Yelda, Erinç (2003), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları: İstanbul.
- Yılmaz, İlhan (1988), “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, YASED İnceleme Yarışması Üçüncülük Ödülü, YASED: İstanbul, ss.41-59.
- Yılmaz, Mine (2010), “ Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Ticaret ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Deneme”, *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:8, Sayı:1, ss.241-260.
- Zhang, Kevin, H. (2000), “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth in China?”, *Economics of Transition*, Vol:9, No:3, pp.679-693.

## E-Kaynaklar

[www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)

[www.dunya.com](http://www.dunya.com)

[www.ekodialog.com](http://www.ekodialog.com)

[www.mevzuat.gov.tr](http://www.mevzuat.gov.tr)

[www.piyasarehberi.org](http://www.piyasarehberi.org)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.tdk.gov.tr](http://www.tdk.gov.tr)

## ÖZ GEÇMİŞ

1991 Bursa doğumludur. İlköğretimini Bursa Kükürtlü Ticaret ve Sanayi Odası İlköğretim Okulunda, ortaöğretimini Bursa Atatürk Anadolu Lisesi'nde tamamlamıştır. Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nden 2013 yılında mezun olmuş, 2015 yılında Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda yüksek lisans eğitimine başlamıştır. 2013 yılı Temmuz ayından bu yana Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi'nde idari personel olarak görev yapmaktadır. Evlidir.



