

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Akımlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler (Macroeconomic Factors Affecting Foreign Portfolio Flows in Developed and Developing Countries)

Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU^a Nimet ÇAKIR^b

^a Başkent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ankara, Türkiye. gurayk@baskent.edu.tr

^b Kocaeli Üniversitesi, Hereke Ömer İsmet Uzunyol MYO, Kocaeli, Türkiye. nimetcakir@gmail.com

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Yabancı Portföy Akımları Doğrudan Yabancı Yatırımlar Yabancı Portföy Yatırımları Makroekonomik Faktörler	Amaç - Yabancı sermaye akımları ülkelerin büyüme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Gelişmiş ülkeler yabancı sermaye akımlarına, sürdürülebilir büyüme için ihtiyaç duyarken gelişmekte olan ülkeler ise borçlanma dengesizliklerini azaltmak, makroekonomik istikrar oluşturmak ve ekonomik büyüme gerçekleştirmek için ihtiyaç duymaktadırlar. Yabancı sermaye akımları; doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ve yabancı portföy yatırımları (FPI) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu akımlara yönelik araştırmalar genellikle doğrudan yatırımlar üzerine yoğunlaşmıştır. Portföy yatırımlarına yönelik araştırmalar ise bu yatırımların genelde makroekonomik değişkenlere etkisini ölçmeye yöneliktir. Bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenerek bu faktörlerin yabancı portföy yatırımlarına etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.
Gönderilme Tarihi 21 Mayıs 2021 Revizyon Tarihi 6 Ağustos 2021 Kabul Tarihi 10 Ağustos 2021	Yöntem - 1961-2018 yılları arasında, 38'i gelişmiş, 130'u gelişmekte olan toplam 168 ülkenin UNCTAD, OECD ve Dünya Bankası'ndan elde edilen verileri ile yabancı portföy akımlarını etkileyen makroekonomik veriler panel veri analizi ile belirlenmeye çalışılmıştır. Makro ekonomik faktörler; tüketici fiyat endeksi, kamu ve özel kesim dış borç, ekonomik büyüme, ticaret dengesi, doğrudan yabancı yatırımlar, kredi derecelendirme notu ve döviz kuru olarak belirlenmiştir.
Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	Bulgular - Çalışma kapsamında panel veri analizinden elde edilen sonuçlara göre yabancı portföy yatırımları ile tüketici fiyat endeksi arasında anlamlı ve negatif bir ilişki; büyüme, kamu ve özel kesim dış borcu, doğrudan yabancı yatırımlar, ticaret dengesi, kredi derecelendirme ve döviz kuru arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.
	Tartışma - Çalışmada, analizde kullanılan faktörlerin yabancı portföy yatırımlarını %75 civarında açıkladığı ancak geriye kalan diğer faktörlerin de neler olduğunun araştırılmasında yarar olacağı sonucuna varılmıştır.

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Foreign capital inflows Foreign direct investments Foreign Portfolio Investments Macroeconomic Variables	Purpose - Foreign capital flows play an important role in the growth process of countries. While developed countries need foreign capital flows for sustainable growth, developing countries need to reduce debt imbalances, create macroeconomic stability and achieve economic growth. Foreign capital flows; are divided into foreign direct investments (FDI) and foreign portfolio investments (FPI). Studies on these trends generally focused on direct investments. Studies on portfolio investments are aimed at measuring the effects of these investments on macroeconomic variables in general. In this study, the factors affecting foreign portfolio investments were determined and the effects of these factors on foreign portfolio investments were tried to be determined.
Received 21 May 2021 Revised 6 August 2021 Accepted 10 August 2021	Design/methodology/approach - Between the years 1961-2018, the data obtained from UNCTAD, OECD and the World Bank and macroeconomic data affecting foreign portfolio flows were tried to be determined by panel data analysis of 168 countries, 38 of which were developed and 130 of which were developing. Macro economic factors; consumer price index, public and private sector external debt, economic growth, trade balance, foreign direct investments, credit rating and exchange rate.
Article Classification: Research Article	Findings - According to the results obtained within the scope of the study, a significant and negative relationship between foreign portfolio investments and consumer price index; A significant and positive relationship was found between growth, public and private sector external debt, foreign direct investments, trade balance, credit rating and exchange rate.
	Discussion - In the study, it was concluded that the factors used in the analysis explain the foreign portfolio investments by 75%, but it would be useful to investigate the remaining factors.

Önerilen Atf/ Suggested Citation

Küçükkocaoğlu, G., Çakır, N. (2021). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Akımlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13 (3), 2320-2339.

1. GİRİŞ

Yabancı sermaye yatırımları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Gelişmiş ülkeler, sürdürülebilir kalkınma için yabancı sermaye girişlerine ihtiyaç duyarken, gelişmekte olan ülkeler borçlanma dengesizliklerini azaltmak, makroekonomik istikrar oluşturmak ve ekonomik büyüme yaratmak için sermaye yatırımlarına ihtiyaç duymaktadırlar. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere yapılan yatırımlar, ekonomik ve politik yapıya bağlı olarak farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımları ülkedeki yatırım açığını kapatmaya, cari işlemler açığını finanse etmeye yönelirken, gelişmiş ülkelere yönelen yatırımlar ise mevcut portföy riskini çeşitlendirmek ve güçlü ekonomik koşulların avantajlarından yararlanma eğilimindedirler.

Uluslararası sermaye akımları, “itme” ve “çekme” faktörleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Her iki faktörde de yatırımcı kategorisine giren bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik ve yatırım fonları, özel tasarruf sahipleri “itme” ve “çekme” faktörlerini göz önünde bulundurarak portföy yatırım kararı vermektedir (Gündoğdu, 2014: 2).

“Çekme” faktörleri (içsel faktörler) alıcı ülkelerden kaynaklanmaktadır. Bu faktörler, reel faiz oranları, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen kredi notları, cari denge, enflasyon ve reel sektörün dış borç seviyesi gibi ekonomik göstergelere ek olarak büyüme performansındaki başarı, makroekonomik görünümde istikrar; yurtdışından sermaye çekilmesine yardımcı olan göstergelerdir. Bununla birlikte, aşırı genişlemeci makroekonomik politikaların yaratacağı olası yerel varlık fiyat balonları yabancı sermaye girişleri ile daha da şişirilebilmektedir (Gündoğdu, 2014: 2).

“İtme” faktörleri (dışsal veya küresel faktörler) ise yatırımcı / borç veren ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Bu faktörler, küresel ekonomik büyümeye ilişkin beklentiler, bu ülkelerde uygulanan para politikaları ve bu politikalara bağlı olarak küresel para arzı ve önde gelen ekonomilerin öncü göstergeleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ekonomilerdeki borçluların nispeten düşük çekiciliği ya da fonlama likiditesinin daha yüksek kullanılabilirliği de sermayeyi dışa yönlendirmektedir. Sermayeyi geliştirmekte olan piyasalara yönlendiren önemli bir “itici” faktör ise geniş küresel likidite veya genel anlamda sınır ötesi pazarlardaki finansal koşulların yatırım yapılabilir seviyeye gelmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Benzer şekilde, yatırımcıların risk algısındaki azalmalar, uluslararası piyasalara sağlanacak kredi arzını artırmaktadır (IMF, 2016: 12).

Uluslararası sermaye akımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomileri için birçok yararı olsa da beraberinde birtakım riskler de taşıyabilmektedirler. Sermaye akışını yönlendiren çekme faktörlerinden itmenin ayrılması için yatırım çeken ülkenin evrensel politikalar geliştirmesi önemlidir. Güçlü kurumlara, sağlam temellere ve geniş bir yerli yatırımcı tabanına sahip ülkeler olumsuz küresel koşullardan koruma ve daha az uçucu sermaye türlerini çekme eğilimindedirler. Bununla birlikte, geleneksel makroekonomik politikaların kullanımı için politika alanı sınırlı olduğunda, ülkeler aynı zamanda makro-ihtiyati ve sermaye akışı yönetimi politikalarına pragmatik bir şekilde dönebilmektedir (IMF, 2016: 12).

İnandım (2005) içsel faktörlerden etkilenen sermaye akımları, politika yapıcılar tarafından alınan kararlara daha duyarlı iken dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye akımlarının duyarlılıklarının ise daha düşük olduğunu belirtmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra gelişmiş ülkelerin yabancı sermayeye erişimi temelde iki şekilde karşımıza çıkmaktadır: birincisi doğrudan yabancı yatırımlar (FDI), ikincisi ise yabancı portföy yatırımlarıdır (FPI). Doğrudan yatırımda, yatırımcılar firmanın yönetimine katılma hakkına sahip olmak isterken, portföy yatırımlarında yatırımcılar, getiri elde etmek amacıyla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadırlar.

Ana akım ekonomistler yabancı portföy yatırımlarının ilgili ekonominin reel sektörüne üç şekilde fayda sağlayabileceğini öne sürmektedirler.

Birinci görüşe göre, portföy yatırımları, kıt sermayeye sahip gelişmekte olan ülkelere borç yaratmayan bir kaynak sağlayabilmektedir. Portföy yatırımının ortaya çıkması, yatırım oranını artırmak için yurtiçi tasarrufları destekleyebilir. FPI, gelişmekte olan ülkelere döviz sağlayarak daha az gelişmiş ülkeler için döviz açığı baskısını da azaltabilir böylece gerekli yatırım malları ithalatını kolaylaştırabilmektedir.

İkincisi görüşe göre, yabancı sermaye girişinin artması, ilgili ülkedeki sermayenin tahsis verimliliğini artırabilir. Bu görüşe göre, FPI, FDI gibi, finansal kaynakların, beklenen getirilerin düşük ve sermaye

birikiminin bol olduğu ülkelere, beklenen getirilerin yüksek ve sermaye birikiminin düşük olduğu ülkelere akması sağlanabilmektedir. Böylelikle sermayesi kıt ülkelere yönelen sermaye akışı, sermaye maliyetlerini düşürebilmektedir, yatırımları artırabilmektedir ve üretimi genişletmektedir. Bununla birlikte, başka bir görüşe göre, uluslararası sermaye akışlarının gerçek ekonomik faaliyetle çok az bağlantısı olduğu için portföy yatırımı daha verimli bir sermaye tahsisi ile sonuçlanmamaktadır. Portföy yatırımının yatırım, çıktı veya refah sonuçları üzerinde bir etkisinin olmadığı iddia edilmektedir.

Üçüncü görüşe göre, FPI'nin en önemli faydalarından biri, ev sahibi ülkenin borsa fiyatlarına yukarı yönlü bir itiş sağlamasıdır. Firmaların fiyat kazanç oranlarındaki yükseliş, daha düşük finansman maliyetine ve daha fazla yatırım harcamalarına olanak sağlayabilmektedir. Sermaye maliyetindeki düşüşler hisse senedi piyasasında yeni sermaye arzlarını teşvik edebilmektedir. Ancak, bu tür sermaye yatırımları her zaman yatırım harcamalarında artışa yol açmayabilmektedir. Örneğin ikincil arzların ortaklardan satış yöntemiyle gerçekleştiği durumlarda sermaye girişi firmaların büyümesinden ziyade ortakların refahını artırmaya gidecektir (Pal, 2010: 4-5).

Yabancı sermaye akımlarına yönelik yapılan araştırmalar genellikle doğrudan yatırımlar üzerine yoğunlaşmıştır (Nguyen ve Nguyen (2007), Groh ve Wich (2012), Nahtharath ve Kang (2019), Ahmad ve diğerleri (2015), Buckley ve diğerleri (2007), Demirhan ve Masca (2008), Mehmood ve Hassan (2015), Li ve Liu (2005), Türkcan ve diğerleri (2008)). Portföy yatırımlarına yönelik araştırmalar ise bu yatırımların genelde makroekonomik değişkenlere etkisini ölçmeye yöneliktir (Al-Smadi (2018), Ahmad ve diğerleri (2015), Haider ve diğerleri (2016), Ahmed ve Malik (2012), Agarwal (1997), Darby ve diğerleri (1999), Mody ve diğerleri (2001), Santis ve Luhrmann (2009) Aizenman (2013)). Portföy yatırımları doğası gereği doğrudan yatırımlara oranla daha oynaktır. Bu özelliği yatırım yapılan ülkenin makroekonomik değişkenlerini özellikle para politikasını etkilediği için düzenleyicilerin, politika yapımcıların ve yatırımcıların dikkatini çekmektedir. Sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlerle olan ilişkisine odaklanan araştırmacılar birçok çalışmada, ülkelerin kalkınmasında ve ekonomik büyümesinde sermaye akımlarının önemini vurgulamış olup, görece olarak da az sayıdaki çalışma ise makroekonomik faktörlerin yabancı portföy yatırımındaki oynaklığı üzerindeki etkisini araştırmışlardır (Ferriave ve Laux (2009), Ghura ve Goodwin (2010), Soto (2000), Bekaert ve Harvey (1998), Gruben ve Mcleod (1998), Vergil ve Karaca (2010), Albulescu (2015), Oyerinde (2019)) .

Bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenmeye ve bu faktörlerin yabancı portföy yatırımlarına etkilerinin olup olmadığı panel veri analizi yardımı ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada, 38'i gelişmiş, 130'u gelişmekte olan toplam 168 ülkeye ait 1961-2018 yıllarını kapsayan dönem, yapılan analizlerin zaman dilimini oluşturmaktadır. Sermaye akımlarını açıklayan teorik bir modelin bulunmaması ayrıca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının tek bir modelde açıklanmasının mümkün olmaması nedeniyle modelde kullanılan değişkenler literatür dikkate alınarak oluşturulmuştur. Analizde kullanılan değişkenlere ait veriler UNCTAD sekretariat calculations, Sovereign Rating List, OECD ve Dünya Bankası resmi internet sitelerinden elde edilmiştir.

2. LİTERATÜR

Yabancı portföy yatırımcıları yatırım yapacakları ülkede; büyüklük, ticaret maliyeti ve piyasa likiditesi gibi birçok faktörü göz önünde bulundurmaktadır. Yabancı portföy yatırımcıları düşük ticaret maliyeti ile daha büyük, daha likit ve daha verimli pazarlara daha fazla yatırım yapmayı tercih etmektedir. Nüfustaki demografik yapı, para arzı, kurumsallık ve faiz oranları sermaye akımlarının hareketinde baskın rol oynamaktadır. Portföy girişleri özellikle düşük kurumsal kalite ile negatif korelasyon göstermektedir (Santis ve Luéhrmann, 2009: 898). Aggarwal, Kearney ve Lucey'e (2012) göre kültürel mesafe de dikkate değerdir; birbirleri ile ticaret yapan ülkeler arasındaki ortak dil ve din, hem tahvil hem de hisse senedi piyasası yatırımları üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Uluslararası düzeyde borç veya sermaye akışlarını etkileyen faktörler, politika yapımcılar kadar araştırmacılar için de önemlidir; yatırımcıların korunması da bu faktörlerden biridir. Yatırımcılar, daha iyi yatırımcı korunma yasalarının uygulandığı ülkelere genellikle de Ortak İngiliz Hukuk Sistemi'nin uygulandığı ülkeleri tercih etmektedirler.

Ahmad vd. (2015), Hindistan gibi gelişmekte olan pazarlara son yirmi yılda büyük miktarda yabancı yatırım yapıldığını belirtmişlerdir. Hindistan'daki yabancı kurumsal yatırımın (FII) belirleyicilerini döviz kuru, yurtiçi enflasyon, yurtiçi hisse senedi piyasasının getirileri ve ABD hisse senedi piyasası ile ilişkili risk ve getiri olarak tespit etmişlerdir. Portföy girişlerinin en önemli belirleyicileri arasında daha düşük döviz kuru ve daha

fazla çeşitlendirme fırsatı olduğunu iddia etmişlerdir. Diğer gelişmekte olan ekonomilerin yüksek özkaynak getirilerinin ülkeye yönelen sermaye akımlarını baskıladığını, yurt içi borsa performansının, döviz kuru ve yurt içi üretimdeki büyümenin de Hindistan'a yönelik FII yatırımlarında önemli belirleyiciler olduğunu tespit etmişlerdir.

Yang vd. (2013) ise Asya ve Latin Amerika pazarlarındaki sermaye akımlarının belirleyicilerini GSYİH, faiz oranı, dış ticaret dengesi ve finansal ilişkiler olarak tespit etmişlerdir. Vergi teşviki ve yüksek faiz oranları veya temettü oranları, sınır ötesi yatırımları artırmak için cazip bir araç olarak bulurken, Lee vd. (2012), APEC bölgesine yönelen yabancı sermaye girişlerinin yatırımcılar tarafından elde edilen faiz veya temettü kazancı üzerindeki düşük vergilerin etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Haider vd. (2016), 1997-2014 döneminde Çin'e yönelik yabancı portföy yatırımlarının tanımlayıcılarını ve bunların etkilerini incelemiştir. Çalışmalarında, ekonomik büyüme, faiz oranı, döviz kuru, ülke politik riski ve sermaye kontrol politikasını yabancı portföy yatırımlarını belirlemede önemli unsurlar olarak tespit ederken diğer faktörleri ise nüfus artışı ve dış borç olarak belirlemiştir.

Al-Smadi (2018), 2000-2016 döneminde Ürdün'de yabancı portföy yatırımları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında, büyüme, faiz ve ülke kredibilitesi ile pozitif ve anlamlı bir ilişki, enflasyonla yatırım arasında ise negatif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Yönetişim katsayısı ise pozitif ve anlamlı olup, iyi yönetişimde bulunan ülkelere yapılan yatırımlarda gözlem ve bilgi edinme maliyetlerindeki azalma yatırımın büyüklüğünü doğrudan etkilediğini belirtmiştir. Yolsuzluk seviyesinin de FPI'ı olumlu ve anlamlı yönde etkilediğini bulmuştur. Ev sahibi ülkedeki yolsuzluk seviyesi düştüğünde portföy yatırım akışlarının arttığını iddia etmiştir.

Yabancı portföy yatırımları ve büyüme arasındaki ilişki

Yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok araştırma mevcuttur. Bu çalışmalardan bazılarında portföy yatırımlarının büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır (Bekaert ve Harvey (1998), Gruben ve McLeod (1998), Vergil ve Karaca (2010), Albulescu (2015), Oyerinde (2019)). Kyaw ve Macdonald (2009) ise 1985-2002 döneminde gelişmekte olan 126 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada portföy yatırımlarının sadece üst-orta gelirli ülkelerde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye negatif etki yaptığını iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Durham (2004), 1977-2000 yıllarını kapsayan 80 ülkenin verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, portföy yatırımlarının ilgili ülkelerin ekonomik büyümesine katkı sağlamadığını, tersine negatif etki yarattığını ortaya koymaktadır. Choong vd. (2010), 51 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1988-2002 dönemi için yaptıkları çalışmada farklı sermaye akış türleri için farklı sonuçlar elde etmişlerdir. Yabancı portföy yatırımları ve dış borç ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilerken doğrudan yabancı yatırımlarının ise büyümeyi teşvik ettiğini tespit etmişlerdir.

Soto (2000), ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi 44 gelişmekte olan ülkenin 1986-1997 dönemindeki verilerle incelemiş ve anlamlı bir ilişki bulunmadığını iddia etmiştir. Topuz ve Sekmen (2019), 1974-2016 döneminde Türkiye'ye yönelen sermaye akışları ile büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini incelemişler ve sermaye akışının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini belirlemişler, genel inancın aksine ekonomik büyümenin de sermaye girişlerini etkileyebileceğinden bahsetmişlerdir. Bu nedenselliğin asimetric olması ve negatif şoklarda ortaya çıkması nedeniyle yatırımcı davranışlarının, ekonominin genişleme dönemlerinden daha çok, daralma dönemlerinde daha hassas olduğu sonucuna varmışlardır.

Yabancı portföy yatırımları ve enflasyon arasındaki ilişki

Enflasyonun artması portföy yatırımlarında oynaklık yaratmaktadır. Agarwal (1997), Rai ve Bhanumurthy (2004), enflasyon ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulurken, Broner ve Rigobon (2004), portföy oynaklığının enflasyon tarafından çok az açıklandığına dikkat çekmişlerdir. Wagas vd. (2015), 2000-2015 döneminde Güney Asya ülkelerinde yabancı portföy yatırımları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında enflasyonun yabancı portföy yatırımlarına etkisini tespit etmişlerdir. Oyerinde (2019), 2005-2015 döneminde UFRS kullanan Afrika ülkeleri üzerinde yaptığı çalışmada enflasyonun anlamlı ve olumsuz bir etkisinin olduğundan bahsetmektedir.

Yabancı portföy yatırımları ve dış borç arasındaki ilişki

Birleşmiş Milletler Genel Sekreterliğinin Dış Borç Sürdürülebilirliği ve Kalkınma Raporu'na (2018) göre hükümetler ve özel kuruluşlar tarafından borçlanma, sürdürülebilir kalkınmanın sağlanması için kritik öneme sahip yatırımları finanse etmek ve gelirler ile harcamalar arasındaki kısa vadeli dengesizlikleri karşılamak için önemli bir araçtır. Bununla birlikte, yüksek borç yükleri büyümeyi ve sürdürülebilir kalkınmayı engelleyebilmektedir. Küresel ekonomik büyüme beklentileri konusundaki son iyimserliklere rağmen, gelişmekte olan ülkelerdeki dış borç sürdürülebilirliğine ilişkin genel görünüm endişe verici olmaya devam etmekte ve yakın gelecekte daha da kötüleşeceği tahmin edilmektedir. Bir diğer endişe veren gelişme ise finansal olmayan kurumsal borçların hızla artması nedeniyle gelişen ülkelerde dış borçların finansal kırılganlığı tehlikeli seviyelere ulaşmakta ve sürdürülebilirliğinin bozulma riski ortaya çıkmaktadır. Krugman'a (1988) göre yüksek borç, yerli ve yabancı yatırım teşvikini azaltmakta ve fiziki sermaye birikimini yavaşlatmaktadır.

Borensztein (1990), 1951-1989 döneminde Filipinler'de dış borç ile FPI arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasında dış borcun FPI'ı azaltan bir faktör olduğunu ve toplam borçtan (kamu ve özel sektör) ziyade özel sektör borcunun FPI üzerinde daha olumsuz etki yarattığını tespit etmiştir.

Ahmad, Draz ve Yang (2015), Çin ve Hindistan'da 2001-2010 döneminde elde edilen verilerle yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmalarında, yabancı portföy yatırımlarıyla GSYİH, FDI, döviz kurları, nüfus ve dış borç arasında anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna karşın Boğa (2017), 1992-2014 döneminde Meksika, Arjantin, Brezilya, Tayland, Rusya ve Türkiye üzerine yaptığı çalışmada FDI ve FPI için kurulan iki ekonometrik modelde dış borç ve dış ticaret göstergelerinin istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edememiştir.

Milesi-Ferrett ve Razin (1998), sermaye akımlarındaki ani oynaklıkları 86 ülkenin 1971-1992 yılları arasında verileri ile analiz etmişlerdir. Çalışmalarında, sermaye çıkışlarına neden olan içsel faktörleri; yüksek cari açık ve dış borç, ihracat ve ithalat toplamının GSMH'ya oranının düşük olması, düşük döviz rezervleri ve düşük orandaki imtiyazlı borçlar olarak tespit etmişlerdir.

Kalu (2015), 1962-2012 döneminde Nijerya'da dış borç ile FPI arasındaki ilişkiyi granger nedensellik analizi ile incelemiştir. Çalışmasında dış borcun FPI üzerinde olumsuz etkisi olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca FPI ile dış borç arasında bir nedensellik bulunmamıştır.

Hernandez ve Rudolph (1997), 1986-1993 dönemde 22 gelişmekte olan ülkeye ait verileri analiz ettikleri çalışmalarında yabancı sermaye akımları ile reel döviz kuru dalgalanmaları ve dış borç göstergeleri arasında istatistiksel olarak güçlü ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır.

Haidar vd. (2016), GSYİH ve dış borçların FPI üzerinde olumlu etkilerini tespit etmişlerdir. Dış borcun ekonomik büyüme için potansiyel olarak kullanıldığı ve dış borcun potansiyel kullanımının ülkede daha fazla sermaye girişi getirdiğini iddia etmektedirler.

Yabancı portföy yatırımları ve kredi derecelendirme notu arasındaki ilişki

Günümüz uluslararası finans piyasalarının dinamiğinin önemli bir bileşeni kredi derecelendirme kurumları ve ülkeler için belirledikleri derecelendirme notlarıdır. 1980'lere kadar, hükümetler dış kredilerini genelde büyük uluslararası bankalardan almaktaydılar. Günümüzde borçlanma araçlarındaki çeşitlilik, sermaye piyasalarındaki aktörlerin sayılarındaki artış, sendikasyon kredi pazarındaki büyüme, yurtdışı yatırım fonlarının sayısındaki artış borçlanma açısından daha yaygın ve heterojen bir çeşitlilik oluşturmuştur. Makroekonomik veri karşılaştırmalarından kaynaklanan zorluklar, ilgili ülkelerin ekonomilerinin karmaşıklığı, düzenli olarak uluslararası kredi pazarına başvuran ülkelerin, risk değerlendirmesine olan ihtiyacını her geçen gün artırmaktadır (Canuto, 2012: 9). Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde asimetric bilginin varlığı uluslararası yatırımcılar için caydırıcı bir unsur olmaktadır. Bu ülkeler için uluslararası sermaye piyasalarına erişimde kredi derecelendirme bu açıdan oldukça önem taşımaktadır.

Carlson ve Hale'e (2005) göre gelişmekte olan ülkelerin, derecelendirilme sürecinin ardından yabancı yatırımların artabileceğini fark etmeleriyle, derecelendirilen ülke sayısı 1980'de 12'den 2002'de 100'e yükselmiştir. Böylece derecelendirmeler, egemen hükümetlerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimini artırdığını ve daha düşük maliyetle fon toplama yeteneklerini geliştirdiklerini iddia etmişlerdir. Bu alanda

yapılan araştırma sayısı oldukça azdır. Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993), 1988-1992 dönemi için ABD'nin dokuz Latin Amerika ülkesine ve dokuz Asya ülkesine sermaye akışına ilişkin verilerini inceledikleri çalışmalarında doğrudan yatırımlara nispeten portföy yatırımlarında, ülkenin kredi notunun daha etkili olduğunu iddia etmişlerdir. Kaminsky ve Schmukler (2002), sermaye piyasalarını önemli ölçüde etkilemesinin yanında notlardaki değişikliklerin portföy yatırımlarını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Emara (2015), 1990-2012 döneminde 23 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak yaptığı çalışmada kredi derecelendirme notunun yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve pozitif etkisinin olduğunu bulmuştur.

Yabancı portföy yatırımları ve dış ticaret dengesi arasındaki ilişki

Cari işlemler dengesi içeriğinde dış yatırım gelir ve giderlerinin yanı sıra dış ticaret dengesini barındırmaktadır. Bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenmeye çalışırken cari işlemler dengesi yerine dış ticaret dengesi bağımsız değişken olarak kullanılmış olup, dış yatırımdan kaynaklanan gelir ve giderlerin kaynak transferi etkisini bertaraf etmeyi amaçlaması bakımından da önem arz etmektedir.

Ülkelerin dış ticaret dengesi, döviz açığı veya fazlasının önemli bir göstergesi olup ülke ödemeler dengesi hesaplarının finansmanında da önemli bir rol oynamaktadır. Bundan dolayı ödemeler dengesindeki eşitliğin finans hesabı ile dengelendiğini, uluslararası sermaye akımlarının da (kısa ve uzun vadeli) bu hesapta izlendiği tabloda dış ticaret dengesi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi de incelemekte yarar vardır. Coughlin vd. (2006), cari açığın finansmanında sermaye akımlarının kullanıldığını düşünmek yerine, ticaret açıklarının sermaye akımlarından kaynaklandığını düşünmenin iyi olabileceğini belirtmiştir. Orhan ve Nergiz'e (2014) göre yüksek faiz oranlarından yararlanmak isteyen ve bu nedenle spekülasyon alanlara doğru hareket eden sıcak para, aşırı değerli yerel para birimi ve artan açıklar neden olduğu ihracat karlılığını azalmaktadır. Faiz ve döviz kurları arasındaki denge bozulduktan sonra sıcak para sistemden çıkmakta ve ülke ekonomisini daha büyük sorunlara sürüklemektedir. Dolayısıyla ülke ithalata daha bağımlı hale gelmekte ve üretim ekonomisi olmaktan çıkıp tüketim ekonomisine yönelmektedir. Ayrıca, cari açıklardaki büyük artışın, bir ülkeden sıcak paranın kaçmasına izin veren bir diğer faktör olduğunu belirtmişlerdir. Calvo'ya (2014) göre gelişen ülkelerde sermaye akımlarının olumsuz sonucu net dış ticarete gözlenmektedir. Ülkelere sermaye girişi sonucunda, ulusal para birimi değer kazanmakta (veya ulusal para biriminin değeri artmakta), pahalı ihracat ve ucuz ithalat sonucunda ithalata bağımlı olan ekonomi dış ticaret açığı ve cari işlemler açığındaki artışa katkıda bulunmaktadır.

Yabancı portföy yatırımları ve döviz kuru arasındaki ilişki

Döviz kurundaki dalgalanmalar veya ani yeniden değerlendirme/sabit döviz kurlarındaki devalüasyonlar yabancı yatırımlara engel oluşturmaktadır. Dolayısıyla FPI'daki oynaklığı arttırmaktadır. Oyerinde (2019), 2005-2015 döneminde UFRS kullanan Afrika ülkeleri üzerinde yaptığı çalışmada FPI'nın bu ülkelerin döviz kurundan önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Diğer bir deyişle yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını söz konusu ülkelere getirmeden önce döviz kurunun seviyesine büyük önem verdiğini iddia etmiştir.

Chonnikara (2010), Tayland'da döviz kurundaki oynaklığın yabancı yatırım ve portföy akışları üzerindeki etkisini aylık verilere dayalı panel verilerle analiz etmiştir. Çalışmasında kur riski ile yabancı portföy yatırımı arasındaki ilişkinin negatif olduğunu ve yüksek kur riskinin ülkeye yönelen yabancı portföy akışını azalttığını ortaya koymuştur. Ekeocha (2008), Nijerya'da reel döviz kuru ile yabancı portföy yatırımı arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Wağas vd. (2015), 2000-2015 döneminde Güney Asya ülkelerinde yabancı portföy yatırımları ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemişler ve döviz kurundaki aşırı değerlemenin yatırım üzerinde ters etki yaptığını tespit etmişlerdir. Araştırmacılara göre ev sahibi ülkenin para birimi değer kaybettiğinde yabancı portföy yatırımcılarının döviz kuru riskindeki artışa bağlı olarak yatırımlarını tekrar gözden geçirdikleri, olası portföy çıkışlarının ise FPI oynaklığını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

İnandım (2005), 1995-2005 yılları arasında Türkiye'de kısa vadeli sermaye akışları ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında, 1995-2005 dönemindeki sapmalarının "sıcak para" akımları tarafından beklenen ölçüde gerçekleştiğini ve Türk lirasının değerlendirilmesinin birincil sorumlusunun kısa vadeli sermaye hareketlerinin olmadığını göstermiştir. Yazar, kurlardaki serbest dalgalanma politikasından

önce kısa vadeli sermaye hareketleri ve “sıcak para” akımlarında yaşanan etkinin daha olumsuz olduğunu belirtmiştir.

Yabancı portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki

Gözgör ve Erzurumlu (2010), doğrudan yabancı yatırımlardaki artışın, yabancı yatırımcıların güvenini arttırdığını ve ülkeye daha fazla yatırım çektiğini ve toplam yabancı portföy yatırımına olumlu etki yarattığını iddia etmişlerdir. Iyer vd. (2003), doğrudan yabancı sermaye yatırımları portföy yatırımlarına olumlu yönde etki sağlarken, portföy yatırımlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına etkisinin bulunmadığı bulgusuna ulaşmışlardır.

Makoni (2018), Botswana, Fildişi Sahili, Mısır, Gana, Kenya, Mauritius, Fas, Tunus ve Güney Afrika'nın 2008-2016 verileri ile FDI ile FPI arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında FDI ile FPI arasında pozitif ve son derece anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Yatırımcıların doğrudan yabancı yatırımlar gibi daha kalıcı yatırımlara başlamadan önce FPI kullanma eğiliminde olduklarını iddia etmiştir. Wagas vd. (2015), Güney Asya ülkelerinde yaptıkları çalışmada doğrudan yabancı yatırımların portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediğini bulmuşlardır.

Humanicki vd. (2013) vektör hata düzeltme modelini kullanarak Polonya'daki yabancı doğrudan ve yabancı portföy yatırımları arasındaki uzun ve kısa vadeli ilişkileri incelemiştir. FDI ve FPI'nin aslında birbirlerinin ikamesi olan sermaye biçimleri olduğunu tespit etmişlerdir. Dahası, FDI'nin ekonomik istikrarı tasvir eden ekonomilerde daha belirgin olduğu sonucuna varırken, FPI'nin ev sahibi bir ülkenin çevresine politik istikrarsızlık doğduğu zaman tercih edilen sermaye kaynağı haline geldiğini iddia etmişlerdir.

Yabancı portföy yatırımları ve borsa arasındaki ilişki

Yabancı portföy yatırımları, uluslararası sermaye piyasalarında yatırımcıların, uluslararası politik risk, kur riski, bilgi edinebilme riski gibi birtakım riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri elde etmek amacıyla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarını ifade etmektedir (Tezcanlı vd. 1994: 8). Para hareketinin temel prensibi altında, fonlar yatırım riskine kıyasla daha yüksek kar sunan piyasalara akmaktadır. Bohn ve Tesar (1996), Bekaert vd. (2002), FPI ile piyasa getirileri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bekaert ve Harvey'nin (1998), FPI'yi çekme konusundaki araştırmasına göre, borsa performansı yatırımcı açısından önemli faktörlerden biridir. Borsa getirilerinin artması yabancı yatırımcıları cezbetmekte ve borsaya daha fazla yatırım yapmak için güvenlerini artırmaktadır. Yabancı portföy yatırımları getirilerde artış ile piyasalara yönelme eğilimindedir. Bu olumlu ilişki genellikle “getiri takibi”, “trend takip” veya “hız ticareti” olarak varsayılmaktadır. Getiri takibi, ekstra gelir beklentiler altında kâr arayışıdır. Yatırımcılar yakın geçmiş performansına dayalı gelecekteki performans hakkında bir görüş oluşturmakta, böylece getirilerin arttığı yerlere daha fazla fon tahsis etmekte, aksi halde fonu geri çekmektedirler (Rujiravanich, 2013).

Genellikle yurtdışına yatırım yapma seçeneği finansörler için iki aşamalı bir süreçtir. Yatırımcılar öncelikle hangi ülkede yatırım yapacaklarına, bir sonraki adım da ise, hangi firmalara yatırım yapacaklarına karar vermelidirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki FPI'deki artış kısmen bu ülkelerdeki borsaların büyümesi, ekonomilerin serbestleşmesi, yüksek yatırım getirisi, ticaret serbestliği ve küresel olarak gelişmiş iletişim ve teknoloji alt yapılarının varlığından kaynaklanmaktadır. Yabancı portföy yatırımcıları yurtdışına yatırım yaparken piyasa likiditesi, büyüklüğü ve ticaret maliyeti gibi bol miktarda unsuru göz önünde bulundurmaktadır. Yabancı portföy yatırımcıları düşük ticaret maliyetiyle birlikte her zaman daha büyük ve daha verimli pazarlara daha fazla yatırım yapmayı tercih etmektedir (Shabbir ve Muhammad, 2019).

Ekonomik göstergeler ülkelerin ekonomik istikrarı hakkında fikir verdiği için önemlidir. Yatırımcılar açısından ekonomik göstergelerin kısa ve uzun vadede alacağı değerleri öngörebilmek önemli bir unsurdur çünkü yatırım kararlarını bu öngörüler çerçevesinde oluşturmaktadırlar. Sözkonusu göstergelerin gelecekte hangi yönde hareket edeceği yatırımcıların karar verme sürecinde değerlendirdikleri temel bir unsurdur. Nitekim, bu çalışmada yabancı portföy yatırımcılarının yatırım kararlarını etkileyen makroekonomik faktörler incelenmiştir.

3. YÖNTEM VE VERİLER

Çalışmada, 38 gelişmiş 130'u gelişmekte olan toplam 168 ülkeye ait 1961-2018 yıllarını kapsayan bir takım ekonomik verilerin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu faktörlerin yabancı portföy

yatırımlarına etkilerinin olup olmadığı veya etkilerinin pozitif veya negatif olduğu ise panel veri analizi yardımı ile araştırılmıştır. Analizde kullanılan değişkenlere ait veriler UNCTAD secretariat calculations, Sovereign Rating List, OECD ve Dünya Bankası resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. Tablo 1, model değişkenlerini ve veri kaynağını açıklamaktadır.

Tablo 1. Model Değişkenleri Ve Kaynakları

MODELDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER VE VERİ KAYNAKLARI		
İNCELENEN DÖNEM 1961-2018		
DEĞİŞKENLER	TANIMI	VERİ KAYNAĞI
GDP (GDP US\$)	“Alıcının fiyatlarındaki GSYİH, ekonomideki yerleşik tüm üreticilerin brüt katma değerlerinin yanı sıra ürün vergileri ve değerine dahil edilmeyen sübvansiyonların toplamıdır. Fabrikasyon varlıkların amortismanı veya doğal kaynakların tükenmesi ve bozulması için kesinti yapılmaksızın hesaplanmaktadır. Veriler ABD doları cinsindedir. Yıllık değişim hesaplanmış ve denklemde kullanılmıştır” (https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG).	Dünya Bankası
PRIDEBT (External debt stocks, private nonguaranteed (PNG) (DOD, US\$)	Özel teminatsız dış borç, özel kesimin uzun vadeli dış borçlarının geri ödenmesinde bir kamu kuruluşu tarafından garanti edilmeyen yükümlülüklerini içerir. Veriler ABD doları cinsindedir (https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPNG.CD)	Dünya Bankası
PUBDEBT (External debt stocks, public and publicly guaranteed (PPG) (DOD, US\$)	Kamu ve kamu garantili borçlar, ulusal hükümet, Kamu Şirketleri, Kamu İktisadi Teşebbüsleri, Kalkınma Bankaları ve Diğer Karma Şirketler, siyasi altbölümler (veya ikisinden oluşan bir kurum), özerk kamu kurumları ve dış kurumlar dahil olmak üzere kamu borçlularının uzun vadeli dış yükümlülüklerini içermektedir. Veriler ABD doları cinsindedir (https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPPG.CD).	Dünya Bankası
FDI (Foreign direct investment, net (BoP, US\$))	Doğrudan yabancı yatırım, yatırımcının başka bir ekonomide faaliyet gösteren bir işletmede oyların yüzde 10’u veya daha fazlasını elde etmek için yapmış olduğu net yatırım girişini (ABD doları cinsinden) ifade etmektedir. (https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.DINV.CD).	Dünya Bankası
FPI (Portfolio Investment, net (BoP, US\$)	Portföy yatırımları (ABD doları cinsinden), hisse senetleri ve borçlanma senetleri işlemlerini kapsamaktadır (https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD).	Dünya Bankası
CPI (Consumer Price Index)	Tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon, belirli aralıklarla (yıllık) sabitlenebilecek veya değiştirilebilecek bir mal ve hizmet sepetinin ortalama tüketicisine olan yıllık yüzde değişimini yansıtmaktadır. (https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL).	Dünya Bankası
RATING (Credit Rating Note)	Kredi derecelendirme notu bir şirket/ devletin borcunu geri ödeme gücünü/riskini göstermektedir. En yüksek not 63 ve en düşük not 0 olmak üzere değerler verilmiştir (https://countryeconomy.com/ratings).	Ülke Kredi Derecelendirme Hesaplamaları
TRADEBAL (Trade Balance)	Ticaret Dengesi, FOB ihracatı ile CIF ithalatı (veya uygun olduğunda FOB ithalatı) arasındaki farkı (ABD doları cinsinden) ithalatın yüzdesi olarak gösterilmiştir	UNCTA,

	(https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=100)	
FXRATE Official Exchange Rate (LCU per US\$, period average)	“Resmi Döviz Kuru, ulusal otoriteler tarafından belirlenen döviz kuru veya yasal olarak yaptırım uygulanan döviz piyasasında belirlenen döviz kurunu ifade etmektedir. ABD dolarına göre yerel para birimlerinin aylık ortalamalarına göre yıllık ortalamaları hesaplanmaktadır” (https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF).	Dünya Bankası, OECD

4. EKONOMETRİK YÖNTEM

Ekonomik değişkenlerle ilgili ekonometrik araştırmalarda üç farklı veri tipiyle çalışılabilmektedir. Bu veriler, zaman serisi verisi; yatay kesit verisi ve panel veridir. Panel veri analizi, zaman serisi ve yatay kesit veri analizine özelliklerini taşımanın yanında bu analizlerde meydana gelen dezavantajları ortadan kaldırmaktadır. Panel veriler “sadece zaman serisi verileri veya yatay kesit verileri kullanmakla mümkün olmayacak zenginlikte ampirik analiz yapabilme imkânı ve iki analize göre daha güvenilir sonuçlara ulaşabilmeyi sağlamaktadır” (Tarı, 2015: 476). Bu çalışmada, zaman ve kesit boyutuna sahip veri setlerinin beraber incelenmesi gerektiğinden panel veri analizi tercih edilmiştir. Genel olarak panel veri modeli;

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it}$$

Denklemden; “Y: Bağımlı değişkeni, α : Sabit parametreyi, β : Eğim parametrelerini, X_k : Bağımsız değişkenleri, u : Hata terimini, i : Alt indisi birimleri (birey, firma, şehir, bölge, ülke gibi) t : Alt indisi zaman (gün, hafta, ay, yıl gibi) temsil etmektedir” (Tatoğlu, 2012: 4).

Çalışmada kullanılan değişkenler doğrultusunda ekonometrik model;

$$LNFPi_{it} = \beta_{1it}\Delta GDP_{it} + \beta_{2it}RATING_{it} + \beta_{3it}LNFDI_{it} + \beta_{4it}FXRATE_{it} + \beta_{5it}LNTRADEBAL_{it} + \beta_{6it}LNPRIDEBT_{it} + \beta_{7it}LNPUDEBT_{it} + \beta_{8it}\Delta CPI_{it}$$

Denklemden, $i = 1, 2, 3, \dots, N$ ülkeleri ifade ederken, $t = 1, 2, 3, \dots, T$ zamanı ve ε panel hata terimini ifade etmektedir. Çalışma için oluşturulan model ile yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmış olup, bu faktörlerin yabancı portföy yatırımlarına etkilerinin olup olmadığı yine yukarıda bahsedilen panel veri analizi yardımı ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çoklu Doğrusal Bağlantı

Panel veri analizinde çoklu doğrusal bağlantı sorunu, bağımsız değişkenler arasındaki yakın doğrusal ilişkiden kaynaklanmaktadır. Bu değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisinin yüksek olması parametrelerin hesaplanmasını ve EKK metodunu kullanılmaz bir duruma getirebilmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığı Spearman korelasyon analizi ile test edilmiştir. Analizlerine ilişkin sonuçlar aşağıda Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları

Korelasyon t-İstatistik	LNFPİ	LNFDİ	ΔGDP	ΔCPI	LNPUDEBT	LNPRIDEBT	$\Delta FXRATE$	LNTRADEBAL
LNFPİ	1.000000							

LNFDİ	0.714753	1.000000						
	38.53842	-----						
	0.0000	-----						
ΔGDP	0.006874	0.036635	1.000000					
	0.259204	1.382406	-----					
	0.7955	0.1671	-----					
ΔCPI	-0.017767	-0.066274	-0.021447	1.000000				
	-0.670103	-2.504672	-0.808928	-----				
	0.5029	0.0124	0.4187	-----				
LNPUDEBT	0.686357	0.707001	-0.056618	0.026766	1.000000			
	35.58830	37.69811	-2.138474	1.009676	-----			
	0.0000	0.0000	0.0326	0.3128	-----			
LNPRIDEBT	0.627958	0.656569	-0.036698	-0.013029	0.643690	1.000000		
	30.42725	32.82510	-1.384777	-0.491345	31.71777	-----		
	0.0000	0.0000	0.1663	0.6233	0.0000	-----		
$\Delta FXRATE$	-0.020345	-0.064274	-0.067697	0.985904	0.024243	-0.012145	1.000000	
	-0.767343	-2.428767	-2.558679	222.2079	0.914446	-0.457999	-----	
	0.4430	0.0153	0.0106	0.0000	0.3606	0.6470	-----	
LNTRADEBAL	0.625749	0.695993	0.041713	-0.049997	0.683746	0.597629	-0.050732	1.000000
	30.25113	36.55113	1.574330	-1.887730	35.33359	28.10801	-1.915550	-----
	0.0000	0.0000	0.1156	0.0593	0.0000	0.0000	0.0556	-----

Tablo 2’de bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiştir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının yüksek çıkması (0.90’ın üzerinde) çoklu bağlantı sorunu oluşturmaktadır (Tabachnick ve Fidell, 2001: 746). Tablo 2’deki sonuçlar incelendiğinde $\Delta FXRATE$ değişkeninde korelasyon katsayısı (0.76) en yüksek olarak hesaplanmıştır. Spearman testi sonuçlarına göre bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığını söyleyebiliriz.

Yatay Kesit Bağımsızlığı Test Sonuçları ve Değerlendirilmesi

Panel veri analizinde tipik olarak seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayılmaktadır. Bu, özellikle büyük kesit boyutuna (N) sahip paneller için geçerli olmaktadır. N’nin küçük olduğu (örneğin 10 veya daha az) ve panelin zaman boyutunun (T) yeterince büyük olduğu paneller durumunda, hataların çapraz korelasyonları, görünüşte ilişkisiz regresyon denklemi (SURE) kullanılarak modellenen ve artıkların korelasyonunun ikili korelasyonunun ortalamasına dayanan Breusch ve Pagan’ın (1980) Lagrange çarpanı (LM) olarak test edilebilmektedir (Breusch ve Pagan, 1980:251, Pesaran, 2004:2). Ancak, N’nin büyük olduğu durumlarda standart tekniklerin uygulanamaz olması nedeniyle diğer yaklaşımlar dikkate alınmalıdır. Pesaran (2004) CD-LM2 testi, çoklu kırılmalara ve birim köklere sahip dinamik heterojen panellerin yanı sıra uzamsal veriler için de dahil olmak üzere çeşitli bağlamlarda uygulanabilen doğrusal panel veri modellerindeki hataların yatay kesit bağımlılığına ilişkin basit ancak genel testler geliştirmiştir. Bu testler, bireysel regresyonlardan elde edilen OLS artıklarının ikili korelasyon katsayılarının basit ortalamalarına dayanmaktadır ve T küçük ve N büyük olduğunda bile oldukça genel koşullar altında geçerli olduğu gösterilmiştir (Pesaran, 2004: 23-24). Çalışmada yatay kesit bağımlılığını test etmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H0: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H1: Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 3. Yatay Kesit Bağımlılık Testi

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	488.9222	496	1.0000
Pesaran CD	0.48749		0.6162

Tablo 3’de T=58yıl, N=168 ülke (T<N) olduğu için Pesaran CD testi dikkate alınmış, olasılık değeri 0.05’ten büyük olduğundan, %5 anlamlılık düzeyinde, H₀ hipotezi kabul edilmekte ve paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığına karar verilmiştir. Ülkelerden birinde meydana gelebilecek herhangi bir şok diğer ülkeleri de etkilememektedir. Yatay kesit bağımlılığı olmamasından dolayı panel birim kök testleri yapılırken bunu dikkate alan test yöntemlerinin kullanılması gerekmektedir.

Panel Veri Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizde doğru sonuçlar elde edebilmek için serilerin durağan olması gereklidir. Zaman serinin durağan olmaması, uzun dönemde ortalamasını koruyamamasına ve zaman sonsuza yaklaşırken varyans değerinin de sonsuza gitmesine neden olmaktadır. Değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa, model tahminlerinin doğru sonuç verememelerine dolayısıyla “sahte regresyon” modeli ortaya çıkmaktadır. Araştırmacıların, sahte regresyon tuzağına düşmemeleri için serilerini durağan hale getirilmesi gerekmektedir (Kutlar, 2017:43). Tablo 3’ten elde edilen sonuçlara göre çalışmada yatay kesit bağımlılığı olmadığı için birinci nesil birim kök testleri uygulanacaktır.

Levin, Lin ve Chu (LLC) Panel Birim Kök Testi

Baltagi (2008) “LLC bireysel birim kök testleri, dengeden oldukça kalıcı sapmalara sahip alternatif hipotezlere karşı sınırlı güce sahip olduğunu ve bunun özellikle küçük örneklerde şiddetli olduğunu savunmaktadır. LLC, her bir yatay kesit için ayrı birim kök testleri yapmak yerine daha güçlü bir panel birim kök testi önermektedir. Boş hipotez, her bir zaman serisinin durağan olduğu alternatifine karşı bir birim kök içerdiği” belirtmiştir (Baltagi, 2008: 240).

Fisher ADF ve PP Birim Kök Testleri

Maddala ve Wu (1999) ile Choi (2001), “bu test Fisher temelli bir panel ADF birim kök testine dayanmaktadır. Fisher ADF testi temel olarak her bir yatay kesit birimi içerisinde bir birim kök için test istatistiklerinin p-değerleri kombinasyonuna dayanmaktadır ve serinin bütün zaman serilerinin durağan olmadığını ifade eden H_0 ve bazı seriler durağan iken bazılarının durağan olmadığını ifade eden H_1 şeklinde kurulmaktadır” (Baltagi, 2008: 244).

Hadri Panel Birim Kök Testi

Hadri (2000), Kwiatkowski vd. tarafından zaman serilerine uygulanan testin bir uzantısı olarak diğer birim kök testlerinden farklı olarak geliştirilmiştir. Bu testte sıfır hipotezinde serilerin durağan olup olmadığını (kalıntı temelli Lagrange) incelenmektedir. “LM testinde sıfır hipotezi, rassal yürüyüşün sıfır varyansa sahip olduğunu ve serinin deterministik, rassal yürüyüşün ve durağan hataların toplamı ile açıklandığını ifade etmektedir” (Baltagi, 2008: 246).

Im, Pesaran ve Shin (2003) Panel Birim Kök Testi

IPS testinde, “her bir birim için zaman serilerine ayrı birim kök testi uygulanmakta elde edilen istatistiklerin ortalaması alınarak IPS test istatistiği elde edilmektedir” (Baltagi, 2008: 242).

Tablo 4. Panel Birim Kök Testi

DEĞİŞKENLER	LEVIN, LIN & CHU T	BREITING T-STAT	IM, PEARSAN VE SHIN W STAT	ADF- FISHER CHI-SQUARE	PP-FISHER CHI-SQUARE	HADRI
FPI (L0) LNFPPI (L1)	-22.7722*** -28.0979***	-8.5369*** -13.6284***	-20.5064*** -24.1651***	1187.43*** 1320.77***	1501.41*** 1478.93***	8.7577*** 20.009***
CPI (L0) ΔCPI (L0)	21.3790 -952.751***	49.3182 -14.137***	28.6928 -215.027***	233.208 3940.10***	246.925 4339.77***	33.6254*** 19.1912***
RATING (L0)	-3.9056***	-0.660	-1.5661**	227.311**	227.488***	13.390***
STADEBP (L0) LNSTADEBT(L0)	19.5945 -35.6979***	25.9560 -14.3901***	22.8004 -34.2058***	34.9525 1463.84***	48.2327 1531.46***	16.084*** 30.6136***
GDP (L0) ΔGDP (L0)	21.015 -58.7238***	34.7151 -40.8856***	22.3208 -49.2591***	98.8184 2878.82***	113.018 2873.67***	45.2445*** 8.5361***
PRDEBT (L0) LNPRIDEBT (L0)	0.2012 -3.32128***	14.3287 -1.5357***	5.5205 -1.10103***	64.3839 168.334***	92.7183 189.530***	27.1893*** 17.9600***
TRADB (L0) LNTRAD (L0)	-0.4551 -25.1532***	8.2347 -15.4525***	-0.6435 -26.3828***	432.667*** 1428.07***	432.907*** 1401.65***	43.1392*** 20.6447***
FDI (L0) LNFDI	-18.0094*** -26.8095***	-3.6249*** -11.4630***	-16.6571*** -22.4671***	1147.01*** 1351.90***	1218.54*** 1400.38***	10.8578*** 20.8804***
FXRATE (L0) ΔFXRATE (L0)	12.7460 -386.562***	20.6282 -29.9026***	21.9159 -89.3864***	173.397 3707.50***	206.384 3940.56***	41.1985*** 10.3711***

Tabloda yer alan *, ** ve *** işaretleri ilgili değişkenin sırasıyla %1, %5 ve %10 durağan olduğunu ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler ilgili değişkenin gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

Tablo 4'te panel birim kök testi sabit ve trendli olarak alınmış olup, durağan olmayan değişkenlerde fark, logaritma ve değişim yapılarak durağan olması sağlanmıştır.

Birim kök testinden sonra veriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı eşbütünleşme testleriyle incelenmelidir. Pedroni (1999) eş bütünleşme testi "heterojen panellere uygulanan geleneksel Engle ve Granger (1987) eşbütünleşmesiz sıfır testi için iki aşamalı artık tabanlı yöntemlerin uzantıları olarak düşünülebilir. Spesifik olarak, panellere uygulanan istatistikler, yalnızca üyeye özel sabit etkiler ve zaman eğilimleri açısından değil, aynı zamanda üyeye özel eşbütünleşme vektörlerinde farklı olmasına izin vermektedir" (Pedroni, 1999:668). Kao (1999) "eşbütünleşme vektörlerinin bireyler arasında homojen olduğu özel durumda, panel verilerde eşbütünleşme olmadığının sıfır hipotezi için Dickey-Fuller (DF) ve Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) (Dickey - Fuller, 1981) tipi testleri sunmaktadır. Ayrıca, uzun dönem kovaryans matrisinin bireyler arasında aynı olduğu varsayılmaktadır. Bu testler, alternatif hipotez altında heterojenliğe izin vermez ve iki değişkenli bir sisteme (eşbütünleşme ilişkisinde yalnızca bir regresörün bulunduğu) uygulanamazlar" (Kao, 1999:23, Barbieri, 2008: 7).

Tablo 5. Panel Eşbütünleşme Testleri

Pedroni Test

 H_0 : Eşbütünleşme yoktur

Alternatif hipotez: ortak AR sabiti (boyutlar içerisinde)

	İstatistik	Olasılık	Ağırlık. İstatistik	Olasılık
Panel v-İstatistiği	-8.129279	1.0000	-9.461332	1.0000
Panel rho- İstatistiği	-1.550905	0.0605	-1.677060	0.0468
Panel PP- İstatistiği	-25.43273	0.0000	-24.47985	0.0000
Panel ADF- İstatistiği	-21.18949	0.0000	-21.59706	0.0000

Alternatif hipotez: bireysel AR sabiti (boyutlar arasında)

	İstatistik	Olasılık
Grup rho- İstatistiği	3.927605	1.0000
Grup PP- İstatistiği	-28.89521	0.0000
Grup ADF- İstatistiği	-18.48128	0.0000

Trend varsayımı: Deterministik sabit katsayı ve trend

Gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Barlett kernel metodu kullanılmış ve Bandwith genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

Kao Test
 H_0 : Eşbütünlük yoktur

	t-İstatistik	Olasılık
ADF	-3.591877	0.0002
Kalıntı Varyansı	3.261497	
HAC varyansı	1.272191	

Gecikme uzunluğu Shwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir. Barlett kernel metodu kullanılmış ve Bandwith genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

Tablo 5'teki Pedroni (1999) panel eşbütünlük testi sonucuna göre Panel v istatistiği dışındaki istatistikler %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğundan eşbütünlük yoktur şeklindeki H_0 hipotez reddedilmiş; alternatif hipotez uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olduğu kabul edilmiştir. Kao (1999) panel eşbütünlük testine göre de %1 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilmiş ve değişkenlerin uzun dönemde eşbütünlük olduğu tespit edilmiştir.

Durağanlık ve eşbütünlük testinden sonra değişkenler arasındaki ilişki genel olarak katsayılarının sabit veya rassal varsayılmasına bağlı olarak; Havuz Modeli, Sabit Etkiler Modeli ve Rassal Etkiler Modeli olmak üzere üç farklı şekilde tahmin edilmektedir. "Havuz modelinde sabitin tüm kesitler için aynı olduğu kabul edilirken sabit etkiler modelinde her bir kesitin gözlemlenemeyen ve zaman içinde değişmeyen özellikleri olduğu varsayılmaktadır. Sabit etkiler modelindeki bu özellikler kukla değişkenler yoluyla her bir kesitin farklı sabit terime sahip olması dikkate alınmaktadır. Rassal etkiler modelinde ise kesitler arasındaki farklılıkların rassal olduğu varsayımıyla her bir kesitin farklı sabit terime sahip olmasına imkân tanınmaktadır" (Tarı, 2015: 480). Tahmin yöntemlerinin hangisinin kullanılacağını belirlemek için Hausman testi kullanılmıştır.

H_0 : Rassal etkiler tahmincisi doğrudur

H_1 : Sabit etkiler tahmincisi doğrudur.

Tablo 6. Hausman Testi

Test Özeti	Ki kare istatistik	Ki kare. d.f.	Olasılık
Rassal kesit	46.783689	9	0.0000

Tablo 6'da Hausman testi sonucuna göre yatay kesitler ve zaman serileri için rassal etkilerin olasılık değerleri %5'ten küçük çıkmış ve sabit etkiler modelinin seçilmesine karar verilmiştir.

Sabit Etkiler Testi

Etki Testi	istatistik	d.f.	Olasılık
Kesit F	10.793191	(31,511)	0.0000
Kesit Ki-Kare	277.518732	31	0.0000

5. BULGULAR

Tablo 7. Panel Veri Sonuçları

Bağımlı Değişken	Yöntem	Örneklem		
LNFPİ	EKK Yöntemi White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)	1961-2018		
Açıklayıcı Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
ΔGDP	0.013265	0.004336	3.059437	0.0023
RATING	0.053442	0.009536	5.604078	0.0000
LNFDI	0.065237	0.041518	1.571308	0.1167
ΔFXRATE	0.014056	0.005171	2.718430	0.0068
LNTRADB	0.166126	0.068754	2.416251	0.0160
LNPUDEBT	0.558478	0.132483	4.215477	0.0000
LNPRIDEBT	0.137095	0.040754	3.363982	0.0008
ΔCPI	-0.009874	0.004097	-2.410211	0.0163
Period Fixed (Dummy Variables)				
R-squared	0.770635	Mean dependent var	23.64987	
Adjusted R-squared	0.753129	S.D. dependent var	7.494737	
S.E. of regression	1.194792	Durbin-Watson stat	1.913664	
Sum squared resid	729.4662			
F-statistic	44.02276			
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 7'deki sonuçlar incelendiğinde bağımsız değişkenlerin yabancı portföy yatırımlarını %75 oranında açıkladığı görülmektedir. Yabancı portföy yatırımları ile tüketici fiyat endeksi arasında anlamlı ve negatif bir ilişki, büyüme, kamu ve özel kesim dış borcu, doğrudan yabancı yatırımlar, ticaret dengesi, kredi derecelendirme ve döviz kuru arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

6. SONUÇ VE TARTIŞMA

Sermaye akımları; doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ve yabancı portföy yatırımları (FPI) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu akımlara yönelik araştırmalar genellikle doğrudan yabancı yatırımlar üzerine yoğunlaşmıştır. Portföy yatırımlarına yönelik araştırmalar ise bu yatırımların genelde makroekonomik değişkenlere etkisini ölçmeye yöneliktir. Uluslararası sermaye akımlarının yönünü belirleyen faktörler, "itme" ve "çekme" olarak ikiye ayrılmaktadır. Her iki faktörde de yatırımcı kategorisine giren bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik ve yatırım fonları, özel tasarruf sahipleri "itme" ve "çekme" faktörlerini göz önünde bulundurarak portföy yatırım kararı vermektedir (Gündoğdu, 2014: 2)

Bu çalışmada 1961-2018 yılları arasında, 38'i gelişmiş, 130'u gelişmekte olan toplam 168 ülkeye ait veriler incelenmiş olup, yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörler belirlenmiş ve bu faktörlerin yabancı portföy yatırımlarına etkileri panel veri analizi yardımı ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Gündoğdu (2014) göre uluslararası sermaye akımlarını çeken faktörler; uluslararası kredi derecelendirme kredi notları, reel faiz oranları, enflasyon, cari denge ve reel sektörün dış borçluluk seviyeleri gibi ekonomik göstergelere ek olarak büyüme performansındaki başarı, makroekonomik görünümde istikrar; yurtdışından sermaye çekilmesine yardımcı olan göstergelerdir.

FPI çeken ülkelerin GSYİH'larındaki düzenli büyüme yatırımcıların ilgisini çekmekte ve yatırım yaparken bu değişkene dikkat etmektedirler. Sonuçta, GSYİH'nin büyümesi para piyasalarında genişlemeye, sermaye piyasaların da büyümeye neden olmaktadır. Bu büyümeye aynı zamanda FPI yatırımları da katkı sağlamaktadır. Çalışmada, GSYİH artışın yabancı portföy yatırımlarını olumlu etkilediği (%1,3) sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç Kyaw ve Macdonald (2009) ve Topuz ve Sekmen (2019) çalışmalarından elde ettiği sonuçlarla tutarlıdır.

Ülke kredi derecelendirme notu devletin borcunu geri ödeme gücünü göstermektedir. Yüksek kredi notuna sahip ülkeler yabancı portföy yatırımları çekmede daha başarılı olup, analiz sonuçları kredi derecelendirme notu ile GSYİH arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Elde edilen bu sonuç, Kaminsky

ve Schmukler (2002) ve Emara (2015) yaptıkları çalışmalarda ülke kredi derecelendirme notunun yüksek ve istikrarlı olmasının yabancı portföy yatırımlarını çekmede önemli olduğu sonucu ile tutarlıdır. Kredi derecelendirme notu yüksek olan ülkeler aynı zamanda düşük maliyetli yatırım çekmede ve bunu büyümeye yönlendirme de daha başarılıdır.

Doğrudan yabancı yatırım, yatırımcının başka bir ekonomide faaliyet gösteren bir işletmede oyların yüzde 10'u veya daha fazlasını elde etmek için yapmış olduğu net yatırım girişidir. Her ne kadar analizde FDI değişkeni ile FPI yatırımları ile pozitif yönlü fakat anlamsız bir ilişki söz konusu olsa da FDI yatırımları aynı zamanda FPI girişlerine bir öncü olmakta ve sermaye yatırımlarını genel anlamda desteklemektedir.

FPI teorisi, temel olarak faiz oranları ve döviz kuru dalgalanmalarına dayalı makroekonomik değişkenlerin geleneksel olarak uluslararası ekonomi içinde yer aldığına inanmaktadır (Dunning ve Dilyard, 1999). Finansal kaynaklar daha fazla getiri elde etmek amacıyla sermaye zengin ülkelere aktarılmaktadır. Kumar (2018) yabancı yatırımcıların borsa getirisinin yanı sıra yerli paranın değerlendirilmesiyle sermaye kazancı ve düzenli temettü beklentisi içinde olmasını açıklanmamış faiz oranı paritesi önermesiyle uyumlu olduğunu belirtmiştir. Gümüş vd. (2013), yüksek bir döviz kurunun borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin karlılığını etkilediğini bununla yabancı yatırımcıların döviz kuru veya kur riskine daha fazla maruz bıraktığını belirtmiştir. Bu durumda yabancı yatırımcıların, sermaye kazançları ve güçlü temettü getirileri elde etmeleri için ev sahibi ülkelerin para birimlerinin değer kazandığı bir durumu tercih edeceklerini belirtmiştir. Mishkin vd. (2016) büyüklük, karlılık, likidite, kaldıraç, sektör büyümesi ve temettü ödemesi gibi sektöre özgü çok sayıda faktör FPI'yi etkilemekle birlikte, döviz kuru riski, yabancı fonların uluslararası sermaye piyasalarına aktarılmasını önemli ölçüde yoğunlaştıran bu küreselleşme çağında FPI'yi etkileyen daha önemli bir faktör haline geldiğini belirtmişlerdir. Rashid ve Khalid (2017) döviz kuru riskinin yabancı portföy yatırımlarının riskini artırmakla beraber bu yatırımların iç piyasa getiri oranı ile kovaryansını güçlendirdiğini iddia etmişlerdir. FPI yerel piyasa getirisi ile pozitif korelasyona sahip olduğunda ayrıca döviz kuru riskine maruz kaldığını fakat döviz kuru riskinin portföy yatırımlarına her zaman risk ekmediğini vurgulamışlardır. Döviz kuru ile yurtiçi menkul kıymet getirileri arasındaki korelasyon negatif olduğunda, FPI ile ilişkili riski önemli ölçüde azaltabileceğini bu nedenle, büyük ölçüde döviz kuru riski ile yerel piyasa getirisi arasındaki korelasyonun işaretine bağlı olarak, olumlu ve olumsuz etkileri olabileceğini belirtmişlerdir. Krugman vd. (2015) yabancı yatırımcıların riske karşı kayıtsız olmaları veya riski sevmeleri durumunda, döviz kurundaki dalgalanmaların, daha yüksek getiri elde etmek için ek bir fırsat olarak değerlendirilebileceğini ve dolayısıyla FPI'yi artırabileceğini belirtmişlerdir. Bunun yanında, riskten kaçınan yabancı yatırımcılar için, döviz kurundaki dalgalanmalar yabancı portföy yatırımlarını engelleme eğiliminde olan bir ek maliyet olarak ortaya çıkabileceğini vurgulamışlardır. Makoni (2020) para biriminin değer kaybetmesinin veya devalüasyonun, ev sahibi ülkenin hisse senetleri yabancı yatırımcılar için daha ucuz olacağından FPI'yi cezbedeceğini belirtmiştir.

Analizde $\Delta FXRATE$, resmi döviz kurundaki değişimi ifade etmektedir. Kurdaki değişim aynı zamanda ilgili ülkedeki devalüasyonu da ifade eder. Ülke para biriminde yaşanan devalüasyon FPI kaynaklı dolar yatırımlarının nominal getirilerinde düşüşe sebep olur. Bu nedenle devalüasyonun kronik olduğu dönemlerde FPI yatırımlarında azalma beklenir. Oyerinde (2019), Chomikara (2010) ve Wagas vd (2015), çalışmalarında döviz kurundaki hareketlerin FPI da oynaklığı artırdığını ve aralarında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Analizde elde edilen pozitif yönlü ve anlamlı ilişki kuramla tutarsızlık göstermektedir. Bu alanda çekme fonksiyonu ancak devalüasyona rağmen yatırım yapan yabancı portföy yatırımcılarına ilgili ülke tarafından yüksek reel getiri garantisi verildiği durumlarda gerçekleşecektir. Yüksek reel getirinin sunulmaması durumunda devalüasyon enflasyon sarmalına da girilebilecektir.

Dış ticaret rakamlarındaki olumlu fark ülkelerin döviz girişine katkı sağlarken analiz sonuçlarına göre dış ticaret fazlası yabancı yatırımcılar içinde olumlu bir gösterge olarak algılanmaktadır. Ticaret fazlası veren ülkeler FPI yatırımlarında da yatırım çekme rolüne sahiptir.

Gelişmekte olan ülkeler uygulanabilir ve karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirmek için yeterli sermaye stokundan yoksundur. Yurtiçi tasarrufların yeterli olmadığı durumlarda dış borçlanma, kamu ve özel sektörün gerekli yatırımı yapmalarını sağlamaktadır. Bu fonlar hem fiziki hem de beşeri sermaye birikimini içeren üretken yatırımlar için kullanıldığında ülkeler daha yüksek büyüme oranlarına ulaşabilmektedir (Turan ve Yanıkkaya, 2020: 3-4). Ancak Ngoc (2019), hükümetlerin daha yüksek harcamaları finanse etmek veya vergileri azaltmak için borçlanmayı artırdığında, daha yüksek faiz oranları

yoluyla özel sektör yatırımlarını dışarıda bıraktığını iddia etmiştir. Artan borçlanmanın, para ve ödünç verilebilir fonlar için daha yüksek talep ve dolayısıyla daha yüksek fiyatlar yaratarak daha yüksek faiz oranlarına yol açması durumunda faize duyarlı özel sektörün, düşük getiri oranı nedeniyle yatırımlarının azaltacaklarını belirtmiştir. İşletme kaynaklı yatırımlardaki düşüş, uzun vadeli arz yönlü ekonomik büyümeye, yani potansiyel üretim büyümesine zarar verecektir. Borç hizmetleri arttığında, yabancı alacaklılar esas olarak yerel ekonomiye yapılan yatırımlardan tahakkuk eden karların çoğunu ortadan kaldırmaktadır. Bu da yeni yabancı yatırımcıların tamamen caymasına neden olacak ve sermaye oluşumunu engelleyecektir.

Yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkileyen bir diğer bağımsız değişken ise ayrı ayrı analize tabi tutulan ancak aynı sonuçları veren kamu ve özel sektör dış borcu stoku değişkenleridir. Hem kamu hem de özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillerin özellikle yabancı portföy yatırımlarının ilgi alanında olduğu, yüksek tutarlı borçlanmalarda yurtdışı yatırımcılara sunulan reel getirilerin FPI yatırımlarını çekmede önemli bir rol oynadığı çeşitli analiz sonuçlarında da gözlemlenmiştir. Bu çalışmada edilen sonuç, Ahmad, Draz ve Yang (2015), Haider vd (2016) çalışmalarında elde ettikleri sonuçlarla tutarlıdır. Diğer yandan Afonso ve Alves (2014) borç oranı ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki (ters U) tespit etmişlerdir. Bu doğrusal olmayan ilişki için iki ortalama eşğin hesaplanması sırasında, sırasıyla % 75 ve % 74 yıllık ve 5 yıllık ortalama büyüme oranı eşikleri elde etmişlerdir. Bu nedenle ve bu değerlere göre hükümetlerin, devlet borç krizlerinden kaçınmak için borç seviyelerini bu değerlerin altında tutmalarını önermişlerdir. Reinhart ve Rogoff (2010), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kamu borcu ile ekonomik büyüme arasında eşikleri %90 olarak belirlemişlerdir.

Tüketici fiyat endeksindeki artış yabancı portföy yatırımlarında azalmaya neden olmaktadır. Elde edilen bu sonuç, Agarwal (1997), Wagas vd. (2015), Broner ve Rigobon (2004), çalışmalarında elde ettiği sonuçlarla tutarlı çıkmaktadır. Enflasyonist dönemler yatırım yapılan ülke parasındaki değer kaybına yol açtığı gibi FPI yatırımcılarının portföy değerlerinde de negatif reel getiriye de sebep olabilmektedir. Bu nedenle enflasyonun kronik olduğu dönemlerde FPI yatırımlarındaki çekme fonksiyonu azalmaktadır.

Sonuç olarak 38'i gelişmiş, 130'u gelişmekte olan toplam 168 ülkeye ait 1961-2018 yıllarını kapsayan döneme ait panel veri analiz sonucunda seçilen bağımsız değişkenlerin yabancı portföy yatırımlarındaki karar alma faktörlerinin %75 civarında bir açıklayıcı güç oluşturduğu belirlenmiş ancak geriye kalan diğer faktörlerin de neler olduğunun araştırılmasında yarar olacağı kanaatine varılmıştır.

KAYNAKÇA

- Agarwal, R. (1997). Foreign portfolio investment in some developing countries: A study of determinants and macroeconomic impact, *Indian Economic Review*, 32(2), 217-229.
- Aggarwal, R., Kearney, C., and Lucey, B. (2012). Gravity and Culture in Foreign Portfolio Investment, *Journal of Banking & Finance*, 525-538.
- Afonso, A. and Alves, J., (2015). The Role of Government Debt in Economic Growth. *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, IEF, 215(4), 9-26.
- Ahmad, F., Draz, M.U. and Yang, Su-cang, (2015). Determinants of Foreign Portfolio Inflows: Analysis and Implications for China, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2).
- Ahmad, N. A., Ismail, N. W. and Nordin, N. (2015). The Impact of Infrastructure on Foreign Direct Investment in Malaysia, *International Journal of Management Excellence*, 5(1), 584-590.
- Ahmed, T. and Malik, S. U. (2012). Determinants of inflow of foreign direct investment (FDI) into Pakistan, *NICE Research Journal*, 5, 93-110.
- Aizenman, J., Jinjark, Y. and Park, D. (2013). Capital Flows and Economic Growth in The Era of Financial Integration And Crisis, 1990-2010, *Open Economies Review*, 24(3), 371-396.
- Albulescu, C.T., (2015). Do Foreign Direct and Portfolio Investments Affect Long-Term Economic Growth in Central and Eastern Europe?, *Procedia Economics and Finance* 23, 507 - 512.
- Al-Samadi, M.O., (2018). Determinants Of Foreign Portfolio Investment: The Case Of Jordan, *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1). 328-336.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*, New York, Wiley.

- Barbieri, L. (2008). Panel Contegration Tests: A Survey. *Rivista Internazionale Di Scienze Sociali*, 116(1), 3-36.
- Bekaert, G. and Harvey, C.R. (1998). Capital Flows And The Behavior Of Emerging Market Equity Returns, *Graduate School of Business*, 1–81.
- Bekaert, G. and Harvey, C.R. (2002). Research in Emerging Market Finance: Looking to the Future, *Working Paper*, September 11.
- Boğa.S., (2017). Finansal Kırılganlıklar ve Uluslararası Sermaye Hareketleri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Analiz, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(16).
- Breusch, T. and Pagan, A. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics, *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Broner, F.A. and Rigobon.R.(2004). Why are capital flows so much more volatile in emerging than in developed countries?, *Working Paper*. 1-23.
- Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., and Zheng, P. (2007). The determinants of Chinese outward foreign direct investment, *Journal of international business studies*, 38(4), 499-518.
- Carlson, M. and Hernandez, L. (2002). Determinants and Repercussions of The Composition of Capital Inflows, *International Finance Discussion Papers*, 717.
- Choong, C. K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z. and Habibullah, M. S. (2010). Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis, *Japan and the World Economy*, 22(2), 107-117.
- Chuhan, P., Claessens, S. and Mamingi, N. (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America, *The World Bank, Policy Research Working Papers*, No.1160.
- Darby, J., Hallett, A. H., Ireland, J., ve Piscitelli, L. 1999. "The impact of exchange rate uncertainty on the Level of investment". *The Economic Journal*, 109, 55–67.
- Demirhan, E., and Masca, M. (2008). Determinants of foreign direct investment flows to developing countries: a cross-sectional analysis, *Prague Economic Papers*, 4(4), 356-369.
- De Santis, R. A., and Luhrmann, M. (2009). On the Determinants of net International Portfolio Flows: A Global Perspective, *Journal of International Money and Finance*, 880–901.
- De Vita, G. and Kyaw, K. S. (2009). Growth Effects of FDI and Portfolio Investment Flows to Developing Countries: A Disaggregated Analysis By Income Levels, *Applied economics letters*, 16(3), 277-283.
- Durham, J.B., (2004). Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth, *European Economic Review*, 48, 285-306.
- Emara. N., (2015). Revisiting sovereign ratings, capital flows and financial contagion in emerging markets, Online at <https://mpira.uib.uni-muenchen.de/68689/>
- Ferreira, M. A., and Laux, P. A. (2009). Portfolio flows, volatility and growth, *Journal of International Money and Finance*, 28, 271-292.
- Ghura, D., and Goodwin, B. (2010). Determinants of private investment: a cross-regional empirical investigation, *Applied Economics*, 32,1819-1829.
- Gözgör, G.,and Erzurumlu,Y.O. (2010). Causality relations Between foreign direct investment and portfolio investment volatility, *Middle Eastern Finance and Economics*, 8, 170–178.
- Groh, A. P. and Wich, M. (2012). Emerging economies' attraction of foreign direct investment, *Emerging Markets Review*, 13, 210-229.
- Gruben, W. C. and Mcleod, D. (1998). Capital Flows, Savings, and Growth in the 1990s, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 38(3), 287-301.
- Gündoğdu, M.K. (2014). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi, Türkiye İş Bankası TAŞ İktisadi Araştırmalar Bölümü, Mayıs, 1-17.
- Hadri, K., (2000). Testing For Stationarity İn Heterogeneous Panel Data, *Econometrics Journal*, 3 (2), 148–161.
- Haider. M.A., Khan. M.A. and Abdulahi. E., (2016). Determinants of Foreign Portfolio Investment and Its Effects on China, *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), 143-150.

- Humanicki, M., Kelm, R. and Olszewski, K. (2013). Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the Contemporary Globalized World: Should They Be Still Treated Separately?, *National Bank of Poland Working Paper*, 167.
- Iyer, K.G., Rambaldi, A.N. and Tang, K.K. (2003). An empirical search for link ages between foreign direct and portfolio investment in Australia, *Working Paper Annual Australasian Macroeconomics Workshop*, 1-33.
- Im, K., Pesaran, H. and Shin, Y., (2003). Testing For Unit Roots In Heterogeneous Panels, *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- International Monetary Fund (IMF), 2016. Capital Flows—Review Of Experience With The Institutional View, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/110416a.pdf>, 5-44. Erişim Tarihi 24.11.2020
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, *Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*.
- Lee, H. H., Huh, H. S., and Kim, W. J. (2012). Cross-Border Portfolio Investment in The APEC Region, *Japan and the World Economy*, 44–56. <http://dx.doi.org/10.1016>.
- Levin, A., Lin, C. and Chu, C. S. J., (2002). Unit Root Tests In Panel Data: Asymptotic And Finite-Sample Properties, *Journal of Econometrics*, 108, 1–24.
- Li, X. and Liu, X. (2005). Foreign direct investment and economic growth: An increasingly endogenous relationship, *World Development*, 33 (3), 393–407.
- Kaminsky, G. and Schmukler, S. L. (2002). Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk And Stock Returns?, *World Bank Economic Review*, 16(2), 1-41.
- Kao, C. (1999). Spurious Regression and Residual-Based Tests For Cointegration in Panel Data, *Journal of Econometrics*, 90 (1), 1-44.
- Krugman, P., Obstfeld, M., and Melitz, M. (2015). International Trade: Theory and Policy: Global Edition, Pearson Higher Education.
- Kumar, V. (2018). Dynamics of Private Capital Flows to India: A Structural VAR Approach. *The Journal of Developing Areas*, 52(4), 129-149.
- Kutlar, A. (2017). Adım Adım Eviews ile Panel Veri Ekonometrisi Uygulamaları, *Umuttepe Yayınları*, 3.baskı
- Maddala, G. S. and Wu, S. (1999). A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61 (S1), 631–652.
- Makoni, P.L.R. (2018). FDI, FPI and institutional quality-evidence from African countries, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*.
- Makoni, P.L.R. (2020). Foreign Portfolio Investments, Exchange Rates and Capital Openness: A Panel Data Approach, *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 0(2), 100-113.
- Mehmood, K. A., and Hassan, S. (2015). Analysis of socioeconomic factors that dampen the flow of foreign direct investment, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(4), 578.
- Mishkin, F.S., Matthews, K., and Giuliadori, M. (2016). The Economics of Money, Banking and Financial Markets, European Edition, Pearson Education.
- Mody, A., Taylor, M. P., and Kim, J. Y. (2001). Modelling fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets, *International Journal of Finance and Economics*, 6, 201-216.
- Nantharath, P. and Kang, E. (2019). The Effects of Foreign Direct Investment and Economic Absorptive Capabilities on the Economic Growth of the Lao People's Democratic Republic, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3) 151-162.
- Nguyen, A. N., and Nguyen, T. (2007). Foreign direct investment in Vietnam: An overview and analysis the determinants of spatial distribution across provinces, *MPRA Paper*, 1921, 1-67.
- Ngoc, B. H. (2019). The asymmetric effect of in Vietnam: vidence by nonlinear ARDL approach. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(2), 143-149. doi:10.13106/jafeb.2020.vol7.no2.143
- Orhan. O.Z. and Nergiz. E., (2014). Turkey's Current Account Deficit Problem and Its Effects on the European Union Accession, *İGÜSBD* 1(1); 137-158.

- Partharathim, P., (2010). Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case of Study of India, DOI: 10.7135/UPO9780857289575.007.
- Pedroni, P., (1999). Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 653–678.
- Pesaran, H. (2004). General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence in Panels, *Cambridge Working Papers in Economics Working Paper*, 1229, 1-47.
- Rai, K. and Bhanumurthy, N.R. (2004). Determinants of foreign institutional investment in India: The role of return, risk, and inflation, *The Developing Economies*, 42(4), 479–493.
- Rashid, A., Khalid, A. (2017). The Impact of Exchange Rate Uncertainty on Foreign Portfolio Investment in Pakistan. *NUML International Journal of Business & Management*, 12(2), 88-102.
- Reinhart, C.M. and Rogoff, K. S., (2010). Growth in a Time of Debt. *Scholarly Articles 11129154*, Harvard University Department of Economics
- Rujiravanich. N. (2013). Impacts of Foreign Portfolio Investment Flows on Stock Prices and Exchange Rate in Thailand after Asian Financial Crisis, *Economics and Public Policy*, 4 (8), 1-20.
- Santis, R.A. and Luhrmann, M. (2009). On the determinants of net international portfolio flows: a global perspective, *Journal of International Money and Finance*, 28, 880–901.
- Shabbir. M.S. and Muhammad. I, (2019). The Dynamic Impact Of Foreign Portfolio Investment On Stock Prices in Pakistan, *Transnational Corporations Review*, DOI: 10.1080/19186444.2019.1616508.
- Soto, M. (2000). Capital Flows and Growth in Developing Countries, OECD Publishing, No. 160.
- Tarı. R. (2015). Ekonometri, *Umuttepe Yayın* (32), Kocaeli.
- Tabachnick, B. and Fidell, L. (2001). Using multivariate statistics. Boston: Allyn and Bacon
- Tezcanlı, M. V., Bayraktar S. K., Erdoğan O., Görgünay H., Tan, E. ve Uytun, E. (1994). Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, *İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları*, No:3
- Topuz. S.G. and Sekmen. T., (2019). Sermaye Akışı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Asimetrik Etkiler **Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(1), 154-171.
- Turan, T., and Yanikkaya, H., (2020). External debt, growth and investment for developing countries: some evidence for the debt overhang hypothesis. *Portuguese Economic Journal*
- Türkcan, B., Duman, A., and Yetkiner, I. H. (2008). How does FDI and economic growth affect each other? The OECD case, *International Conference on Emerging Economic Issues in a Globalizing World*, Izmir, Turkey.
- Vergili. G., Öztürk. M.B. and Balat. A., (2018). Türkiye'nin Ülke Kredi Notları İle Doğrudan Yabancı Yatırımları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poors Örneği, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyol Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(25), 629-637.
- Vergil, H. and Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi, *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 1207.
- Wagas. Y., Hashmi. S. and Nazir. M.I. (2015). Macroeconomic factors and foreign portfolio investment volatility: A case of South Asian countries, *Future Business Journal*, 1, 65–74.
- Yang, H., Xiong, Y., and Ze, Y. (2013). A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asian and Latin American Emerging Countries, *Procedia Computer Science*, 17, .1258-1265.
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> Erişim Tarihi: 15.01.2021
- <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPNG.CD> Erişim Tarihi: 15.01.2021
- <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPPG.CD> Erişim Tarihi: 10.01.2021
- <https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.DINV.CD> Erişim Tarihi: 08.12.2020
- <https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD> Erişim Tarihi: 07.12.2020
- <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL> Erişim Tarihi: 10.12.2020
- <https://countryeconomy.com/ratings> Erişim Tarihi: 19.12.2020
- <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=100> Erişim Tarihi: 02.12.2020
- <https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF> Erişim Tarihi: 09.12.2020

EK: Araştırmada kapsamındaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin listesi

ÜLKELER

ABD	DANİMARKA	HONG KONG	İSRAİL
ALMANYA	ESTONYA	İNGİLTERE	İTALYA
AVUSTRALYA	FİNLANDİYA	İSVEÇ	İZLANDA
AVUSTURYA	FRANSA	İSVİÇRE	KANADA
BELÇİKA	GÜNEY KORE	İRLANDA	KIBRIS
ÇEK CUMHURİYETİ	HOLLANDA	İSPANYA	JAPONYA
LÜKSEMBURG	NORVEÇ	SİNGAPUR	SLOVENYA
MALTA	PORTEKİZ	SLOVAKYA	TAYVAN
YENİ ZELLANDA	YUNANİSTAN		
ANGOLA	BOSNA HERSEK	ELSALVADOR	GUATEMALA
ARJANTİN	BOSTVANA	ENDONEZYA	GÜRCİSTAN
ARNAVUTLUK	BREZİLYA	ETİYOPYA	GÜNEY AFRİKA
AZERBEYCAN	BRUNEİ SUL.	FAS	HAİTİ
BAHAMA	BULGARİSTAN	FİLİPİNLER	HIRVATİSTAN
BAHREYN	BURKİNA FASO	FİLDİŞİ SAHİLLERİ	HİNDİSTAN
BANGLADEŞ	BURUNDİ	FİJİ	HONDURAS
BARBADOS	CEZAYİR	GABON	IRAK
BELARUS	ÇİN	GAMBİYA	İRAN
BELİZE	ÇAD	GANNA	JAMAİKA
BENİN	DOMİNİK CUM.	GİNE	KAMERUN
BUTAN	ERMENİSTAN	GİNE-BİSSAU	KARADAĞ
BOLİVYA	EKVATOR	GUYANA	KATAR
KAMBOÇYA	MORİTANYA	SUDAN	ÜRDÜN
KAZAKİSTAN	MOLDOVA	SVZİLİND	UMMAN
KENYA	MOĞOLİSTAN	SURİYE	
KIRGIZİSTAN	MOZAMBİK	ŞİLİ	ORT. AFRİKA CUM.
KOLOMBİA	MYANMAR	TACİKİSTAN	YEŞİL BURUN ADA.
KONGO DEM.CUM	NAMİBYA	TANZANYA	
KONGO CUM	NEPAL	TAYLAND	
KOSTA RİKA	NİKARAGUA	TİMOR LESTE	
KUVEYT	NİJER	TOGO	
LAOS	NİJERYA	TRİNİDAD& TOBAGO	
LETONYA	PAKİSTAN	TUNUS	
LESETO	PANAMA	TÜRKİYE	
LİBERYA	PAPUA YENİ GİNE	UGANDA	
LİBYA	PARAGUAY	UKRAYNA	
LİTVANYA	PERU	BİR.ARAP EMİRLİKLERİ	
LÜBNAN	POLONYA	URUGUAY	
MACARİSTAN	ROMANYA	VENEZUELLA	
MAKEDONYA	RUSYA	VİETNAM	
MADAGASKAR	RUANDA	YEMEN	
MALAWİ	SENEGAL	ZAMBİYA	
MALEZYA	SEYŞELLER	ZİMBABWE	
MALİ	SİRBİSTAN		
MAURİTİUS	SİERRA LEONA		
MEKSİKA	SİRİ LANKA		
MISIR	SUDİ ARABİSTAN		