



**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞMENİN DOĞRUDAN YABANCI
YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI İLE
İLİŞKİSİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Hazırlayan
Asuman BALAT**

**Danışman
Prof. Dr. Levent ÇITAK**

Doktora Tezi

Ocak 2025, KAYSERİ

**T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞMENİN DOĞRUDAN YABANCI
YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI İLE
İLİŞKİSİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

(Doktora Tezi)

**Hazırlayan
Asuman BALAT**

**Danışman
Prof. Dr. Levent ÇITAK**

Ocak 2025, KAYSERİ

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Asuman BALAT



T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Anabilim Dalı : İşletme
Program Adı : Doktora
Tez Başlığı : Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı
Portföy Yatırımı ile İlişkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir
Uygulama

Yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının a) Giriş, b) Ana bölümler ve c) Sonuç kısımlarından oluşan (Kapak, Ön söz, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) toplam 106 sayfalık kısmına ilişkin 03/01/2025 tarihinde **Turnitin** intihal programından aşağıda belirtilen filtreleme uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre tezin benzerlik oranı: % 20' dir.

Filtrelemeye **alıntılar dahil** edilmiştir. Filtrelemede **yedi (7) kelimeden daha az** örtüşme içeren metin kısımları hariç tutulmuştur.

Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez İntihal Raporu Uygulama Esaslarını inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmasının herhangi bir intihal içermediğini, aksinin tespit edilmesi durumunda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini bilgilerinize arz ederim. 03/01/2025

Prof. Dr. Levent ÇITAK

Asuman BALAT

KILAVUZA UYGUNLUK

“Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı ile İlişkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama” başlıklı Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Lisansüstü Tez Önerisi ve Tez Yazma Yönergesine uygun olarak hazırlanmıştır.

Hazırlayan

Asuman BALAT

Danışman

Prof. Dr. Levent ÇITAK

İşletme ABD Başkanı

Prof. Dr. Veli AKEL

KABUL VE ONAY TUTANAĞI

Prof. Dr. Levent ÇITAK danışmanlığında **Asuman BALAT** tarafından hazırlanan “**Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı ile İlişkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama**” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü **İşletme** Anabilim Dalı’nda **Doktora** tezi olarak kabul edilmiştir.

20/12/2024

JÜRİ:

Danışman	: Prof. Dr. Levent ÇITAK	İmza
Üye	: Prof. Dr. Veli AKEL	İmza
Üye	: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK	İmza
Üye	: Prof. Dr. Eşref Savaş BAŞÇI	İmza
Üye	: Doç. Dr. Melike DEDEOĞLU	İmza

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun /.../..... tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

..... /...../

Prof. Dr. Atabey KILIÇ

Enstitü Müdürü

ÖN SÖZ

Doktora ders dönemindeki değerli katkıları ile birlikte tez konusunun belirlenmesinden tezin tamamlanmasına kadar geçen süreçte tecrübe ve bilgi birikimiyle bana her konuda destek olan saygıdeğer danışmanım Prof. Dr. Levent ÇITAK başta olmak üzere, Tez İzleme Komitesi üyeleri Prof. Dr. Veli AKEL, Doç. Dr. Melike DEDEOĞLU'na; akademik dünyayı tanımamda öncülük eden, farklı bakış açıları geliştirmemde etkin bilgi birikimiyle katkı sağlayan kıymetli hocam Tez Savunma Jürisi üyesi Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK'e; analizimde yol gösteren Doç. Dr. Emrah KOÇAK hocama ve Tez Savunma Jürisi üyesi Prof. Dr. Eşref Savaş BAŞÇI hocama teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, tez çalışmam sırasında yardımlarını esirgemeyen arkadaşım Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Sinan ÇELİK'e teşekkür ederim. Eğitim hayatı boyunca maddi ve manevi yanımda olan, dualarını esirgemeyen canım annem ve babama, bana olan sevgilerini her zaman hissettiğim kardeşlerime minnettarım.

Asuman BALAT

Kayseri, 2024

FINANSAL GELİŞMENİN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI İLE İLİŞKİSİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Asuman BALAT

**Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi, Ocak 2025
Danışman: Prof. Dr. Levent ÇITAK**

ÖZET

Araştırmanın amacı, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları üzerindeki olası etkilerini incelemektir. Çalışma, 2000-2022 dönemini kapsayan, 14 gelişmiş ülke ve 17 gelişmekte olan ülkenin verilerini içermektedir. Analizde, Koenker ve Bassett'in 1978'de geliştirdiği panel kantil regresyon analizi kullanılmıştır. Finansal gelişmeyi temsilen M3 para arzı/GSYİH ve özel sektör kredileri/GSYİH, piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, borsa işlem hacmi/GSYİH oranı kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkilerinin, ülkelerin gelişmişlik düzeyine ve finansal gelişme göstergelerine bağlı olarak değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir. M3 para arzının gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımları olumlu yönde etkilediği, gelişmiş ülkelerde ise olumsuz yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Özel sektör kredileri, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları artırırken, yabancı portföy yatırımlarını azaltmaktadır. Piyasa kapitalizasyonu, gelişmiş ülkelerde yabancı yatırımları olumlu yönde etkilerken, gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır; doğrudan yabancı yatırım üzerinde ise anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Borsa işlem hacmi, gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımları azaltırken, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ile anlamlı bir ilişki bulunmamakta, ancak yabancı portföy yatırımlarında hem artışa hem de azalışa neden olmaktadır. Ticari açıklık, genel olarak doğrudan yabancı yatırımları artırırken, gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarını hem artırmakta hem de azaltmaktadır. Son olarak, ekonomik büyüme doğrudan yabancı yatırımı olumlu, yabancı portföy yatırımı ise olumsuz etkilemiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım, Yabancı Portföy Yatırımı, Panel Kantil Regresyon

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT AND FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT: AN APPLICATION ON DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES

Asuman BALAT

Erciyes University, Graduate School of Social Sciences

PhD Thesis, January 2025

Supervisor: Prof. Levent ÇITAK

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the potential effects of financial development on foreign direct investment and foreign portfolio investment. The study covers the period from 2000 to 2022 and includes data from 14 developed countries and 17 developing countries. In the analysis, panel quantile regression, developed by Koenker and Bassett in 1978, was used. M3 money supply/GDP and private sector credit/GDP, market capitalization/GDP and stock traded/GDP ratio were used to represent financial development. Additionally, economic growth and trade openness were included as control variables in the model. The results indicate that the effects of financial development on FDI and FPI vary depending on the level of development of the countries and the financial development indicators. M3 money supply was found to positively affect foreign investments in developing countries, while it had a negative impact in developed countries. Private sector credit increases FDI in both developed and developing countries but decreases FPI. Market capitalization positively influences foreign investments in developed countries, but it has a negative impact on FPI in developing countries. No significant relationship was observed between market capitalization and FDI. Stock market trading volume was found to reduce foreign investments in developing countries, but in developed countries, while there was no significant relationship with FDI, it led to both increases and decreases in FPI. Trade openness generally increases FDI but has a mixed effect on FPI in developing countries, both increasing and decreasing it. Finally, economic growth positively affects FDI but negatively affects FPI.

Keywords: Financial Development, Foreign Direct Investment, Foreign Portfolio Investment, Panel Quantile Regression

İÇİNDEKİLER

FINANSAL GELİŞMENİN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI İLE İLİŞKİSİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	i
TEZ ÖZGÜNLÜK SAYFASI.....	ii
KILAVUZA UYGUNLUK	iii
KABUL VE ONAY TUTANAĞI	iv
ÖN SÖZ	v
ÖZET	vi
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ	xi
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK ETKİLERİ VE TÜRLERİ

1.1. Yabancı Yatırımlar	5
1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	6
1.1.1.1. Ülkeye Giriş Şekillerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar	7
1.1.1.2 Ülkeye Giriş Amaçlarına Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar	8
1.1.1.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri	12
1.1.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımların Etkileri	15
1.1.2. Yabancı Portföy Yatırımları	18
1.1.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar	20
1.1.2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri	23
1.1.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Etkileri	25

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI YATIRIMLAR AÇISINDAN FİNANSAL PİYASALAR

2.1. Finansal Piyasa Kavramı ve Unsurları	27
2.2. Finansal Piyasanın Fonksiyonları	30

2.3.Finansal Piyasanın Gelişmesi ve Koşulları	34
2.4.Finansal Gelişme Tanımı.....	35
2.5.Finansal Gelişme Göstergeleri.....	36
2.5.1. Miktar Ölçüleri	37
2.5.1.1. Parasal Büyüklükler.....	37
2.5.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler.....	38
2.5.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri	38
2.5.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge.....	39
2.5.2. Yapısal Ölçütler.....	40
2.5.3. Finansal Fiyat Ölçütü	40
2.5.4. Ürün Çeşitliliği	41
2.5.5. Değişim Maliyeti	42
2.6. Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile İlişkisi	43
2.7. Finansal Gelişmenin Yabancı Portföy Yatırımları ile İlişkisi	45

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	47
3.2. Finansal Gelişme ile Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	59
3.3. Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar.....	67

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME İLE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi.....	71
4.2. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtları.....	73
4.3. Çalışmanın Yöntemi.....	76
4.4. Bulgular	81
4.4.1. Gelişmekte Olan Ülkeler ile İlgili Bulgular	81
4.4.2. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular	84
4.4.3. Yabancı Portföy Yatırımı ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular	87

4.5. Gelişmiş Ülkeler ile İlgili Bulgular	90
4.5.1. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular	92
4.5.2. Yabancı Portföy Yatırımı ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular	95
SONUÇ	100
KAYNAKÇA.....	107



KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ

ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İH	: İşlem Hacmi
MSCI	: The Morgan Stanley Capital International
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ÖSK	: Özel Sektör Kredileri
PA	: Para arzı
PK	: Piyasa Kapitalizasyonu
TA	: Ticari Açıklık
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
YPY	: Yabancı Portföy Yatırımı

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1.	TUNCTAD’a Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Düzeyinin Ev Sahibi Ülkedeki Belirleyicileri	13
Tablo 1.2.	DYY’ın Ev Sahibi Ülke Belirleyicileri	14
Tablo 3.1.	Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	56
Tablo 3.2.	Finansal Gelişme ile Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	65
Tablo 3.3.	Finansal gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar.....	69
Tablo 4.1.	MSCI Endeksine Göre Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	74
Tablo 4.2.	DYY, YPY ve Finansal Piyasa Gelişim Göstergeleri	75
Tablo 4.3.	Gelişmekte Olan Ülke Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler	82
Tablo 4.4.	Gelişmekte Olan Ülkeler Korelasyon Matrisi	83
Tablo 4.5.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Tahmin Sonuçları	84
Tablo 4.6.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımlarının Panel Kantil Tahmin Sonuçları	87
Tablo 4.7.	Gelişmiş Ülke Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler	90
Tablo 4.8.	Gelişmiş Ülkeler Korelasyon Matrisi.....	91
Tablo 4.9.	Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Tahmin Sonuçları.....	92
Tablo 4.10.	Gelişmiş Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımı Panel Kantil Tahmin Sonuçları.....	95
Tablo 4.11.	Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişme Arasındaki İlişki	98

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.	Yabancı Portföy Yatırımlarını Belirleyen Faktörler	25
Şekil 2.1.	Finansal Piyasa Unsurları.....	28
Şekil 4.1.	Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri.....	86
Şekil 4.2.	Gelişmekte olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri.....	89
Şekil 4.3.	Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri	94
Şekil 4.4.	Gelişmiş Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri	97

GİRİŞ

Ülkelerin temel hedeflerinden biri uzun vadeli ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Bu nedenle, ekonomik büyüme ülkeler için büyük önem taşır ve sürdürülebilir büyümeyi desteklemek amacıyla çeşitli politikalar uygulanır. Küresel sermaye hareketliliğinin artması ve finansal piyasaların liberalleşmesi, yabancı yatırım akışlarının ve finansal gelişmenin hızlandığı bir ortam yaratmıştır. Bu gelişmeler, araştırmacıların yabancı yatırımlara ve finansal gelişmeye odaklanmasına neden olmuştur. Bu çalışmanın konusu, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ve yabancı portföy yatırımları (YPY) üzerindeki etkilerinin ölçülmesidir.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için ekonomik büyüme açısından yabancı yatırımlar önemli bir rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, yüksek ekonomik büyüme hedeflerine ulaşmak için yabancı yatırımlara ihtiyaç duyarlar. Öte yandan, gelişmiş ülkeler ise sürdürülebilir ekonomik büyüme sağlamak amacıyla yabancı yatırımlardan faydalanırlar. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı en büyük sorunlardan biri, sermaye yetersizliği nedeniyle ekonomik büyüme gerçekleştirememeleridir. Bu nedenle, bu ülkeler sermaye eksikliğini gidermek için borçlanma veya yabancı yatırımlar yoluyla finansman sağlamaya çalışmaktadır.

1990'lı yıllarda finansal serbestleşmenin başlamasıyla birlikte uluslararası sermaye hareketliliğinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Yabancı yatırım olarak ifade edilen uluslararası sermaye, bir ülkenin yatırımcıları tarafından başka bir ülkede gerçekleştirilen çeşitli yatırım türlerini kapsar ve genellikle iki ana kategoriye ayrılır: doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları. **Doğrudan yabancı yatırımlar**, bir yatırımcının başka bir ülkede uzun vadeli ve kalıcı gelir elde etmek amacıyla yaptığı yatırımlardır. Bu tür yatırımlar, yatırımcıya yatırım yaptığı şirketin

yönetiminde söz sahibi olma hakkı tanır ve yatırımcı, şirketin stratejik kararlarına etki edebilir. **Yabancı portföy yatırımları** ise, bir ülkenin hisse senedi, tahvil ve bono gibi finansal araçlarına yapılan kısa vadeli yatırımlardır. Bu yatırımlar genellikle hızlı kazanç sağlamak amacıyla yapılır ve yatırımcı, yatırım yaptığı şirketlerin yönetimi üzerinde doğrudan bir kontrol veya söz hakkına sahip değildir.

Finansal gelişme, bir ülkenin finansal sisteminin büyüklüğünü, istikrarını, etkinliğini ve finansal araçlara erişimini geliştiren süreçleri ifade eder. Bu kavram, ekonomik büyüme ve yatırımı destekleyen finansal kurumların, araçların ve piyasaların kurulmasını, gelişmesini ve çeşitlenmesini kapsar. Bu nedenle, finansal gelişmenin tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinde önemli bir rol oynadığı söylenebilir. Gelişmiş bir finansal sistem, tasarrufların etkin bir şekilde yatırımlara yönlendirilmesini ve yatırımların finanse edilmesi için gerekli kaynakların birikmesini sağlar. Ayrıca, finansal sistem bilgi edinme maliyetlerini azaltarak yatırımların en verimli alanlara yönlendirilmesini ve yatırım süreçlerinin hızlanmasını sağlar.

Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında karşılıklı ve dinamik bir ilişki bulunur. Gelişmiş finansal sistemler, yabancı yatırımcıları çekme potansiyelini artırırken, yabancı yatırımlar da finansal sistemin daha da gelişmesine katkıda bulunabilir. Bu süreç, her iki taraf için de kazan-kazan durumu yaratabilir ve ülkenin ekonomik büyümesini destekleyebilir. Ülkeler genellikle doğrudan yabancı yatırımları çekmeye çalışır, çünkü bu yatırımlar yeni iş fırsatları yaratır, sermaye birikimini artırır ve toplam faktör verimliliğini yükseltir; bu da finansal kalkınma ve ekonomik büyümeyi teşvik eder. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımların bir ülkeye çekilmesinde, o ülkenin finansal gelişim düzeyi önemli bir rol oynar. Gelişmiş finansal sistemler, yabancı yatırımcılar için daha cazip hale gelir. İyi bir finansal altyapı, şeffaflık, etkili mevzuat ve yüksek likidite, yatırımcıların risklerini azaltır ve yatırım yapma kararlarını olumlu yönde etkiler. Bu nedenle, finansal sistem ne kadar gelişmişse, doğrudan yabancı yatırım çekme potansiyeli de o kadar yüksek olabilir.

Yabancı portföy yatırımları, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine çeşitli faydalar sağlar. Bu yatırımlar, ülkelerin sermaye birikimlerini artırarak ekonomik büyümeyi desteklerken, aynı zamanda ülkelere döviz girdisi sağlayarak döviz baskısını azaltır (Pal, 2010, s. 3). Bu nedenle, ülkeler yabancı portföy

yatırımlarını çekmek için politikalar geliştirmektedir. Fakat, yabancı portföy yatırımının ülkeye geliş nedeni bilinirse portföy yatırımı çekmek için uygulanacak politikalar da daha etkili olacaktır. Ülkeye gelen yabancı portföy yatırımları hem içsel hem de dışsal faktörlerden etkilenmektedir. İçsel faktörler ülke içerisinde kaynaklanan faktörlerdir. Dışsal faktörler ise diğer ülkelerden/piyasalardan kaynaklanmaktadır. Literatürde içsel faktörler genellikle, döviz kuru, ekonomik büyüme, enflasyon, finansal gelişme ve faiz oranı gibi ülkeye özgü faktörlerden oluşmaktadır. Dışsal faktörler ise ekonomik ve finansal gücü yüksek olan ülkelerin faiz oranları, ekonomik büyüme oranları ve borsa göstergeleri gibi ülke dışı faktörlerdir. Eğer yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girişi nedeni ağırlıklı olarak içsel faktörlerden kaynaklanıyorsa kontrol ülkenin elinde bulunup uygulanacak politikalarla istikrarlı, öngörülebilir ve daha az oynaklığı olan sermaye akışı sağlayabilmektedir. Eğer yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girişi üzerinde dışsal faktörler daha çok etkili ise ülkeler yabancı portföy yatırımlarının uzun süreli kalmalarını sağlayamayacak olup bu yatırımların oynaklığından kaynaklanan olumsuzluklardan etkileneceklerdir. Dolayısıyla, ülkelerin yabancı portföy yatırımlarına olan bağımlılığı azaltıcı politikalar geliştirmeleri önem arz edecektir (Moreno, 2000, s. 47).

Literatürde doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımının bir ülke ekonomisini neden tercih edeceğine dair oldukça çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalarda bir ülkeye nasıl daha fazla yabancı yatırım çekilebilir sorusunun cevabı aranmaktadır. Mevcut çalışmalar çok farklı sosyo-ekonomik faktörü dikkate almaktadır. Bu faktörler arasında makroekonomik değişken olarak ekonomik büyüme, enflasyon ve faktör verimliliği yer alırken sosyolojik faktör olarak politik istikrar, beşeri sermaye gelişmişliği, terör olayları gibi faktörler yer almaktadır. Çok az sayıda çalışmada ise finansal gelişme ile ilgili değişkenler de analiz kapsamına alınmaktadır. Fakat mevcut çalışmalarda finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisine odaklanılmış olup yabancı portföy yatırımları ile ilgili sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu açıdan, yapılan çalışmanın kullanılan yöntemle birlikte literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. Bu doğrultuda, araştırmanın amacı, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkilerini incelemektir. Finansal gelişmenin birçok ölçüm tekniği olmakla birlikte, bu çalışmada para piyasasını temsilen M3 para arzı/GSYİH ve

mevduat bankaları tarafından özel sektöre verilen krediler/GSYİH, sermaye piyasasını temsilen piyasa kapitalizasyonu/GSYİH ve borsa işlem hacmi/GSYİH oranları esas alınmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise ticari açıklık/GSYİH ve ekonomik büyüme oranı dikkate alınmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda 17 gelişmekte olan ülke ve 14 gelişmiş ülkenin 2000-2022 yılları arasına ait veriler panel kantil regresyon analizi kullanılarak araştırılmıştır.

Bu çalışmada, finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişki dört ana bölümde ele alınmıştır. İlk bölümde, yabancı yatırımlar teorik çerçevede incelenmiş ve doğrudan yabancı yatırımlar ile yabancı portföy yatırımları hakkında kapsamlı bilgi sunulmuştur. İkinci bölümde, finansal piyasa kavramı, bileşenleri, işlevleri ve finansal piyasa gelişimi detaylandırılmıştır. Ayrıca, finansal gelişmenin tanımı ve göstergeleri de açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ise, yabancı yatırımlar ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi araştıran literatür derlenmiş ve mevcut çalışmalar üç ana kategoriye ayrılarak değerlendirilmiştir. İlk olarak, finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ele alınmıştır. Ardından, finansal gelişme ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara odaklanılmıştır. Son olarak, finansal gelişmenin hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkilerini birlikte ele alan çalışmalar incelenmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise, araştırmanın amacı ve önemi, kapsamı ve kısıtları, veri seti ve kullanılan yöntem açıklanmış, elde edilen bulgular raporlanmış ve bu bulguların değerlendirmesi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK ETKİLERİ VE TÜRLERİ

Bu bölümde, yabancı yatırımların çeşitli türlerini ve bunların ekonomiye olan etkilerini kapsamlı bir şekilde ele alınacaktır. İlk olarak, doğrudan yabancı yatırımların ülkeye giriş şekilleri, bu yatırımların ne amaçla yapıldığı, belirleyici faktörleri ve etkileri detaylı olarak incelenecektir. Ardından, yabancı portföy yatırımları ile ilgili olarak kullanılan finansal araçlar, bu yatırımların belirleyicileri ve ekonomik etkileri üzerinde durulacaktır. Bu analizler, yabancı yatırımların hem ülke ekonomileri üzerindeki potansiyel yararlarını hem de olası risklerini anlamak için temel bir çerçeve sunacaktır.

1.1.Yabancı Yatırımlar

1980’den sonra dünyada finansal serbestleşme için önemli adımlar atılmış olup fonların ülkeler arasında transfer edilmesi üzerindeki denetim ve sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu adımlar neticesinde sermaye küreselleşmeye başlayarak ülkeler arasındaki sermaye akımları hız kazanmıştır (Ustaoglu, 2020, s. 21). Yabancı yatırım, fonların bir ülkeden başka bir ülkeye çeşitli biçimlerde getiri elde etmek üzere transfer edilmesi olarak tanımlanmaktadır. Fonların ülkeler arasındaki hareketi, uluslararası piyasalar aracılığı ile ya da doğrudan yatırım şeklinde yapılmaktadır (Kurtaran, 2010, s. 367).

Başka bir ifade ile yabancı yatırım, fon veya malların ev sahibi ülkedeki bir girişimin yürütülmesinde kullanılmak üzere girişimin kazancına doğrudan veya dolaylı bir ortaklık karşılığında bir ülkeden (fon ihraç eden) başka bir ülkeye (ev sahibi) transfer edilmesidir. Yabancı yatırım; “doğrudan yatırım” ve “portföy yatırımı” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu iki yatırım arasındaki ayırt edici faktör yatırımcı tarafından elde edilen yönetim kontrolünün derecesidir. Portföy yatırımı, yatırımcı önemli bir oy hakkı

(genellikle %25'ten az) elde etmediği sürece tahvil gibi borçlanma araçlarına ve hisse senedi gibi ortaklık getiren araçlara yatırımı içermektedir. Doğrudan yatırım ise yeni tesislerin kurulmasını kapsayan girişimler veya mevcut girişimlerin satın alınması şeklinde yapılabilmektedir (EPIL, 1985, s. 246).

Uluslararası Para Fonu'nda (IMF) yabancı yatırımlar ödemeler dengesinin (Balance of Payment) finans hesabında yer almaktadır. Bu hesapta ise yabancı yatırımların üç türü bulunmaktadır. Bunlar; doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımı ve diğer yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar; öz sermaye, yeniden yatırım kazançları ve diğer sermaye olarak alt gruplara ayrılmaktadır. Yabancı portföy yatırımları; pay senetleri, borçlanma senetleri ve türev ürünler gibi finansal yatırım araçlarına yapılan yatırımlardır. Diğer yatırımlar ise ticari krediler, krediler, nakit mevduatlar, diğer borçlar, diğer varlık ve yükümlülüklerden oluşmaktadır (IMF, 1993, s. 104). Bu çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları ele alınacaktır.

1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Bir şirketin, kurulduğu ülke sınırlarının dışındaki başka ülkelerde üretim tesisi kurması veya var olan üretim tesisini satın alması doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanabilir. Doğrudan yabancı yatırım yerine dolaysız yabancı yatırım ifadesi de kullanılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır (Seyidoğlu, 2016, s. 442). Başka bir tanıma göre doğrudan yabancı yatırım, bir ülke vatandaşının başka ülkedeki bir firmanın üretimini, dağıtımını ve diğer faaliyetlerini kontrol etmek amacıyla varlıkların mülkiyetini elde etme sürecidir (Moosa, 2002, s. 1).

OECD'nin tanımına göre doğrudan yabancı yatırım, bir ülkede faaliyet gösteren işletmenin (doğrudan yatırımcı), başka bir ülkedeki işletmede (doğrudan yatırım işletmesi) kalıcı gelir elde etme amacını yansıtmaktadır. Kalıcı ilgi, doğrudan yatırımcı ile doğrudan yatırım işletmesi arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığını ve işletmenin yönetimi üzerinde önemli derecede bir etkinin (oy hakkının %10 veya daha fazlasına doğrudan veya dolaylı olarak sahip olması) varlığını ifade etmektedir (OECD, 2008, s. 48). Ancak bu oran, yerel firmadaki yabancı yatırımcının hissedarlık düzeyini sınırlayan politikalar dolayısıyla ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir (Makoni, 2016, s. 23).

1.1.1.1. Ülkeye Giriş Şekillerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar ülke ekonomisine birçok şekilde giriş yapmaktadır. Bunlar; greenfield yatırım, brownfield yatırım, şirket birleşmeleri ve satın alınması, ortak girişim, montaj yatırım, yap-işlet devret modelinde yapılan yatırımlardır (Erdoğan, 2018, ss. 16-20; Seyidoğlu, 2016, ss. 443-444; Mwillima, 2003, ss. 31-32).

Sabit sermaye yatırımları (greenfield investment); yabancı bir şirketin ev sahibi ülkede yeni bir üretim tesisi kurmasını ifade etmektedir. Bu yatırım, ev sahibi ülkenin sabit sermaye stokunu ve istihdamını artırması dolayısıyla ev sahibi ülke tarafından en çok tercih edilen yatırımlardır. Yabancı yatırımcı bu tür yatırımları yaparken kendi teknolojisi, üretim yöntemi ve yönetim anlayışıyla, mülkiyeti kendinde olan yeni bir işletme kurarak karını maksimize etmektedir. Ancak diğer yatırımlara göre sabit sermaye yatırımlarında net getiri elde etmek daha uzun zaman almaktadır (Özata, 2020, s. 8).

Şirket birleşmeleri ve satın alınması; ev sahibi ülkede yer alan şirketin %10'dan fazla öz sermaye payının satın alınması, mülkiyetin yerli ellerden yabancı ellere geçmesini içeren ve yeni üretim olanakları yaratmayan işlemler olarak tanımlanmaktadır (Mwilima, 2003, s. 31). Şirket evliliği olarak da ifade edilen şirket birleşmelerinde birisi yabancı olmak üzere iki şirket eşit koşullarda birleşerek tek bir şirkete dönüşmektedir. Şirket satın alımında ise yabancı şirket ev sahibi ülkedeki şirketin hisse senetlerinin tamamını ya da çoğunluğunu satın alarak kendi bünyesine dahil etmektedir. Şirket birleşme ve satın alımında ev sahibi ülkenin sermaye stokunda artış görülmemektedir. Bu tür yatırımlarda ev sahibi ülkeye sadece yeni teknoloji ve yönetim bilgileri getirme, çok uluslu şirketin dış pazarlama yollarından faydalanma gibi etkiler söz konusu olabilmektedir (Seyidoğlu, 2016, s. 443). Ancak, ev sahibi ülke için, özellikle kısa vadede, yeşil alan yatırımlarına kıyasla, birleşme ve satın alımların faydaları daha düşük olup olumsuz etkileri daha fazla olduğu söylenebilir (Mwilima, 2003, s. 31).

Brownfield yatırım; greenfield yatırımları ile satın alma ve birleşmelerin bir karması olarak tanımlanabilir. Bu tür yatırımlarda, yabancı bir şirket genellikle pazara hızlı giriş yapmak ve yerli firmanın pazar payını kullanmak amacıyla, yerli bir şirketi satın alarak veya onunla birleşerek ülkeye girer. Ancak, satın alınan şirketin mevcut organizasyonu

genellikle yetersiz olduğundan, derin bir yeniden yapılandırma süreci başlatılır. Bu süreçte, şirketin fabrika binası, üretim hattı ve ekipmanları tamamen yenilenir. Sonuç olarak, brownfield yatırımları, satın alma ve birleşme yoluyla gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımların yeniden inşa edilerek yeşil alan yatırımlarına dönüştürülmesidir (Meyer ve Estrin, 2001, ss. 576-577).

Ortak girişim; çok uluslu şirket ile ev sahibi ülkedeki şirketin amaçlarını gerçekleştirmek üzere kaynaklarını birleştirerek oluşturdukları ve finansal riskleri, sorumlulukları, faaliyetleri, mülkiyeti ana şirketten ayrı olan üçüncü bir şirket olarak ifade edilmektedir. Ortak girişimlerde, yabancı ülke şirketi ile yerel şirket belirlenen bir yatırım projesi için birlikte bir girişim veya ortak bir işletme oluştururlar. Ortak girişim şeklinde yapılan doğrudan yabancı yatırımlar kaynak ülke açısından birçok avantaj sağlamaktadır. Bunlar; yerel firmanın kendi ülkesiyle ilgili kurum ve uygulamalar hakkındaki bilgisinden faydalanma, yerel ortağın sahip olduğu tecrübe ve unvan dolayısıyla ev sahibi ülke piyasasına daha kolay giriş yapma gibi avantajlardır (Ticaret Bakanlığı, 2021, s. 8).

Montaj yatırımları; kaynak ülkedeki ana firmadan sağlanan ara malların ev sahibi ülkede yapılan parçalarla bir araya getirilerek üretimin nihai aşamasının ana merkezin dışında gerçekleştirildiği bir yatırım türüdür. Otomotiv, kimya sanayi ve makine imalatı montaj sanayi için örnek verilebilir. Bu yatırım az gelişmiş ülkelerin düşük ücretlerinden yararlanmak, lojistik masraflarından tasarruf etmek ve tüketici pazarına yakın olmak için yapılmaktadır (Erdoğan, 2018, s. 19).

Yap işlet devret modeli yatırımlar; ileri düzey teknoloji ve yüksek maddi kaynak gerektiren tesislerin inşasının ve finansmanının ev sahibi ülke tarafından yabancı bir özel şirkete yaptırıldığı yatırımlardır. Yatırım 10-15 yıl gibi genellikle uzunca bir süre özel şirket tarafından işletildikten sonra ülkeye devri yapılmaktadır. Bu süre içinde ülke firmaya belirli bir ödeme yapmayı da taahhüt edebilmektedir (Ustaoglu, 2020, s. 25).

1.1.1.2. Ülkeye Giriş Amaçlarına Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Günümüzde doğrudan yabancı yatırımların nedenleri ve sonuçlarına yönelik oluşan ilgi, çok uluslu şirketlerin neden bu tip yatırımlara eğilim gösterdikleri ve yatırımlarını

neden diğerk ülkelere yönlendirmek istediklerini açıklamaya çalışank teorilerin ortaya çıkmasında öncü olmuştur (Mucuk, 2011, s. 21). Bu teoriler:

Getiri Oranı Farklılıkları Teorisi: Getiri oranı farklılıkları teorisi doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya yönelik olarak ortaya çıkan ilk teorilerden biri olarak kabul edilmektedir. Bu teorideki ana düşünce, doğrudan yabancı yatırım akışının düşük getirili olan ülkelere sermaye birimi başına daha yüksek getiri sağlaması beklenen ülkelere olmasıdır. Bu yaklaşımda risk göz ardı edilerek, yatırım kararını etkileyen tek faktörün getiri oranı olduğu ifade edilmektedir. Bu teoriye karşı yapılan en önemli eleştiri sermaye akışının tek yönlü olarak kabul edilmesidir. Yani sermaye düşük getirili ülkelere yüksek getirili ülkelere hareket etmektedir. Ancak bu düşünce, günümüzdeki sermaye akışının yönü ile tutarsızlık göstermektedir. Düşük getirili ülkeler de yabancı sermaye çekebildikleri gibi tüm ülkelere hem sermaye çıkışı hem de sermaye girişi olabilmektedir (Özata, 2020, s. 39).

Risk Çeşitlendirme Teorisi: Doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya yönelik olarak ileri sürülen bir diğerk teori de risk çeşitlendirme teorisidir. Bu teoride, çok uluslu şirketler yatırımlarını yönlendirirken getiri oranlarının yanında yatırımların risk düzeyini de göz önünde bulundurmaktadır. Risk çeşitlendirme teorisi, çok uluslu şirketlerin farklı ülkelere yatırım yaparak çeşitlendirme etkisi ile riski azaltabileceklerini ifade etmektedir (Dunning vd., 2008, s. 89).

Piyasa Büyüklüğü Teorisi: Bu teori, ev sahibi ülkedeki doğrudan yabancı yatırım düzeyinin o ülkedeki çok uluslu şirketlerin satışlarına veya ülkenin GSYİH'sı ile ölçülen piyasa büyüklüğüne bağlı olduğunu varsaymaktadır. Piyasa büyüklüğü, ülkedeki pazar talebinin bir ölçüsüdür. Bu özellikle ithal ikameci doğrudan yabancı yatırımlar için geçerlidir. Ülkeler sağlıklı bir büyümeye sahip oldukça, doğrudan yabancı yatırım girişi için potansiyel bir hedef haline gelecektir (Tortian, 2007, s. 141).

Endüstriyel Organizasyon Teorisi: Bu teori, Hymer tarafından oluşturulup Kindelberger, Caves ve Dunning tarafından geliştirilmiştir (Tortian, 2007, s. 144). Hymer endüstriyel organizasyon teorisi ile çok uluslu şirketlerin doğrudan yabancı yatırımları tercih etmelerindeki nedenleri ortaya koymaktadır (Mucuk, 2011, s. 24). Uluslararası yatırım yapan şirketler risk ve belirsizlikle karşılaştıkları için yerel

şirketlere göre daha dezavantajlı konumdadırlar. Bu yüzden çok uluslu şirketler yerel şirketlere göre yatırımları dolayısıyla daha fazla maliyete katlanmaktadır. Örneğin, çok uluslu şirketler ev sahibi ülkede yerel firmalardan daha yüksek ücret ödemek zorunda kalabilir, çünkü onlarla çalışmak yerel işçiler tarafından daha riskli olarak kabul edilir. Bu nedenle, çok uluslu şirketlerin başarılı olabilmesi yerel firmalara karşı bazı avantajlara sahip olmasına bağlıdır. Bu avantajlar, teknolojik üstünlük, yönetim yetenekleri, girişimcilik, know-how, bilgi ve beşeri sermaye olarak sayılabilir (Dunning vd. 2008, ss. 83-84).

İçselleştirme Teorisi: İçselleştirme teorisi, Buckley ve Casson tarafından 1976 yılında geliştirilmiştir (Agarwal, 1980, s. 753). Bu teoriye göre, firmaların dışa bağımlılıktan kurtulmaları gerekmektedir. Uluslararası yatırım yapan firmalar ara mal alışlarında sorunlarla (teslim süresi, işlem maliyetleri) karşılaşabilmektedir. Firmalar bu problemler ve belirsizlikten kurtulmak için içselleştirme yoluna gitmektedir. Örneğin, bir çelik firması uluslararası piyasalardan demir cevheri satın almak zorunda olduğu için arz belirsizlikleri ve nakliye maliyetleri ile karşı karşıya kalabilmektedir. Ancak, bu firma yabancı bir maden şirketini satın alarak demir cevheri alımı ve nakliye ile ilgili belirsizlikleri piyasayı içselleştirilme yoluyla ortadan kaldırmaktadır (Tortian, 2007, s. 149).

Oligopolistik Tepki Teorisi: Bu teoriye göre, birkaç büyük firmanın egemen olduğu bir piyasada firmalardan birinin aldığı karara diğerleri de benzer kararlar tepkide bulunmaktadır. Benzer malı ihraç eden firmalardan birinin doğrudan yabancı yatırım yaparak o ülkede bir üretim üssü oluşturması ve dış piyasayı ele geçirmesi diğer firmaların ihracatının azalmasına neden olabilmektedir. Çünkü firma başka bir ülkede daha düşük maliyetle üretim yapıp, müşterilere satış sonrası hizmeti verip yeni bilgi ve beceri elde ederek rekabet avantajı elde etmektedir. Dolayısıyla, diğer firmalarda pazar paylarını kaybetmemek için doğrudan yatırım yaparak rekabete girmek istemektedir (Seyidoğlu, 2013, ss. 635-636).

OLI Modeli: Bir diğer adı Eklektik Paradigma olan OLI modelinde Dunning¹(2008) uluslararası şirketlerin doğrudan yabancı yatırım yapmalarının nedenlerini, avantajlarını ve giriş şekillerini sentezleyerek, içselleştirme teorisini ve geleneksel ticaret teorisini birleştirmiştir (Aktaran: Özata, 2020, s. 60). Model, içerdiği kavramların İngilizce'deki baş harflerinden oluşmaktadır. Modelde O harfi (ownership) sahiplik üstünlüklerini, yani işletmenin piyasaya girmeden önce kendisine rekabet üstünlüğü sağlayacak üretim ayrıcalıklarının, L harfi (location) yer hakkındaki üstünlüklerini, yani yatırım yapılacak ülkenin konumunun yatırımın karlılığını sağlayacak nitelikte olmasını, I harfi de (internalization) içselleştirme üstünlüklerini bir diğer ifade ile şirketin piyasaya neden başka yollarla değil de doğrudan yabancı yatırım yoluyla gireceğini açıklamaktadır. OLI modelinde bu üç koşul sağlandığı sürece uluslararası şirketler doğrudan yabancı yatırımı tercih etmektedir (Seyidoğlu, 2013, ss. 636-637).

Ürün Döngüsü Teorisi: Bu teori, ABD merkezli çok uluslu şirketlerin yaptıkları doğrudan yabancı yatırımları açıklamak için Vernon² tarafından 1966 yılında geliştirilmiştir. Vernon bu teoride ürün döngüsünün, ürün geliştirme, olgunlaşma ve standartlaşma dönemi olmak üzere üç aşamadan oluştuğunu ifade etmiştir. Hipotez, firmaların başlangıçta yenilik olarak ürettikleri ürünlerin yaşam döngüsünün belirli bir aşamasında doğrudan yabancı yatırıma yöneldiklerini varsaymaktadır (Aktaran: Tortian, 2007, s. 159). İlk aşamada işgücü maliyeti yüksek olup satış fiyatı da ürünün yeni, arzının kısıtlı olması ve talebin inelastik olması dolayısıyla yüksektir. Üretim ev sahibi ülkede yapılmakta olup yabancılara satış ise ihracat yoluyla gerçekleştirilmektedir. İkinci aşamada, ürüne olan talep artmakta ve gelişmiş teknoloji ile maliyetler azalmaktadır. Başka firmaların da piyasaya girmesi ile rekabet artış göstermektedir. İç piyasada talebin artması ve rekabet ortamının oluşması ürünü geliştiren firmaları yabancı yatırımlara yöneltmekte ve bu şekilde genişleme süreci kendini göstermektedir. Son aşama olan standartlaşma döneminde ise ürünün standardizasyonu en yüksek noktaya ulaşmakta ve ürünün son hali belli olmaktadır. İşgücü maliyetinin gelişmekte

¹Dunning, H. John and Lundan, M. Sarianna (2008). *Multinational Enterprises and The Global Economy*, Second Edition. USA: Edward Elgar Publishing.

² Vernon, Raymond. 1966. "International Investment and International Trade in the Product Cycle," *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 80, pp. 190-207.

olan ülkelerde düşük olması, yatırımlar açısından önemli bir teşvik unsuru olmakta ve yatırımlar bu ülkelere transfer edilmektedir (Mucuk, 2011, s. 32).

1.1.1.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri

Yabancı sermaye hareketleri hem iç hem de dış faktörlerden etkilenmektedir. Ev sahibi ülke açısından gelen yabancı sermayenin temel belirleyicilerinin neler olduğu büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla, gelen yabancı sermaye eğer ülke içi faktörlerden kaynaklanıyorsa, ev sahibi ülke politikalarını o yönde iyileştirmeye gitmektedir.

Yabancı yatırımcılar için ise en önemli faktör ilerde elde edilmesi öngörülen muhtemel kar olmaktadır. Dolayısıyla, yabancı yatırımcı en fazla kar elde edeceği yere yatırımını yönlendirmektedir. Ancak, sadece karlılığı göz önünde bulundurarak yatırım kararı almak yeterli olmamaktadır. Kaynak ülke açısından, yatırımı belirleyen kar haricindeki faktörler; minimum maliyet, ucuz işgücü, hammadde temini, yeni piyasa keşfi ve mevcut piyasaların korunması, ulaşım ve üretim esnekliğidir (Erdoğan, 2018, s. 128).

İçsel Faktörler: Doğrudan yabancı yatırım ev sahibi ülke faktörlerinden etkileniyorsa bu faktörlere içsel faktörler denir. Uluslararası sermaye hareketliliğini etkileyen içsel faktörler arasında mali reform, bütçe açığı, enflasyon düzeyi, başarılı borç krizi yönetimi, ticaretin serbestleştirilmesi, sermaye hareketini sınırlandırıcı kısıtlamaların kaldırılması gibi faktörler bulunmaktadır (Ying ve Kim, 2001, s. 954). UNCTAD'ın 1998 yılında yayınladığı dünya yatırım raporunda doğrudan yabancı yatırım düzeyinin belirleyici faktörleri olan içsel faktörler üç grup altında ele alınmıştır. Bunlar; politik belirleyiciler, iş ortamına ilişkin belirleyiciler ve ekonomik belirleyicilerdir (UNCTAD, 1998, s. 91).

Tablo 1.1. TUNCTAD’a Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Düzeyinin Ev Sahibi Ülkedeki Belirleyicileri

Ev Sahibi Ülkedeki Belirleyiciler		
1. Politik Belirleyiciler	Ekonomik, politik ve sosyal istikrar Giriş ve işlemlere ilişkin kurallar Yabancı iştiraklere ilişkin standartlar Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (özellikle rekabet ve birleşme/satın alma politikaları) DYY ile ilgili uluslararası anlaşmalar Özelleştirme politikası Ticaret politikası ve DYY ile ticaret politikasının tutarlılığı Vergi politikası	
2. Ekonomik Belirleyiciler	ÇUŞ’ın Amacına Göre DYY Türü	Temel Ekonomik Belirleyiciler
	Pazar arayan	Pazar büyüklüğü ve kişi başına gelir Pazar büyümesi Bölgesel ve küresel pazarlara erişim Ülkeye özgü tüketici tercihleri Piyasaların yapısı
	Kaynak arayan	Hammadde Düşük ücretli (yetenekli olmayan) işgücü Nitelikli işgücü Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılan varlıklar Fiziksel altyapı
	Etkinlik arayan	Varlıkların ve kaynakların maliyeti Diğer girdilerin maliyeti Bölgesel ortak ağların kurulmasına elverişli bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik
3. İş Ortamına İlişkin Belirleyiciler	Yatırım promosyonu (imaj oluşturma ve yatırım yaratıcı faaliyetler ve yatırım kolaylaştırma hizmetleri dahi) Yatırım teşvikleri Maliyetler (yolsuzluk ve idari verimlilik vb.) Sosyal olanaklar (çift dilli okullar, kaliteli yaşam vb.) Yatırım sonrası hizmet	

Kaynak: UNCTAD (1998, s. 91)

Lall (1997) çalışmasında ise ev sahibi ülke açısından doğrudan yabancı yatırım düzeyinin belirleyicileri Tablo 2’deki gibi özetlenmiştir (Cho, 2003, s. 100). Tablo 2’de verildiği üzere doğrudan yabancı yatırım düzeyini belirleyen unsurlar arasında sadece ekonomik koşullar yer almamakta, firmaların çalışma ortamları ile hükümet politikaları da en az ekonomik şartlar kadar dikkate alınmaktadır (Mucuk, 2011, s. 34).

Tablo 1.2. DYY'ın Ev Sahibi Ülke Belirleyicileri

Ekonomik Koşulları	Piyasalar	Büyüklik, gelir seviyesi, kentleşme, istikrar ve büyüme beklentileri, bölgesel pazarlara erişim, dağıtım ve talep modelleri.
	Kaynaklar	Doğal kaynaklar ve lokasyon
	Rekabet Gücü	İşgücü mevcudiyeti, maliyet, beceriler, eğitilebilirlik; yönetsel teknik beceriler, girdilere erişim, fiziksel altyapı, tedarikçi sayısı, teknoloji desteği.
Ev Sahibi Ülke Politikaları	Makro Politikalar	Önemli makro değişkenlerin yönetimi, para transferi kolaylığı, döviz erişim.
	Özel Sektör	Özel mülkiyetin teşviki, açık ve istikrarlı politikalar, kolay giriş/çıkış politikaları, etkin finansal piyasalar; diğer destekler.
	Ticaret ve Sanayi	Ticaret stratejisi, bölgesel entegrasyon ve pazarlara erişim, rekabet politikaları, KOBİ'lere destek.
	DYY Politikaları	Giriş kolaylığı, mülkiyet, teşvikler, girdilere erişim, şeffaf ve istikrarlı politikalar.
ÇUŞ Stratejileri	Risk Algılaması	Ülke riski algılaması, siyasi faktörler, makro yönetim, işgücü piyasaları ve siyasi istikrar
	Lokasyon, Kaynak Bulma, Entegrasyon ve Transfer	Lokasyon üzerine şirket stratejileri, ürünlerin/girdilerin kaynağı, iştiraklerin entegrasyonu, stratejik ittifaklar, eğitim ve teknoloji.

Kaynak: Cho (2003, s. 100)

Dışsal Faktörler: Dışsal faktörler sermayenin geldiği kaynak ülke ekonomilerinden ziyade gelişmiş ülke ekonomileri ile ilgili faktörlerden oluşmaktadır (Ustaoglu, 2020, s. 36). Temel dışsal faktörler: Bölgesel ticaret anlaşmaları, likidite bolluğu, gelişmiş ülke piyasalarındaki düşük faiz ve az karlılık, gelişmiş ülke piyasalarındaki düşük büyüme oranı olarak sayılabilir.

Bölgesel ticaret anlaşmaları: Yabancı yatırımları teşvikte bölgesel bütünleşmeler iki açıdan etkili olmaktadır. İlki, birlik içinde bulunmanın üretimdeki çarpıklığın

azaltılmasını ve piyasanın genişlemesini sağlayarak yatırımları daha karlı hale getirmesidir. Bu durum hem birlik içindeki hem de birlik dışındaki yatırımcıların yatırımlarında artış meydana getirmektedir. İkinci etki ise, koruma duvarlarını aşabilmek için birlik içinde yatırım yapmayı bir araç olarak kullanan yabancı yatırımcıların birlik içindeki yatırımların artışına yol açmasıdır (Aktan, 2000, s. 32).

Likidite bolluğu: Gelişmiş ülkelerdeki düşük getiri nedeniyle artan likidite bolluğu, yatırımcıları daha yüksek getiri arayışına yönelterek sermayenin gelişmekte olan ülke piyasalarına kaymasına neden olmaktadır (European Central Bank, 2005, s. 64).

Gelişmiş ülke piyasalarındaki düşük faiz ve az karlılık: Faiz oranlarında oluşan farklılık sermayenin gelişmekte olan ülkelere gitmesine neden olan faktörler arasında yer almaktadır. Gelişmiş ülke piyasalarında oluşan düşük faiz oranı, sermayeyi faiz oranının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönlendirmektedir (Kar ve Tatlısöz, 2008, s. 9).

Gelişmiş ülke piyasalarındaki düşük büyüme oranı: Doğrudan yabancı yatırımın belirleyicilerinden olan bir diğer dışsal faktör ise gelişmiş ülkelerde oluşan düşük büyüme oranıdır. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerdeki düşük büyüme oranı doğrudan yabancı yatırımları büyüme oranı yüksek olan ülkelere yönelmektedir (Ustaoglu, 2020, s. 36).

1.1.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımların Etkileri

Doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülke üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak birçok etkisi bulunmaktadır. DYY, ekonomik büyüme, milli gelir, ödemeler dengesi, teknoloji, verimlilik gibi mikro ve makro birçok değişken üzerinde etkili olmaktadır (Ustaoglu, 2016, s. 37).

Ekonomik büyümeye etkisi: Neoklasik Teori’de doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyümenin ana tetikleyicisi olarak kabul edilmiştir. Bunun nedeni ise; doğrudan yabancı yatırımların sermaye oluşumuna neden olabilmesi, istihdamı ve sermaye ihracatını artırabilmesi, teknik bilgi ve deneyimli yöneticileri getirmesi ile teknolojinin gelişmesine ve yayılmasına öncülük etmesidir. Bir diğer teoriye göre ise; doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkileriyle getiri artışını ve beşeri sermaye

birikimini sağlayan yeni bir büyüme teorisi çerçevesi ile ekonomik büyümeyi desteklediği iddia edilmiştir (Kutluer, 2021, s. 31). Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerin ticaret yoluyla daha hızlı büyümelerinde önemli bir rol oynamaktadır (Al Mihyawi, 2019, s. 78).

Milli gelire etkisi: Sermaye akımının ilgili ülkelerin milli gelirleri üzerinde de etkisi söz konusu olmaktadır. Milli gelir, üretim faktörü olan emek ve sermayeden elde edilen toplam ücret ve toplam sermaye gelirlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla, ev sahibi ülkeye doğrudan yabancı yatırım akışı üretimde ve sermaye birikiminde artışa neden olmaktadır. Üretim ve sermaye birikiminin artması ise ülkenin milli gelirinde yükselişe neden olmaktadır (Seyidoğlu, 2013, s. 645).

demeler dengesine etkisi: Gelişmekte olan ülkelerde demeler dengesi açığının kapatılması konusunda yurtiçi tasarruflar yetersiz kalmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımın, söz konusu açığın kapatılabilmesi için en iyi alternatif olduğu düşünülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların ithal ikamesini sağlayabilmesi dolayısıyla demeler dengesinin ithalat ile ilgili döviz ödemeleri azalmaktadır. Ayrıca, yapılan retimn önemli bir kısmının ihracata yönelik olması da söz konusudur. Bu iki durum dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımın demeler dengesini etkileyeceği öngörülmektedir. Doğrudan yabancı yatırım ithalatı azaltıp ihracatı artırarak dış ticaret açığını pozitif yönde etkilerse, cari işlemler dengesi, dolayısı ile demeler dengesi de bu durumdan pozitif yönde etkilenmektedir. Ancak daha sonra yabancı yatırımcıların kendi ülkelerine kar transferleri, lisans ve diğer faktör ödemeleri yapması demeler dengesinin olumsuz yönde etkilenmesine neden olmaktadır. Yabancı yatırımcılar yatırımları dolayısıyla elde ettikleri karları kendi ülkelerine transfer etmeyi amaçlamaktadır. Ev sahibi ülke ise elde edilen karların ülke içinde kalıp yeni yatırımlara yönlendirilmesini amaçlar. Ev sahibi ülke açısından doğrudan yabancı yatırımların demeler dengesini olumlu etkileyebilmesi için gelen yabancı sermaye artışının transfer edilen kar düzeyinden fazla olması gerekmektedir (Soydal, 2006, s. 587).

İstihdam zerine etkisi: Doğrudan yabancı yatırımın ev sahibi ülkenin istihdamına etkisi DYY'ın ülkeye geliş şekli, retimn yapıldığı sektör ve orada kullanılan teknolojinin emek ya da sermaye yoğun olup olmamasına göre değişiklik

göstermektedir. Örneğin; sanayi alanında yapılan DYY istihdam üzerinde pozitif yönde etki yaparken, DYY satın alma ya da birleşme yoluyla ülkeye geliyorsa istihdam üzerinde daha az etkili olacaktır. DYY'ın istihdam üzerindeki etkisi ev sahibi ülkenin gelişmişlik düzeyine göre de değişiklik göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere yapılan DYY ülkeye getirdiği teknoloji ve bilgi birikimi ile istihdam üzerinde hem dolaylı, hem de doğrudan etki bırakmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yeni istihdam alanı oluşturulması için yeni iş yerlerinin açılması ve mevcut iş yerlerinin çok uluslu şirketler tarafından satın alınması önerilirken, gelişmekte olan ülkeler için emek yoğun üretim tekniklerinin kullanılması ile istihdamın iyileştirilmesi düşünülmektedir (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 45).

Teknoloji üzerine etkisi: Doğrudan yabancı yatırım ile teknoloji arasında önemli bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Gelişmiş dünyanın en önemli kurumsal Ar-Ge kaynağı olan çok uluslu şirketler gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek bir teknolojiye sahip olmaktadır. Dolayısıyla, hem teknoloji üretme hem de teknoloji yayılımında çok uluslu şirketler önemli rol almaktadır. Doğrudan yabancı yatırım, teknolojinin gelişmekte olan ülkelere aktarılmasının en önemli yollarından biridir. DYY aracılığı ile teknoloji transferi ev sahibi ülkeye önemli faydalar sağlamaktadır. Bu faydalardan biri, yatırım yapılırken teknoloji transferi ile birlikte eğitim programları, yönetim deneyimi ve girişimcilik becerileri gibi gerekli olan tamamlayıcı kaynakların da götürülmesidir. Diğer bir fayda ise, çok uluslu şirketlerin piyasaya girişleriyle ve varlıklarıyla piyasanın dengesini bozarak ev sahibi ülkedeki firmaları pazar paylarını ve karlarını koruma altına almak için yenilik yapmaya teşvik etmeleridir (Özata, 2020, s. 96).

Verimlilik üzerine etkisi: Doğrudan yabancı yatırım ihracatı teşvik ediyorsa, bağlı kuruluşların ürünleri büyük dünya pazarlarına yönelikse, temel koşullar ve politikalar tam ölçek ekonomileri elde etmek için tasarlanmış tesislerin kurulmasına izin veriyorsa, verimliliğin artması ve birim maliyetin düşmesi muhtemeldir. Öte yandan, eğer doğrudan yabancı yatırım ithal ikameci ise ve pazarın büyüklüğü, optimum tesis boyutunun kurulmasına izin vermeyecek kadar küçükse, üretken verimlilik elde edilemeyebilir. Aynı zamanda, verimsizliğin çok önemli olmayabileceğine inananların da iki gerekçesi bulunmaktadır. Birincisi, ampirik kanıtlar, optimum büyüklükten daha küçük tesisi işletmenin birim maliyetinin, en verimli ölçekte olan işletmelerin birim

maliyetinden önemli ölçüde yüksek olmadığını göstermektedir. İkincisi, yatırım ağırlıklı olarak ithal ikameci olsa bile, bazı ihracatçılar için bu durum, pazarın büyüklüğünde bir artışa yol açar ve daha yüksek sermaye yoğun teknolojinin kullanılmasına izin verebilir. Verimlilik, sadece doğrudan yabancı yatırımlar için geçerli olmayan başka faktörlerden de etkilenebilmektedir. Genel faktörler şunları içerir: (i) firma kaynaklarının tam kapasite kullanılması; (ii) mevcut beşeri sermayenin kalitesi; (iii) endüstriyel ilişkilerin durumu; (iv) kısıtlayıcı uygulamaların varlığı veya yokluğu. Doğrudan yabancı yatırımlar ile teknoloji yayılımının artması şirketlerin verimliliklerini artırmaktadır (Moosa, 2002, s. 86).

1.1.2.Yabancı Portföy Yatırımları

Bir diğer yabancı yatırım türü olan yabancı portföy yatırımı için de birçok tanım yapılmıştır. OECD ve IMF'nin tanımına göre yabancı portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırım ve rezerv varlıklar dışında kalan, yabancı hisse senedi ve tahvile yapılan yatırımdır (IMF, 2009, s. 110; OECD, 2001). UNCTAD'ın tanımına göre yabancı portföy yatırımı, bir ülkedeki yerleşik kişi veya kuruluşların başka bir ülkede önemli ve kalıcı bir ilgi gerektirmeden o ülkedeki şirketin hisse senedi ve tahvillerini satın almasıdır. Yapılan yatırımın yabancı portföy yatırımı kategorisine girebilmesi için şirket sermayesinin %10'undan daha azına yatırım yapılması gerekmektedir (UNCTAD, 1999, s. 4). Yabancı portföy yatırımlarının olası bir risk durumunda çok kolay ve hızlı bir şekilde ülkeyi terk etme durumu söz konusu olduğu için bu yatırımlar “sıcak para” olarak da adlandırılmaktadır (Özata, 2020, s. 5).

Doğrudan yabancı yatırım ile yabancı portföy yatırımları arasındaki farklılıklar şu şekilde açıklanabilir:

Hem doğrudan yabancı yatırım hem de yabancı portföy yatırımı düzeyleri ülkenin makroekonomik göstergelerinden etkilenebilmektedir. Ancak, yabancı portföy yatırımları makroekonomik göstergelerdeki değişime karşı daha fazla duyarlılık göstermektedir. Yabancı portföy yatırımları, enflasyon, büyüme oranı, sermaye piyasasının durumu, döviz piyasasının istikrarı, bankacılık sektörünün işleyişi ve faiz oranlarından doğrudan yabancı yatırımlara göre daha fazla etkilenebilmektedir (Özata, 2020, s. 5).

İki farklı yatırım türünü gerçekleştiren yatırımcılar da farklılık göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Portföy yatırımlarını yapan yatırımcılar ise bireysel yatırımcılar, finansal kurumlar ve kurumsal yatırımcılardır (Seyidoğlu, 2016, s. 445)

Doğrudan yabancı yatırım, sermaye ile birlikte makine donanımı, nitelikli iş gücü, yönetim bilgisi, pazarlama gibi üretimi artırıcı, gerekli diğer desteği sağlayabilmektedir. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımlarda sermaye ile birlikte diğer üretim faktörlerinde de hareketlilik gözlenmektedir. Yabancı portföy yatırımları ise ülkeye sadece sermaye girişi sağlamaktadır (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 9).

Doğrudan yabancı yatırımlar başka bir ülkede var olan üretim tesisinin satın alınması veya yeni bir üretim tesisinin kurulması şeklinde olduğu için şirket yönetimi yabancı yatırımcının elinde veya denetiminde olmaktadır. Portföy yatırımlarında ise yatırımcının işletme yönetimi üzerinde dolaylı bir denetim hakkı bulunmaktadır. Bu hak ise hisse senedi sahibinin şirket genel kurulunda vereceği oy ile kullanılmaktadır. Fakat işletmenin çok sayıda hissedarı olduğu için yatırımcının bireysel olarak işletme yönetimi üzerinde uygulayabileceği denetim çok etkili olmamaktadır. Doğrudan yabancı yatırımda yatırımcı, şirket hissesinin %10 veya daha fazlasına sahip olduğu için yönetimde daha fazla etkin olabilmektedir (Seyidoğlu, 2016, s. 445).

Yatırımcının elde ettiği getiri yönünden de farklılık bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırımcı kar elde etmektedir. Yabancı portföy yatırımlarında ise yatırımcının kazancı yatırım araçlarından elde edilen sermaye kazancı ve temettü geliridir (Ustaoğlu, 2020, s. 44).

Doğrudan yabancı yatırım uzun vadeli bir yatırım türü olduğu için kısa vadede geri dönüşü mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla, yatırımın geri dönüşü için uzun vadede ekonomik ve politik istikrar önemli bir rol oynamaktadır. Portföy yatırımı ise yüksek mobiliteye sahip ve daha likit olduğu için finansal krizlerin oluşmasına neden olabilmektedir (Batmaz ve Tekeli, 2009, s. 10).

1.1.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Uluslararası yatırım türlerinden biri olan yabancı portföy yatırımlarının; alacak hakkı sağlayan yatırım araçları, ortaklık hakkı sağlayan yatırım araçları ve diğer yatırım araçları şeklinde çeşitleri bulunmaktadır. Ortaklık hakkı sağlayan yatırım araçları sahibine oy kullanma hakkı, kar payı elde etme hakkı, sermaye kazancı elde etme hakkı, rüçhan hakkı ve bilgi edinme hakkı gibi haklar sağlamakta iken alacak hakkı sağlayan yatırım araçları ise sahibine sadece anapara ve faiz ödemeleri sağlamaktadır (Aksoy, 2014, s. 40). Alacak hakkı sağlayan yatırım araçlarında en çok tercih edileni tahvil olup, kısa vadeli yatırım araçları olan finansman bonosu ve hazine bonosu da kullanılmaktadır. Yabancı tahviller hem şirketler hem de devletler tarafından ihraç edilmektedir. Bu yatırım aracı genellikle riskten kaçınan ve geri ödeme durumunu garanti altına almaya çalışan yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Yabancı portföy yatırımlarında kullanılan hisse senetleri ise çifte kayıt ettirilen hisse senetleri, yabancı hisse senetleri, Euro hisse senetleri ve depo sertifikalarıdır (Ustaoglu, 2020, s. 44).

Fon talep edenler ulusal piyasanın gelişmemiş olması, likiditenin düşük olması ve fon yetersizliği nedeniyle yabancı piyasalara yönelmektedirler. Firmalar da çok fazla sayıda döviz cinsinden fon elde etmek, hisse senetlerinin likiditesini artırmak, uluslararası piyasalarda tanınırlığını artırabilmek, üretilen malların pazarlamasını yapmak ve gelecekteki uluslararası faaliyetlerinden itibar elde etmek için uluslararası piyasalarda hisse senedi ihraç etmektedirler (Aksoy, 2014, s. 40). Bazı yabancı portföy yatırım araçları;

Yabancı Tahviller: Yabancı bir piyasadan fon sağlamak için yabancı ülke para birimi ile o ülkenin yasal düzenlemelerine uygun bir şekilde çıkartılan ve o ülke piyasasındaki yatırımcılara pazarlanan tahvillere yabancı tahvil denir (Seyidoğlu, 2016, s. 358). Örneğin, Türkiye'deki bir firmanın Almanya'da Euro cinsinden tahvil ihraç etmesi yabancı tahviller sınıfına girmektedir (Aksoy, 2014, s. 42).

Eurotahviller: Uluslararası kredi Sendikasyonları aracılığıyla çok fazla ülkede o ülkede yaşayan kişilere satılmak üzere ihraç edilen uluslararası tahvillerdir (Seyidoğlu, 2013, s. 614). Eurotahvillerin borsaya kayıt zorunluluğunun bulunmaması, ulusal yasal

mevzuatın dışında tutulması, ulusal faiz sınırlarına tabi olmaması ve faiz gelirlerinin vergiden muaf olması dolayısıyla diğer uluslararası tahvillere göre daha çekici olmaktadır. Eurotahvili talep edenler, büyük sanayileşmiş ülkeler, uluslararası örgütler ve çok uluslu şirketler gibi çok iyi bilinen ve yüksek kredi derecelendirme notuna sahip olan kuruluşlardır (Seyidoğlu, 2016, ss. 363-364). Eurotahvil hamiline yazılı olarak ihraç edilmektedir. Eurotahvilin de kendi içinde türleri bulunmaktadır. Bunlar; sabit ve değişken faizli eurotahviller, iki veya çok para birimine bağlı eurotahviller, hisse senedine dönüştürülebilir eurotahviller, hisse senedine dönüştürülebilir iki paralı tahviller ve varanlı eurotahvillerdir. (Aksoy, 2014, ss. 44-45).

Global Tahviller: Birden çok piyasaya ihraç edilen ve borsada işlem gören tahvil türüdür. Çeşitli piyasalara ihraç edilmeleri açısından Euro tahvillerle benzerlik gösterirken, borsada işlem görmesi yönüyle de Euro tahvillerden farklılaşmaktadır (Yalçiner, 2008, s. 404).

Paralel Tahviller: Bu tahviller hem yabancı tahvillere, hem de Euro tahvillere benzeyen özel bir tahvil türüdür. Paralel tahviller, ihraç edildikleri ülkenin para biriminden ihraç edilmesi yönüyle Euro tahvillerden farklılaşmakta, birden fazla ülkede ihraç edilmesi yönüyle de yabancı tahvillerden farklılaşmaktadır (Aksoy, 2014, s. 46).

Yabancı Hisse Senetleri: Başka ülkedeki yatırımcılara satılmak üzere, söz konusu ülkenin yatırım kuruluşları tarafından tamamen ya da kısmen taahhütlü şekilde çıkarılan hisse senetleridir. Bu hisse senetleri zorunlu olmasa da genellikle ihraç edilecek ülkenin para birimi cinsinden satışa sunulmaktadır. Ayrıca, hisse senetlerinin ihraç edildikleri yabancı sermaye piyasasında borsaya kayıt zorunluluğu yoktur (Seyidoğlu, 2016, s. 405).

Çifte Kayıt Ettirilen Hisse Senetleri: Hem yerli hem de yabancı sermaye piyasalarına aynı anda kayıt ettirilen ve işlem gören hisse senetleridir (Yalçiner, 2008, s. 411). Portföy yatırımcıları, başka bir ülkeye gidip o ülkenin firması olan B firmasının hisse senetlerine yatırım yapmak yerine kendi ülkesinde işlem gören B firmasının hisse senetlerini satın alabilmektedir. Bu şekilde yatırımcı hem başka bir ülkede yatırım yapmanın neden olacağı risklerden kaçınmakta olup hem de kendi ülkesindeki mevzuata

göre ihraç edilmiş uluslararası hisse senetlerine yatırım yapma imkânına sahip olmaktadır (Aksoy, 2014, s. 48).

Eurohisse Senetleri: Bir mali konsorsiyumun taahhüdü ile o konsorsiyum tarafından hem yerli hem de uluslararası piyasada aynı anda ihraç edilip satışa sunulan uluslararası hisse senetlerine Eurohisse senedi denir. Dünya sermaye piyasalarının hızla birleşmesi ve uluslararası yatırım düzenlemelerinin yaygınlaşması ile Eurohisse senedi ortaya çıkmıştır. Euro tahvil piyasasının varlığı Eurohisse senedi piyasasının gelişmesi için kolaylık sağlamıştır (Seyidoğlu, 2016, ss. 405-406). Euro kelimesi hisse senetlerinin sadece Avrupa bölgesinde işlem görmesinden dolayı değil, dünyanın birden çok farklı piyasalarında aynı anda işlem görmesinden dolayı kullanılmaktadır. Yatırımcılar bu hisse senetlerini dünyanın pek çok piyasasında aynı anda işlem görmesinden dolayı daha güvenilir bulmakta ve hem büyük miktarla hem de farklı para birimleriyle fon temini yapabilmektedir. Ayrıca, yatırımcılar yatırım yapmak istedikleri hisse senetleri ile ilgili kolayca bilgi sahibi olabilmekte ve diğer piyasalarla karşılaştırabilme imkânına sahip olabilmektedirler (Aksoy, 2014, s. 49).

Depo Sertifikaları: Sahibinin bir depo kuruluşuna depo ettirdiği, belli bir miktardaki menkul kıymete sahiplik hakkı tanıyan, donanım yeteneği olan sertifikalara depo sertifikası denir. Bir ülkede ihraç edilecek uluslararası menkul kıymetlerin o ülkeye getirilmeden, ihraç edildiği ülkenin dilinde ve o ülkenin belirlediği şekil şartlarına bağlı olarak yasalarına uygun bir şekilde arz edilen sertifikaların en fazla kullanıldığı ülke ABD'dir (Doğukanlı, 2020, ss. 313-314). İhraç edildikleri ülkelere göre depo sertifikaları üçe ayrılmaktadır. Birincisi, ABD borsasında, ABD bankası tarafından çıkarılan, dolar ile işlem gören ve devredilebilir nitelikteki depo sertifikası olan ADR'dir. (American Depositary Receipts). İkinci depo sertifikası, Avrupa borsalarında, Euro ile işlem gören EDR'dir. (European Depositary Receipts). Üçüncüsü ise, ADR ve EDR'lerin birleşimi olan Amerika ve Avrupa piyasalarından fon sağlamaya yarayan GDR (Global Depositary Receipts) depo setifikasıdır (Ustaoğlu, 2020, s. 46).

Yatırım Fonları: Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, bu Tebliğde belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile

kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır³. Yatırım fonları, yatırımcılara sermaye piyasalarındaki fiyat dalgalanmaları ve belirsizliklerden korunma sağlar. Bu fonlar, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasında düzenli kazanç elde etmelerini mümkün kılarak, tasarruflarının etkili bir şekilde değerlendirilmesine katkıda bulunur. Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tek başlarına erişemeyeceği en uygun risk ve getiri dengesini sağlamalarına yardımcı olur. Ayrıca, küçük yatırımcılar bu fonlar sayesinde ortaklıklar veya sektörler arasındaki riskleri paylaşabilir ve profesyonel yöneticiler tarafından yapılan portföy yönetiminden yararlanabilirler (Atan vd., 2008, s. 48).

Hedge Fonu: ABD Başkanlık Finansal Piyasalar Çalışma Grubu'nun tanımına göre hedge fon, özel olarak organize edilmiş, profesyonel yatırım yöneticileri tarafından yönetilen ve kamuya geniş ölçüde sunulmayan (özel olarak kurulup, yalnızca belirli yatırımcılara açık olduğu için) bir havuzda toplanan yatırım aracıdır (Garbaravicius ve Dierick, 2005, ss. 6-7). Başka bir tanıma göre hedge fon, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan kaynaklar ile getiri sağlamak ve sermayeyi değerlendirmek amacıyla oluşturulan özel bir yatırım fonudur (Chambers, 2008: 5). Söz konusu fonlar, herhangi bir yasal düzenlemeye veya düzenleyici kurumların denetimine tabi olmamaları ve hisse senetlerini kayda almadan ihraç edebilmeleri gibi çeşitli muafiyetler sayesinde, diğer yatırım şirketlerinden farklı olarak, yatırım yapabilecekleri araçlar ve uygulayabilecekleri stratejiler konusunda geniş bir özgürlüğe sahiptir (Yıldız, 2004, s. 2).

1.1.2.2.Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri

UNCTAD'ın 1999 yılında yayınlamış olduğu raporda, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ekonomik ve politik belirleyici olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Ekonomik belirleyiciler yabancı portföy yatırımlarını çekmeyi hedefleyen politikalarla doğrudan bağlantılı değildir. Ekonomik belirleyiciler, ev sahibi ülke ekonomisinin genel durumunu yansıtmaktadır. UNCTAD'a göre önemli ekonomik belirleyiciler; yüksek ekonomik büyüme oranı, döviz kuru istikrarı, makroekonomik istikrar, döviz rezervi seviyesi, yurtiçi bankacılık sisteminin istikrarı, reel faiz oranı, hisse senedi ve tahvil

³ 9/7/2013 Tarihli ve 28702 Sayılı Resmi Gazete'de Yayınlanmıştır.

piyasası likiditesidir. Diğer taraftan yabancı portföy yatırımları için temettü ve sermayenin transfer kolaylığı, yerli sermaye kazanç vergisi, hisse senedi ve tahvil piyasası düzenlemesi, muhasebe standartlarının durumu, sistemin hızı ve güvenilirliği ve haklarının korunma derecesi önemli politik belirleyiciler arasında yer almaktadır.

Haider, Kahn ve Abdulahi (2016) çalışmasında, gelişmiş bir ülkede dış borç ve ekonomik büyümenin yabancı portföy yatırımlarının önemli belirleyicilerinden olduğu, ayrıca nüfus ve döviz kurunun yatırımcı kararları üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Igwemeka, Chijindu ve Chinyere (2015)'nin yaptıkları çalışmada portföy yatırımlarının en belirgin belirleyicilerinin faiz oranı ve ekonomik büyüme olduğu belirtilmiştir. Chukwuemeka, Stella, Victor ve Onyema (2012) çalışmasında ise bu faktörlerden farklı olarak yabancı portföy yatırımları ile piyasa kapitalizasyonu ve ticari açıklık arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Agarwal'ın (1997) yaptığı çalışmada enflasyon oranı, reel döviz kuru, ekonomik faaliyet endeksi ve yurtiçi sermaye piyasasının dünya piyasalarındaki payının yabancı portföy yatırımlarının en önemli belirleyicilerinden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yang vd. (2013) çalışmalarında, ülkelerin döviz kuru beklentisinin yabancı portföy yatırımlarının en önemli belirleyicilerinden olduğu belirtilmiştir. Bu faktörlerden farklı olarak da Ahmad vd.'nin (2015) yapmış oldukları çalışmada yabancı portföy yatırımlarının önemli belirleyicileri GSYİH, döviz kuru, nüfus artışı, yabancı doğrudan yatırım ve dış borçlardır. Yabancı portföy yatırımlarının bahsi geçen belirleyicileri arasında en önemli belirleyicinin de dış borçlar olduğu ortaya çıkmıştır.

Wagas vd.'lerinin (2015) yapmış oldukları çalışmada ise, yabancı portföy yatırımlarının çoğunlukla yatırım yapılan ülkenin makroekonomik faktörlerine bağlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, bir ülkeye yapılan portföy yatırımlarının istikrarlı olması; söz konusu ülkenin yüksek faiz oranı, daha düşük enflasyon ve daha yüksek GSYİH büyüme oranına sahip olması ile ilişkilidir. Benzer şekilde Samadi (2018) çalışmasına göre, ev sahibi ülkeye yabancı portföy yatırımının çekilmesi iyi ve istikrarlı makroekonomik çevreye bağlı olmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcılar, risk çeşitlendirme fırsatı sunan sermaye piyasasına yatırım yapmayı tercih etmektedir. Dolayısıyla, iyi ve istikrarlı yönetilen bir ekonomiye sahip olan bir ülke daha fazla portföy yatırımı çekmektedir. Kumara ve Dayaratne (2015) çalışmasında, diğer

Çalışmalardan farklı olarak yabancı portföy yatırımlarını belirleyen faktörler üç gruba ayrılmıştır. Bunlar; ev sahibi ülke faktörleri, kaynak ülke faktörleri ve kurumsal faktörlerdir. Söz konusu faktörler Şekil 1’de detaylıca gösterilmiştir.

Şekil 1.1. Yabancı Portföy Yatırımlarını Belirleyen Faktörler



Kaynak: Kumara & Dayaratne (2015, s. 10)

1.1.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Etkileri

Yabancı portföy yatırımları girdikleri ülkeye birçok katkı sağlamaktadır. Öncelikli olarak, yabancı portföy yatırımı, gelişmekte olan ülkeye borç yaratmayan yabancı yatırım kaynağı sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin sermayesi kıttır. Dolayısıyla, ev sahibi ülkeye yabancı portföy yatırımları akımı ile ülkenin sermaye birikiminde artış yaşanmaktadır. Yabancı portföy yatırımları ile gelişmekte olan ülkelere yabancı döviz girişinin olması döviz açığı baskısını da azaltmaktadır (Pal, 2006, s. 3). Ayrıca, yabancı portföy yatırımı ile ev sahibi ülkeye gelen nakit akışı, para maliyetini düşürmekte,

yatırımları ve yerel şirketlerin küresel piyasadaki rekabet gücünü artırmakta, bu da üretimi ve işgücü talebini olumlu yönde etkilemektedir (Shanab, 2017, s. 1470).

Yabancı portföy yatırımlarının önemli faydalarından bir diğeri de yurt içi menkul kıymet fiyatlarında artışa neden olmasıdır. Bu durum da firmaların fiyat-kazanç oranlarını etkilemektedir. Daha yüksek bir F/K oranı, firmanın daha düşük bir finansman maliyeti ile kaynak temin ederek daha yüksek miktarda yatırım yapmasına olanak sağlar. F/K oranının artışı sermaye maliyetini azaltarak ev sahibi ülkedeki firmaların yeni hisse senedi ihraç etmelerini teşvik etmektedir. Hisse senedi sayısının artışı da borsanın gelişimine katkı sağlamaktadır (Pal, 2006, s. 3).

Portföy yatırımlarının olumlu etkilerinin yanı sıra gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde iki belirgin olumsuz etkisi olduğu söylenebilir. Bu olumsuz etkilerin ilki iktisadi politika bağımsızlığının kısıtlanması, diğeri ise ekonominin finansal dalgalanmalara açık hale gelmesidir. İktisadi politika bağımsızlığı, ülkelerin ekonomik göstergelere merkez bankalarının belirlediği araçları kullanarak bağımsız bir şekilde müdahale etmesidir. Portföy yatırımına odaklanan ülkeler yatırımları çekmek için yabancı yatırımcıların güvenini kazanmaya çalışmaktadır. Bu durumda da ülkeler iktisat polititikalarını uygulamada bağımsızlıklarını yitirebilirler. Genellikle, portföy yatırımlarını çekmeye yönelik iktisadi politikalara öncelik verilmektedir. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin kur riskini ve ülke riskini dikkate aldıkları için gelişmekte olan ülkeler de daraltıcı para politikası uygulamayı tercih etmektedir (Esen, 1998, s. 62).

Yabancı portföy yatırımlarının bir diğeri olumsuz etkisi de ekonomide finansal dalgalanmalara neden olmasıdır. Yatırımın yapıldığı söz konusu ülke ekonomisinde olası bir tedirginlik ve kriz anında, yatırımlar ülkeden kolay bir şekilde çıkış yapmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının ülkeden hızlıca çıkışı ise krizin daha da şiddetli bir boyuta gelmesine neden olmaktadır (Hasbi, 2022, s. 101).

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI YATIRIMLAR AÇISINDAN FİNANSAL PİYASALAR

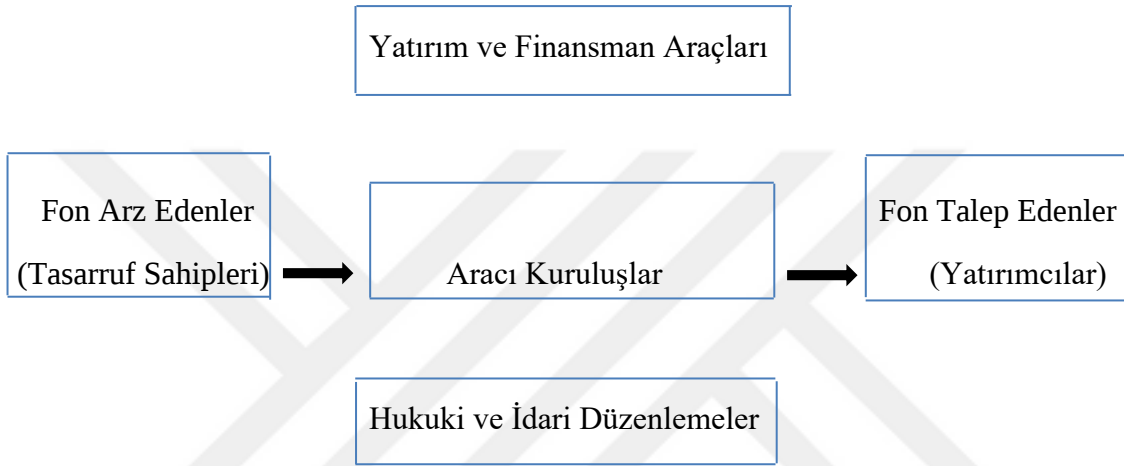
Finansal piyasalar, sermaye ve likidite akışlarını yönlendiren ve ekonomik kaynakların etkin bir şekilde tahsis edilmesini sağlayan kritik yapılar olarak işlev görmektedir. Bu bölüm, finansal piyasanın temel kavramlarını ve unsurlarını ele alarak, piyasanın işleyişine dair kapsamlı bir anlayış geliştirmeyi amaçlamaktadır. Finansal piyasanın fonksiyonlarından, gelişim koşullarına kadar birçok önemli konu bu bölümde detaylı bir şekilde incelenecektir. Ayrıca, finansal gelişme kavramı ve bu gelişmenin ölçütleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarıyla olan ilişkileri ile birlikte detaylı bir şekilde incelenecektir. Finansal piyasaların miktar ve yapısal ölçütleri, ürün çeşitliliği ve değişim maliyetleri gibi göstergeler ışığında değerlendirilecek ve bu unsurların finansal gelişme üzerindeki etkileri analiz edilecektir.

2.1. Finansal Piyasa Kavramı ve Unsurları

Finansal piyasa; finansal kurumların belirli hukuki ve idari düzenlemeler içerisinde faaliyet gösterdiği, fon arz ve talebinin, ödünç esasına dayalı olarak kişi ve kurumlar arasında yatırım araçları vasıtasıyla karşılaştığı sistemdir (Türk, 2021, s. 5). Finansal piyasa, menkul kıymetlerin değişime uğradığı yer olarak da açıklanabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2020, s. 6). Başka bir ifade ile, farklı birimler tarafından tasarruf ve yatırım kararlarının verildiği ekonomilerde fon arz ve talebini karşılaştırıp fonların getirisi en yüksek sektörlerden başlayarak yatırımlara dönüştürülmesini sağlayan finansal araçların oluşturduğu sistemdir (Öztürk vd., 2010, s. 96). Bu tanımlardan anlaşılacağı üzere, finansal piyasa sermaye ve para piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da içinde barındıran bir kavramdır. Dolayısıyla finansal piyasa, diğer kavramların bundan

doğduğu veya buna bağlı olarak geliştiği ana ve çekirdek bir kavram olmaktadır (Tuncer, 1985, s. 3). Literatürde finansal piyasayı ele alan yerli ve yabancı araştırmacıların büyük bir kısmı esas olarak fon arzı, fon talebi ve finansal kurumlar üzerinde durmaktadır (Türk, 2021, s. 5).

Şekil 2.1. Finansal Piyasa Unsurları



Kaynak: Kaya & Doğan (2015, s. 50)

Şekil 2.1’de de gösterildiği gibi fon arz edenler, fon talep edenler, piyasaya sunulan finansal araçlar, aracı kurumlar ile hukuki ve idari düzenlemeler bir bütün olarak finansal piyasanın unsurlarını oluşturmaktadır (Kaya ve Doğan, 2015, s. 50-51).

Finansal piyasanın en temel ögesi olan tasarruf sahipleri piyasaya fon arz etmektedirler. Fon arzı hem kamu hem de özel kesimden gelmekte olup bunlardan en önemlisi özel ve gönüllü olarak yapılan birikimlerdir. Sermaye piyasasında yatırıma dönüştürülebilir fonlar, kamu ve özel sektör firmalarının, uluslararası kurum ve kuruluşların, bireyler veya hane halkı gelirlerinin harcanmayan kısımlarının gelir elde etmek amacıyla piyasaya arz edilmesi ile oluşturulmaktadır (Tuncer, 1985, s. 5).

Finansal piyasanın ikinci önemli unsuru da fon açığı olan, gelirinden daha fazla harcama yapmak isteyen birimlerdir. Dolayısıyla, bunlar harcamalarını ve yatırımlarını finanse etmek için fon talep eden tarafta yer almaktadır. Ekonomide ödünç almak veya

harcama yapmak isteyen temel birimler devletler ve işletmelerdir. Ayrıca, bireyler ve yabancılar da borçlanmak isteyebilmektedir (Şıklar vd. 2000, s. 20).

Üçüncü önemli unsur ise araçlardır. Finansal piyasada, fonların fon fazlası olan taraftan fon açığı olan tarafa doğru akışı genellikle aracı kuruluşlar vasıtası ile olmaktadır. Genellikle tasarruf sahipleri ile yatırımcılar doğrudan doğruya karşı karşıya gelememekte veya bu şekilde fon akışının gerçekleşmesinin önemli sakıncaları bulunmaktadır. Dolayısıyla, taraflar arasında fon akışının gerçekleşmesi için aracı kuruluşun varlığına ihtiyaç duyulmaktadır (Sarıkamış, 2000, s. 6). Bu aracı kuruluşlar başta bankalar olmak üzere, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, menkul kıymet yatırım fonları, sosyal güvenlik kuruluşları, sigorta şirketleri, kooperatifler ve menkul kıymet borsalarıdır (Tuncer, 1985, s. 5).

Finansal piyasanın dördüncü unsuru finansal araçlardır. Finansal piyasalara fon sunan tasarruf sahiplerinin devrettikleri fonların karşılığında yatırımcılardan aldıkları belgeler finansal araç olarak ifade edilmektedir (Sarıkamış, 2000, s. 5). Finansal araçlar, satın alma gücünün tasarruf sahiplerinden fon talep eden bireylere, firmalara ve devlete aktarılmasını sağlamaktadır (Tuncer, 1985, s. 5). Sermaye piyasasında yer alan finansal araçlara hisse senedi, tahvil, opsiyon, vadeli işlem sözleşmesi (future sözleşmesi) ve varlığa dayalı menkul kıymetler örnek verilebilir. Para piyasasında işlem gören başlıca finansal araçlar ise, hazine bonosu, mevduat sertifikaları ve finansman bonosudur (Sarıkamış, 2000, s. 6).

Finansal piyasayı oluşturan beşinci unsur da hukuki ve idari düzenlemelerdir. Finansal sistemin başarılı bir şekilde çalışabilmesi ve kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesi için hukuki ve idari düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal sistemdeki yasal mevzuat, yazılı hukuk şeklinde olabileceği gibi örf ve adetten doğan sözlü kurallar biçiminde de olabilir. Bu yasal mevzuatlar finansal kurum ve araçları tanımlayıp bunların uyumlu bir biçimde çalışmasını sağlamaktadır (Tuncer, 1985, s. 5).

Yatırımcılar finansal piyasalarda tasarruf sahiplerine doğrudan menkul kıymet satarak fon sağlayabilmektedirler. Finansal sistemde bu doğrudan yapılan finansmanla birlikte dolaylı finansman yöntemi de kullanılmaktadır. Dolaylı finansmanda ise tasarruf sahipleri fonlarını, finansal aracıya aktarmakta, yatırımcılar da fon ihtiyacını finansal

aracılardan sağlamaktadır. Dolayısıyla, finansal piyasalar fon arz edenlerle fon talep edenlerin birbirini bulma olanağını sunmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999, s. 19-20).

Finansal sistemin banka temelli ve piyasa temelli olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Finansal sistem içerisinde sermaye piyasası kurumlarının payının yüksek olmasına “piyasa temelli finansal sistem”, bankaların payının yüksek olması durumuna “banka temelli finansal sistem” adı verilmektedir. Piyasa temelli finansal sistemde çeşitli menkul kıymetler ve türev ürünler yoğun olarak kullanılırken, banka temelli sistemde; mevduat, mevduat sigortası, kredi gibi araçlar yoğun bir şekilde kullanılmaktadır (Öztürk vd., 2010, s. 96).

Rousseau ve Sylla (2003) çalışmasında, iyi işleyen bir finansal sistemin 5 temel bileşene sahip olması gerektiği ifade edilmiştir. Bunlar: I) sağlam kamu maliyesi ve borç yönetimi II) istikrarlı parasal düzenlemeler III) ulusal ve uluslararası bankaların sistem içerisindeki niteliksel ve niceliksel çeşitliliği IV) yurtiçi ve yurt dışı finansal aksiyonlara karşı bağımsız bir merkez bankasının varlığı V) iyi işleyen menkul kıymet piyasası. Bunlara sahip olan bir finansal sistem, bir kez kurulduğunda ve işler durumda olduğunda, sermayeyi yurt içinde harekete geçirebilir ve böylece bir ülkenin ekonomik kalkınmasını ve büyümesini teşvik edebilir. Finansal küreselleşmenin de katkısıyla, iyi işleyen bir finansal sistem ya doğrudan sunduğu imkanlarla ya da dolaylı olarak büyüme beklentilerini artırarak yabancı yatırımcıların ilgisini çekmeye de hizmet etmektedir.

2.2. Finansal Piyasanın Fonksiyonları

Finansal piyasa, serbest piyasa ekonomisinde, fon arz edenlerle fon talep edenleri bir araya getirerek önemli bir görevi üstlenmektedir (Taner ve Akkaya, 2009, s. 3). Finansal araçların ve aracılık fonksiyonu olan kurumların artması, ekonomide işlem ve bilgi maliyetlerini azaltmaktadır. Daha büyük ve daha verimli finansal piyasalar, ekonomik ajanların risk yönetimini kolaylaştırmasının yanında yatırım ve ekonomik büyümeyi de artırmaktadır (Rioja ve Valev, 2004, s. 127).

Finansal piyasanın fonksiyonlarını Grosfeld (1994) finansman kanallarını açmak, firmaların değeri ve çeşitli yatırım fırsatları üzerine bilgi toplamak, kaynakların verimli

şekilde tahsis edilmesini sağlamak, ters seçim ve ahlaki tehlikelere karşı kurum yöneticileri üzerinde kontrolü sağlamak olarak açıklamaktadır. Bir bütün olarak ele alındığında finansal piyasa, fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki fon akışını kolaylaştırma sürecinde, ağırlıklı olarak bilgi asimetrilerini, ahlaki tehlikeyi, ters seçimi içeren işlem maliyetlerini ve belirli türdeki piyasa başarısızlıklarını içeren sorunların çözülmesini amaçlamaktadır (Barth & Brumbaugh, 1997, s. 5). Levine (1997) ise finansal piyasanın başlıca fonksiyonlarını aşağıdaki şu maddeler halinde açıklamaktadır:

- I) Finansal işlemleri, finansal riskten korunmayı (hedging), çeşitlendirmeyi ve risk havuzlamasını (pooling of risk) kolaylaştırmak
- II) Etkin bir şekilde kaynakları tahsis etmek
- III) Yöneticileri izlemek ve kurumsal kontrol uygulamak
- IV) Tasarrufları harekete geçirmek
- V) Mal ve hizmetlerin değişimini kolaylaştırmak

Finansal piyasanın en önemli fonksiyonlarından biri **risk yönetimini kolaylaştırmaktır**. Yatırımcılar finansal piyasalarda yatırım ortamının belirsiz olmasından dolayı birçok riske maruz kalmaktadır. Finansal piyasada yer alan finansal araçlar bu durumu risk paylaşımı olarak bilinen süreci işleterek yapmaktadır (Mishkin ve Serletis, 2020, s. 36). Bu süreçte finansal piyasa, yatırımcıların tasarruflarını farklı yatırım alternatiflerinde değerlendirerek riski azaltmaktadır. Tasarrufların birçok farklı alana yayılması hane halkı için riski çeşitlendirmekte olup bireysel projelerle ilgili belirsizliği de yok etmektedir. Riskin çeşitlendirilmesi ve belirsizliğin ortadan kaldırılması tasarrufların da artmasını teşvik etmektedir (Khan, 2000, s. 6).

Finansal piyasa, **tasarrufları etkin bir şekilde tahsis etmektedir**. Finansal kurumlar alanlarında uzman oldukları için, daha fazla değer taşıyan yatırım fırsatlarını belirlemede ve yatırımcıların kredibilitesine karar verme noktasında ortalama küçük bir yatırımcıya göre daha düşük birim maliyet ile çalışmaktadırlar (Khan, 2000, s. 6). Ayrıca, finansal kurumlar potansiyel olarak başarılı projeleri belirleme konusunda bireylere kıyasla daha avantajlı durumdadır. Çünkü bu kurumlar, bireysel projeler

hakkında bilgi toplamak ve bu bilgileri daha verimli bir şekilde analiz etmek için deneyim ve uzmanlık sahibi olup yüksek sabit maliyetler ödeyecek kadar da büyük olmaktadır (Valderrama, 2003, s. 1).

Firmaları, yöneticilerini, yatırım planlarını ve genel ekonomik durumu değerlendirebilmelerini sağlayacak bilgileri toplamak ve işleyebilmek için bireysel tasarruf sahipleri çoğunlukla yeterli zaman, kapasite ve imkana sahip olamamaktadır. Tasarruf sahipleri, hakkında yeterli ve güvenilir bilgilere sahip olmadıkları yatırımlara karşı isteksiz olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek bilgi maliyeti sermayenin yüksek getiri sağlayacağı yatırımlara yönelmesini engellemektedir (Levine, 1997, ss. 694-695). Bilgi edinme maliyetini en aza indirme konusunda finansal araçlar, bireysel tasarruf sahipleri veya yatırım yapmak isteyen fon sahiplerine göre önemli bir avantaja sahiptir. Yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri yatırım yapmayı düşündüğü alan hakkında bilgi edinebilmek için belirli bir sabit maliyete katlanmak zorundadır. Tasarruf sahiplerinin bu sabit maliyetlere katlanmak zorunda kalmasındansa; proje veya sektör hakkında bilgileri düzenleyip, bir araya getiren, işleyen ve bu bilgileri isteyen yatırımcılara aktaran bir aracı, her bir tasarruf sahibinin katlanmak zorunda kaldığı sabit maliyeti en aza indirebilmektedir (Duvan, 2011, s. 19). Bu şekilde, yatırım imkânlarına ilişkin bilgi sahibi olma durumu kolaylaşarak kaynak tahsisinde etkinlik sağlanabilecektir. Ayrıca, bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin en aza indirgenmesi ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkı sağlayacaktır (Saygın, 2017, s. 12).

Tasarrufların getirisi düşük alandan getirisi yüksek alana yönlendirilmesi şeklinde tanımlanan kaynak tahsisinde etkinlik, finansal sistemin yatırımları umut vaat eden alanlara yönlendirerek katkıda bulunduğu bir süreçtir (Duvan, 2011, s. 33). Rajan ve Zingales (1998) çalışmasında ülkeler arasındaki finansal gelişmişlik farklılıklarının ülkelerin belirli sektörlerde uzmanlaşmasına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, finansal sistemi gelişmiş olan ülkelerde dış finansmana daha bağımlı sektörler faaliyet gösterip gelişebilmektedir. Ama gelişmemiş finansal sisteme sahip olan ülkelerde söz konusu sektörlerin faaliyet gösterip gelişebilmesi mümkün olamamaktadır.

Finansal piyasa aynı zamanda **kurumları kontrol etmekte ve yöneticileri izlemektedir**. Girişimcilerin veya yöneticilerin operasyon ve projelerinin sonuçları ile

ilgili sahip oldukları bilgiler, firma dışındaki kreditor ve hissedarların sahip olduğu bilgilere göre daha üstün olma eğilimindedir. İçeridekilerin fırsatçı davranışlarda bulunarak bilgi avantajından yararlanma girişimleri, tasarruflar üzerinde caydırıcı olmaktadır. Bu bilgi avantajını dengelemek için; bankalar yatırımcıları izlemekte, özsermaye piyasaları ise hissedarların zayıf yönetime karşı oy vererek yöneticileri disipline etmesine imkan sunmaktadır (Khan, 2000, s. 7). Finansal piyasalar ve aracılar bilgi edinme maliyetinin azaltılması haricinde, işletme yöneticilerinin izlenmesine ve kurumsal kontrol uygulamaları ile ilgili bilgi edinme maliyetlerinin de azaltılmasına katkı sağlamaktadır. Kurumsal denetim için gerekli olan finansal düzenlemelerin olmaması, aracilar tarafından sağlanan tasarrufların hareketliliğinin azalmasına neden olmakta ve sermayenin karlı yatırımlara aktarılmasına engel olmaktadır (Levine, 1997, s. 696).

Finansal piyasa **tasarrufları harekete geçirmektedir**. Bireysel bir tasarruf sahibi, borçluya tam olarak fon sağlayamayabilir veya bilgi eksikliğinden dolayı isteksiz olabilir. Dolayısıyla, finansal kurumlar ve piyasalar hane halkının çeşitli tasarruflarını bir araya toplamakta ve bu fonları krediye uygun hale getirmektedir. Bu durum finansal araciların miktar ayarlama fonksiyonu olarak da ifade edilebilir. Bu fonksiyon hem firmalar hem de hane halkları için dış finansmanla ilgili işlem maliyetlerini de azaltmaktadır. Yatırımcılar, doğrudan finans kurumlarına giderek, birden fazla tasarruf sahipleri ile iletişim kurmak zorunda kalmanın maliyetinden de kurtulmaktadır. Benzer şekilde, tasarruf sahipleri de fonlarını bir finansal kuruluşa yatırarak yatırımcıları değerlendirme maliyetinden kaçınmaktadır. Dolayısıyla, bilgi edinme maliyetleri finansal araciların ortaya çıkmasını teşvik etmektedir. (Khan, 2000, s. 6).

Finansal piyasanın ve araciların tasarrufları birleştirmesi ve hareketlendirmesinin yanında ekonomide tasarruf tercihleri ve kompozisyonu da etkilenmektedir. Finansal aracilar, çok sayıda tasarruf sahibinden kaynak toplayıp çok sayıda yatırımcıya bu kaynakları borç olarak vermektedir. Finansal aracilar, topladıkları kaynakların bir kısmını olası likidite riskine karşı ihtiyati rezerv olarak elde tutarken, büyük bir kısmını da düşük likiditeli ancak verimliliği yüksek yatırımlara aktarmaktadır. Dolayısıyla, bu verimli yatırımların finansının yatırımcı tarafından karşılanması durumu da ortadan kalkmaktadır (Duvan, 2011, s. 28). Bireylerin tasarruflarının bir havuzda toplanmasında

oldukça etkili olan finansal sistemler ekonomik gelişmeyi de önemli ölçüde etkilemektedir. Sermaye birikimi üzerinde tasarrufların birleştirilmesinin doğrudan etkisinin yanı sıra, tasarrufların daha iyi bir şekilde birleştirilmesi kaynak tahsisini geliştirmekte ve teknolojik yeniliği artırmaktadır (Levine, 1997, s. 699).

Finansal piyasanın bir diğer fonksiyonu **mal ve hizmetlerin değişimini kolaylaştırmaktır**. Finansal piyasa kredi imkanı sunarak ve ödemeleri garanti altına alarak mal ve hizmet ticaretine olanak tanımaktadır (Khan, 2000, s. 6). Etkin ve uygun bir ödemeler sistemi, değişimi ve ticareti kolaylaştırdığı için ekonomide gerçekleşecek işlemler dolayısıyla ödeme araçlarına talep oluşturmaktadır. Bilinen en temel ödeme /değişim aracı olan para, bireylere doğrudan bir fayda sağlamamaktadır. Paraya değer katan ve bireyler tarafından talep edilmesindeki en önemli sebep, bireylerin almak istedikleri mal ve hizmetlerin elde edilmesini kolaylaştırmasıdır (Duvan, 2011, s. 29).

Günümüzde mal ve hizmetlerin ticareti genellikle nakit yerine çek, kredili mevduat hesabı, senet, kredi kartı ve elektronik fon transferi gibi ödeme araçları ile yapılmaktadır. Söz konusu ödeme araçları finansal araçlar tarafından hazırlanıp müşterilere sunulmaktadır. Son yıllarda yaşanan teknolojik ilerlemeler dolayısıyla ödeme araçlarında ve sistemlerinde de önemli derecede gelişim gözlenmektedir. Özellikle, internet üzerinden mal ve hizmet ticaretinin yapılması, alternatif ödeme araçlarının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2020, s. 70).

2.3.Finansal Piyasanın Gelişmesi ve Koşulları

Finansal gelişme piyasadaki toplam fon miktarındaki artış veya piyasada kullanılan araç miktarındaki artış olarak ifade edilebilir. Bu yönden finansal piyasaların gelişebilmesi birçok faktöre bağlı olmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi sadece fon miktarının artışına değil, reel sektörün sağlıklı bir şekilde işlemesine de bağlıdır (Akbulut, 2019, s. 32). Finansal piyasanın kendisinden beklenen; finansal gelişme aracılığı ile ekonomik büyümeyi destekleyebilmesi ve içerden veya dışardan gelebilecek herhangi bir şok karşısında oluşan kriz derinleşmeden o süreci atlarmaya katkı sağlamasıdır. Finansal piyasanın ekonomideki öneminden dolayı, finansal sektörün istikrarlı olmaması, reel sektör üzerinde yıkıcı etkilere neden olmaktadır. Normal şartlarda rasyonel bir yatırım projesinin finansmanında karşılaşılan zorluklar, kamunun ve ekonominin genelinde bir

istikrarsızlığa ve banka krizleri de sermaye akışı üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Bir ekonomide finansal sistemden kaynaklı bir krizin etkilerini minimuma indirmek için gerekli önlemler alınmalıdır (Yetiz, 2008, s. 15).

Mishkin (2000) çalışmasında finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde gelişebilmesi için gerekli olan koşullar aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Makroekonomik istikrar
- Finansal sistemin alt yapısı
- Finansal sistemde düzenleme ve denetlemenin kalitesi
- Piyasa disiplini

Berkel (2004), finansal piyasaları ve aracıları, tasarrufları harekete geçirerek, kredi tahsis ederek ve risklerin korunmasını, havuzlanmasını ve fiyatlanmasını kolaylaştırarak hem yerel hem de uluslararası yatırımcılar için temel rol oynayanlar olarak tanımlamaktadır. Gitman vd. (2010)'a göre, finansal piyasa, alıcıların ve satıcıların finansal varlıkların alım satımını gerçekleştirmek üzere bir araya geldikleri bir platformdur. Diğer bir deyişle, bilgi ve işlem maliyetlerini düşürürken, daha yüksek getiri arayışıyla fon fazlası olan kuruluşlardan fon açığı olanlara akışı kolaylaştıran bir sistemdir.

Yurtiçi tasarruflar arttıkça, daha geniş bir finansal varlık yelpazesi ortaya çıkmakta ve bu da finansal piyasaların derinleşmesine ve genişlemesine yol açmaktadır. Bu, yabancı mülkiyet, mülkiyet hakları ve yasal haklar gibi sağlam hükümet politikalarıyla birleştiğinde, artan getiriler sağlaması muhtemel olan yabancı sermaye akışlarının ülkeye çekilmesine neden olmaktadır.

2.4.Finansal Gelişme Tanımı

Finansal piyasa gelişimi literatürde sıklıkla kullanılmaktadır, ancak kesin bir tanımı konusunda fikir birliği bulunmamaktadır (Makoni, 2016, s. 4). Soumare ve Tchana (2015) çalışmasına göre finansal piyasa gelişimi iyi işleyen bir finans sektörünün varlığını veya piyasa liberalizasyonunu göstermektedir. Dorrucchi vd. (2009)

alışmasında finansal piyasa gelişimi, finansal piyasaların verimlilik ve likidite açısından performansının yanı sıra bir ülkenin kurumsal ve düzenleyici çerçevesinin kalitesi, finansal piyasalarının büyüklüğü, finansal araçların çeşitliliği nedeniyle tasarruflarını yatırım projelerine verimli ve etkin bir şekilde tahsis etme yeteneğı olarak tanımlanmıştır. Başka bir ifade ile finansal gelişme finansal piyasaların büyüklüğünü, sermaye ve para piyasasındaki yatırım araçlarının ekonomi üzerindeki etkinliğini yansıtan çok yönlü bir terimdir (Cuadro vd., 2003, s. 2).

Finansal gelişme bir ülkenin finansal piyasasında yer alan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların piyasada daha yaygın olarak kullanılması şeklinde de tanımlanabilir (Erim ve Türk, 2005, s. 23). Gertler ve Rose (1994) alışmasında finansal gelişme, aracılık faaliyetlerinin ve doğrudan kredi piyasalarının gelişimi, iç finansmandan dış finansmana doğru bir gelişim, uluslararası sermaye piyasalarına erişimin kolaylaşması ile mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkın azalması şeklinde tanımlanmaktadır.

Khan ve Semlali (2000) alışmasında ise finansal piyasalar ve finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlere kolayca erişebilen hane halkı ve firma miktarındaki artış finansal sistemin genişlemesi olarak açıklanmaktadır. Gelişmiş finansal piyasanın varlığı halk arasında daha yüksek tasarruf hareketliliğine neden olduğundan, sermaye birikimi de yatırım oranı aracılığıyla artmaktadır. Yurtiçi tasarruflar arttıkça, daha geniş bir finansal varlık yelpazesi ortaya çıkmakta ve bu da finansal piyasaların derinleşmesine ve genişlemesine yol açmaktadır (Agbloyor vd., 2014, s. 207). Dolayısıyla finansal sistemin genişlemesi ile etkinlik artışı finansal gelişme olarak ifade edilebilir (Binicioğulları, 2014, s. 24).

2.5.Finansal Gelişme Göstergeleri

Finansal gelişme, hazır bir verisi bulunmayan kolayca ölçülemeyen bir değişkendir. Dolayısıyla, finansal gelişmenin ölçülebilmesi için alternatif ölçütler oluşturulması gerekmektedir. Ekonomik politikaların hazırlanmasında ve uygulamaya geçirilmesi sürecinde finansal gelişme düzeyinin belirlenmesi için iyi tasarlanmış göstergeler demeti gerekli olmaktadır (Kar ve Ağır, 2005, s. 55). Eksiksiz bir finansal sektör gelişme göstergeleri demeti, finansal sistemin kredi aracılığı, likidite yönetimi ve risk yönetimi özelliklerini kapsamalıdır. Ayrıca, finansal sistemin gelişimini değerlendirmek

için, fiyat belirleme ve fiyat esnekliği hususları da dahil olmak üzere finansal fiyatlandırma mekanizmalarının ayrıntılı olarak ele alınması gerekmektedir (Lynch, 1996, s. 6). Dolayısıyla, tek bir gösterge finansal piyasanın gelişimini gösterebilmek için yeterli olamamaktadır (Ağır, 2009, s. 95). Finansal gelişme göstergeleri; miktar ölçüleri, yapısal ölçüler, finansal fiyatlar, ürün çeşitliliği ve değişim maliyeti olmak üzere beş kategoride incelenebilmektedir (Lynch, 1996, s. 7).

2.5.1. Miktar Ölçüleri

Finansal gelişmenin geleneksel göstergeleri olarak genellikle tüm uygulamalı çalışmalarda ortak değişken olarak kullanılan miktar ölçütleri; parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler ve sermaye piyasalarına ilişkin göstergelerdir. Ayrıca, bir diğer miktar ölçütü olarak değerlendirilen mali varlık stoğuna ilişkin gösterge; hem sermaye piyasaları hem de bankacılık sektörü ile ilgili göstergeleri kapsamaktadır (Ağır, 2009, s. 94).

2.5.1.1. Parasal Büyüklükler

Parasal büyüklükler finansal gelişme için yaygın olarak kullanılan göstergelerden biridir (Lynch, 1996, s. 7). Parasal büyüklükler para arzının (M1, M2, M3) milli gelire oranı ile elde edilmektedir. Dar tanımlı para arzı olan M1'in GSYİH'ya oranı, dolaşımdaki para miktarını göstermektedir. Bu oranın büyük olması finansal piyasaların az gelişmiş olduğunu ifade etmektedir (Darıcı, 2009, s. 36). M2/GSYİH oranı, geniş tanımlı para arzının milli gelire oranını vermektedir. Bu oran araştırmacılar tarafından sıklıkla kullanılan finansal gelişme göstergelerinden biridir. Ayrıca, M2/GSYİH oranı ekonominin parasallaşma derecesi ile birlikte bireylerin bankacılık sistemini kullanma düzeyi hakkında da bilgi vermektedir (Öztürk vd., 2010, s. 99). Finansal piyasaların gelişmişliğinin önemli bir göstergesi de bu oranın yüksek olmasıdır (Darıcı, 2009, s. 36). Bir başka parasal ölçüt ise M2 para stokuna ek olarak bir kısım banka fonları ve reponun toplamını gösteren M3'ün GSYİH 'ya oranıdır. Bu oranın yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğini göstermektedir (Öztürk vd., 2010, s. 99).

2.5.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler

Finansal gelişmenin ölçütü olarak kredilere ilişkin büyüklükler üçe ayrılmaktadır. Bunlar; yurtiçi toplam kredi hacminin gelire oranı ($Y\dot{I}KH/GSY\dot{I}H$), özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı ($\ddot{O}SKH/GSY\dot{I}H$) ve özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı ($\ddot{O}SKH/Y\dot{I}KH$)'dır (Yetiz, 2016, s. 113). King ve Levine (1993) çalışmasında kredilere ilişkin iki gösterge kullanılmıştır. Bu göstergelerin ilki özel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içindeki payıdır. Diğeri ise, özel sektör kredilerinin gelir içerisindeki payıdır.

Finansal gelişmenin olumlu sonuçlarından biri, kredi hacminin genişlemesidir. Fonların yatırımlara aktarılmasının ekonomik performansı olumlu yönde etkilemesi nedeniyle, finansal gelişmenin sağlandığı durumlarda, yurt içi kredi hacminde ve özel sektöre verilen kredilerde bir artış beklenmektedir. Benzer şekilde, finansal gelişme ile uyumlu olarak, yurt içi kredi hacmi içinde özel sektöre verilen kredilerin payında da bir artış öngörülmektedir. (Ağır, 2009, s. 96).

2.5.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri

Finansal gelişmenin ölçütü olarak kullanılan bir diğer miktar ölçüsü sermaye piyasası göstergeleridir. Bu göstergelerin ilki, sermaye piyasalarının genişliğini ölçmek için oluşturulan piyasa değeri oranı (market capitalization ratio)'dır. Bu oran piyasada yer alan hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilmektedir. Sermaye piyasasının genişliğinin ölçülmesi için kullanılan bir diğer gösterge ise piyasada işlem gören şirketlerin sayısıdır. Sermaye piyasalarının en önemli fonksiyonlarından biri likidite riskini azaltmaktır. Dolayısıyla, likidite göstergeleri de piyasanın gelişmişliğini ölçmek için kullanılmaktadır. Söz konusu göstergelerden ilki işlem hacminin GSYİH'ya oranı ile hesaplanmakta olup ikincisi de işlem hacminin piyasa değerine oranlanması ile bulunmaktadır (Erim ve Türk, 2005, s. 34).

Levine ve Zervos (1999) çalışmasında, iyi gelişmiş hisse senedi piyasalarının yatırımlar ve büyüme üzerinde bankacılık sisteminden daha farklı ve güçlü bir etkiye sahip olduğu ileri sürülmüştür. Özellikle, piyasa değerinin GSYİH'ya oranıyla veya borsada işlem gören şirketlerin sayısı ile ölçülen artan piyasa kapitalizasyonu, bir ekonominin

sermayeyi harekete geçirme ve riski çeşitlendirme yeteneğini geliştirebilmektedir. Hisse senedi piyasalarının performansına yönelik diğer önemli göstergeler; yoğunlaşma, volatilité ve fiyatlamada etkinlik olup olmaması ile elde edilebilir. Fiyatlamada etkinlik sağlanması durumu ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının dünya sermaye piyasalarına entegrasyonunun göstergelerindendir (Arestis ve Demetriades, 1997, s. 786).

Piyananın gelişmişliği ile “yoğunlaşma” ve “volatilité” göstergeleri arasında ters yönde ilişki olduğu varsayılmaktadır. Volatilité, hisse senedi getirilerinin standart sapmaları ile ölçülürken, yoğunlaşma, en büyük 10 hisse senedinin piyasa değerinin toplam hisse senedi piyasasının değerine oranı ile ölçülmektedir. Bir diğer gösterge olarak ise, sermaye piyasaları göstergelerinin ortalamaları alınarak ayrıca sermaye piyasası gelişmişlik indeksi oluşturulabilmektedir (Erim ve Türk, 2005, s. 34).

Borsa kapitalizasyon oranındaki artış da piyananın geliştiğini göstermektedir. Kapitalizasyon oranına benzer şekilde piyasa işlem hacminin GSYİH’ye oranında oluşacak artış da finansal gelişmenin göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, sermaye piyasalarında işlem gören şirket sayılarındaki artış da finansal gelişmenin göstergeleri arasında sayılmaktadır (Ağır, 2009, s. 97).

2.5.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge

Ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme seviyesi finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Derinleşme göstergesi olarak da adlandırılan ve finansal piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen gösterge ise, mali varlıklar / GSMH oranıdır. Toplam mali varlık stoğu bir ekonomideki tüm finansal varlıkları ifade etmekte olup hem parasal göstergelerin, hem de finansal piyasalarla ilgili göstergelerin bir arada bulunduğu değişkendir (Erim ve Türk, 2005, s. 23). Mali varlık stoğu içerisinde, bankacılık sektörü toplam mevduatlar, parasal göstergeler, kamu ve özel sektörün menkul kıymetleri, aracı kurumların toplam varlıkları yer almaktadır. Toplam mali varlık stoğunun artması ile birlikte finansal gelişmenin de aynı doğrultuda yükselmesi öngörülmektedir (Ağır, 2009, s. 97).

2.5.2. Yapısal Ölçütler

Finansal gelişme göstergesi olan yapısal ölçütler ile hem finansal sistemin yapısının analiz edilmesi hem de sistemdeki farklı unsurların öneminin belirlenmesi sağlanmaktadır. Yapısal ölçütlerin ilki geniş para arzının dar para arzına oranı ($M2/M1$)’dır. Bu oran, bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ile pozitif ilişkili olup finansal sistem genişledikçe tasarruf mevduatları işletme sermayesinden daha hızlı artmaktadır (Lynch, 1996, ss. 10-11). Bir ekonomide tasarruf oranlarının daha yüksek olması ya da finansal araçların rolünün gelişmesi bu oranın artması ile ilişkilendirilmektedir. Bir diğer ifadeyle, orandaki artış bankacılık sistemine duyulan güvenin de artması anlamına gelmekte olup ekonomide parasallaşmanın hızlandığının göstergesi olabilmektedir (Ağır, 2009, ss. 107). Bir diğer yapısal ölçüt, dolaşımdaki menkul kıymetlerin geniş para arzına oranı olup, finansal sistemdeki araçlar ile menkul kıymet piyasaları arasındaki dengenin bir göstergesidir. Yapısal göstergelerden üçüncüsü, türev araçların devir hızının dayanak varlığa ilişkin piyasalardaki devir hızına oranıdır. Bu oran “bilanço dışı” risk yönetim araçlarının önemini, türevlerin dayandığı enstrümanlarda nakit (veya fiziki) alım satıma göre ölçmektedir (Lynch, 1996, ss. 10-11).

2.5.3. Finansal Fiyat Ölçütü

Finansal gelişme, derinleşme ve aracılık faaliyetlerinin reel faiz oranlarına bağlı olduğu düşüncesi ile ampirik çalışmalarda reel faiz oranları finansal değişken olarak kullanılmaktadır. Önemli bir finansal değişken olarak reel faiz oranlarının tercih edilmesinin temelinde yer alan düşünce McKinnon – Shaw hipotezine dayanmaktadır. Bu hipotez, reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanı için gerekli olan fonları ve yatırımları arttıracaklarını varsaymaktadır (Erim ve Türk, 2005, s. 27). Reel faiz oranlarının pozitif olmakla birlikte, ekonomik beklentileri de yansıtmaları beklenmektedir. Dolayısıyla, reel faiz oranlarının esnekliğinin ve düzeyinin önem arz ettiği ve finansal gelişme ölçütü olarak tercih edileceği söylenebilir (Lynch, 1996, s. 12). Reel faiz oranlarındaki artışın iç tasarrufların finansal sistem içerisinde toplanmasını sağladığı ve dış tasarrufların da ülkeye çekilmesine, dolayısıyla yatırıma ve büyümeye neden olacağı ileri sürülmektedir (Oruç ve Turgut, 2014, s. 111). Ayrıca, bir piyasada reel faiz oranlarının etkin ve bağımsız bir şekilde ülke merkez

bankaları tarafından belirlenmesi, tasarrufların daha etkin kullanılmasına imkân sağlamaktadır (Stefan, 2021, s. 15).

Belirli malları kapsayan bir sepetin mal birimleri ile ifade edilen reel faiz oranı en önemli finansal fiyat olarak nitelendirilebilir. Finansal derinleşme için temel bir ön koşul reel faiz oranının pozitif olmasıdır. Az gelişmiş ekonomilerdeki piyasalarda genellikle negatif reel faiz oranı oluşmakta olup bu durum da finansal varlıklar için oluşturulan tasarruflara engel olmaktadır. Reel kredi faiz oranlarının pozitif olması, mevduat reel faiz oranlarını devam ettirdiği ve sadece pozitif reel getiri oranları olan projelerin desteklenmesini sağladığı için oldukça önemlidir (Erim ve Türk, 2005, s. 26; Lynch, 1996, s. 12).

Değişen ekonomik koşullara karşı fiyatların duyarlılığı da oldukça önemli bir konudur. Etkin finansal piyasalar ekonomik koşullara karşı değişen beklentilere uyumu kolaylaştırmaktadır (Lynch, 1996, s. 14). Fakat bazı ekonomilerde reel faiz oranları oluşturulurken değişen ekonomik koşullar dikkate alınmayabilmektedir. Bu ekonomiler, faiz oranlarının kontrol altında tutulduğu, finansal bir baskının olduğu ve finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmadığı ekonomilerdir. Bilhassa reel faiz oranları, az gelişmiş ekonomilerde enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda baskı altında tutulmakta olup enflasyon oranına göre oluşturulmamaktadır. Dolayısıyla bu durum reel faiz oranlarının negatif seviyelere düşmesine ve yatırımların olumsuz yönden etkilenmesine sebep olabilmektedir (Özmerdivanlı, 2017, s. 45).

2.5.4. Ürün Çeşitliliği

Finansal gelişmenin göstergelerinden bir diğeri de ürün çeşitliliğinin fazla olmasıdır. Gelişmiş bir piyasada ürün çeşitliliği fazla olup bu araçların kullanım alanları da yaygın olmaktadır. Bu durum, hem yatırımcıların tasarruflarını çok sayıda yatırım enstrümanlarında değerlendirebilmelerine olanak sağlamakta, hem de fon talep eden tarafa alternatif borçlanma imkanı sunmaktadır. Dolayısıyla, finansal sistem daha fazla kullanılmakta ve sisteme çok sayıda fon çekilebilmektedir (Lnchy, 1996, s. 16).

Finansal araçlar para ve sermaye piyasası araçları olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır. Para piyasası araçlarının vadeleri bir yıldan az olup likiditesi yüksek ve

az maliyetli olduğu için sermaye piyasası araçlarına göre daha az risk içermektedir. Para piyasası araçları, hazine bonosu, mevduat sertifikaları, repo, bankalar arası para piyasasındaki Eurodolar vb. araçları içermektedir. Sermaye piyasaları araçlarının ise vadeleri bir yıldan uzundur. Vadelerinin bir yılın üzerinde olmasına bağı olarak, sermaye piyasaları araçları daha az likit ve daha riskli araçlardır. Hisse senetleri, devlet tahvili, ipotek senetleri gibi araçlar sermaye piyasası araçları olarak sayılmaktadır.

Bir finansal piyasanın gelişmişliğinden bahsedilebilmesi için sermaye ve para piyasalarındaki araçların çeşitliliğinin artması ve işlem hacminin büyümesi gerekmektedir. Az gelişmiş finansal piyasalarda tahvil, hisse senedi gibi temel finansman araçları bulunurken, gelişmiş finansal piyasalarda forward, future, swap ve opsiyon gibi türev ürünler yer almaktadır (Oksay, 2000, s. 19).

2.5.5. Değişim Maliyeti

Finansal sistem, hızla gelişen ekonomilerin taleplerini karşılayabilecek yeni yatırım araçları ve piyasalarıyla, mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmakta olup, yatırımcıların ihtiyaç duyduğu fonları daha hızlı ve daha ucuz bir şekilde elde edebilmelerine imkan sağlamaktadır. Finansal küreselleşme ile birlikte sistemin bu özelliği daha fazla ön plana çıkmaktadır (Ağır, 2009, s. 100).

Finansal araçların alım satımı sırasında oluşacak çeşitli aracılık maliyetlerini azaltmak finansal sistemin temel fonksiyonlarından biridir. Aracılık maliyetlerini azaltarak finansal sistem içerisindeki tasarrufların büyük bir kısmının farklı sektörlerin kullanımına verilmesi finansal sistemin gelişmesine katkı sağlayacaktır. Bu açıdan, tarafların finansal araç alım satımı sonucunda oluşan değişim maliyeti finansal derinliğin önemli göstergelerinden biri olarak belirtilmektedir (Özmerdivanlı, 2017, s. 45).

Finansal aracılık işlem maliyeti genel olarak faiz oranı ile tespit edilmektedir. Bu oran ise kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan (faiz marjı) elde edilmektedir (Ağır, 2010, s. 96). Optimal finansal derinleşmeyi sağlamak ve finansal sektörün kendisine çektiği kıt ekonomik kaynakların miktarını minimize edebilmek için finansal sistemin aracılık maliyetlerini en düşük seviyede gerçekleştirmesi

beklenmektedir (Lynch, 1996, s. 20). Minimum değişim maliyetinin gerçekleşmesi, bankalar tarafından uygulanan kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farkın en düşük düzeyde olmasına, bir diğer ifade ile bankaların kendi bünyelerinde bulundurdıkları payın (bankaların yatırımcılardan aldığı kredi faiz oranı ile tasarruflara verdiği mevduat faiz oranı arasındaki kısmı kendisi için alıkoyması) minimum seviyede olmasına bağlı olmaktadır (Özmerdivanlı, 2017, s. 46).

2.6. Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile İlişkisi

Genel teoride, yatırım ile finansal gelişmenin birbirine önemli ölçüde katkıda bulunduğu öngörülmektedir. Bir yandan, yatırımlardaki artış dış finansman için artan talebi oluşturmaktadır. Diğer yandan da finansal gelişme, finansal aracıları tasarruf sahiplerinin verimsiz maddi varlıklarını banka mevduatlarına çevirmeye ikna etmeye doğrudan teşvik etmek suretiyle finansal aracılığın kapsamını genişletmektedir (Huang, 2011, s. 65).

Finansal aracılığın kapsamının genişlemesi ile yabancı yatırımlar girdiğı ülkenin ekonomik kalkınmasını, finansal gelişmesini olumlu etkilemekte ve ülkelerin refahını artırmaktadır. Dolayısıyla, finansal gelişmede görülen sürekli iyileşme yabancı yatırımların ülkeye çekilmesini teşvik edecektir (Tatar, 2022, s. 55). Ulusal ekonomik gelişim seviyelerindeki farklılıklar nedeniyle, uluslararası sermaye akışı sadece fiziksel kaynakların yapılandırılması amacıyla değil, aynı zamanda uluslararası sermaye yatırımlarından veya spekülasyonlardan elde edilecek gelir için de gerçekleşmektedir. Bu nedenle, uluslararası sermaye akışının öleğı giderek büyümekte ve hızı gittikçe artmaktadır. (Li, 2018, s. 409). Levine ve Renelt (1992), çalışmasında yabancı yatırım artışının ekonomik büyüme oranını artıracak ve bunun da finansal gelişmeyi teşvik edeceği ifade edilmektedir.

Çoğu gelişmekte olan ülke, ekonomik durumu iyileştirmek, iş fırsatları yaratmak ve sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlamak için yatırım kaynaklarının eksikliği sorunuyla karşı karşıyadır. Yabancı yatırım, küresel ekonominin modern koşullarında yatırım kaynaklarının sağlanmasında çok önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, yabancı yatırım ile ilgili yapılan çoğu tartışma hangi tür yatırımın ülkeye yararlı olduğu ve yabancı yatırımın ülkeye nasıl çekileceğı üzerine yoğunlaşmaktadır.

Günümüzde pek çok ülke iç kaynakların yetersizliği nedeniyle yabancı yatırımı ülkeye çekme eğilimi göstermektedir (Abzari, Zarei, ve Esfahani, 2011, s. 148).

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden sonra, dünya ekonomisi “ticaret ve sermaye akışlarının kademeli olarak liberalleşmesinin” ardından “küreselleşmenin yabancı yatırımlara etkisinin yeni ve daha derin bir versiyonunu” deneyimlediği döneme odaklanmıştır (Huang, 2011, s. 66). Özellikle bu döneme kadar gelişmekte olan ülkeler yabancı yatırımlardan yeterince faydalanamamış olup gelişmiş ülkelerin piyasaları yabancı yatırımlar ile genişlemiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, s. 58). Küreselleşmenin dünyayı adeta tek bir küresel köy haline getirmesi, doğrudan yabancı yatırım hacminde önemli bir artışa neden olmuştur. Bu süreçte, doğrudan yabancı yatırımlar özellikle gelişmekte olan ekonomiler için giderek daha kritik bir ekonomik büyüme kaynağı haline gelmiştir. Bu yatırımlar, sadece istihdamı ve üretimi artırmakla kalmayıp, aynı zamanda bilgi ve teknoloji yayılımı yoluyla üretim yapısında köklü değişikliklere de yol açmıştır. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkeler, doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekmek için büyük çaba göstermektedir (Karahana ve Bayır, 2022, s. 164).

Ev sahibi ve kaynak ülkedeki gelişmiş bir finansal sistemin varlığının, firmaların doğrudan yabancı yatırım kanalıyla uluslararası alanda gelişimini güçlendireceği ileri sürülmektedir (Aslan vd., 2019, s. 650). Bazı sektörler teknolojik olarak dış finansmana daha bağımlıdır, bu da firmaların arzu ettiği yatırım seviyelerinin tipik olarak iç nakit akışlarını aştığı anlamına gelmektedir. Söz konusu sektörlerdeki firmalar, doğrudan yabancı yatırımın sabit maliyetlerinin yalnızca küçük bir kısmını içsel olarak finanse edebileceklerinden, doğrudan yabancı yatırım için büyük ölçüde dış finansmana yönelmek zorunda kalmaktadır. Firmaların dış finansmana erişimi ise finansal gelişmeye bağlı olmaktadır (Desbordes ve Wei, 2017, s. 5). Bu mekanizma doğrudan yabancı yatırımlar için kaynak ülke finansal gelişiminin önemini göstermektedir. Ev sahibi ülkede ise, daha yüksek finansal gelişme yabancı yatırımcılar için daha çok dış sermayeyi mümkün kılmakta olup çokuluslu işletmelerin yabancı dış kaynak kullanımını teşvik etmektedir (Desbordes ve Wei, 2014, s. 1).

Sağlam bir finansal yapıya sahip ülkeler, yabancı yatırımcılar için güvenli bir ortam olarak düşünüldüğünden söz konusu ülkelere daha fazla doğrudan yabancı yatırım girişi olmaktadır (Çelik, 2019, s. 66). Doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme

arasındaki ilişki teorik olarak üç şekilde açıklanmaktadır. Birincisi, doğrudan yabancı yatırım net girişlerindeki artış ekonomideki mevcut fonları artırmakta ve finansal piyasalar veya bankacılık sistemi yoluyla finansal aracılığın gelişmesine neden olmaktadır. İkincisi, daha fazla doğrudan yabancı yatırım seçkinlerin ekonomideki göreceli gücünü azaltmakta ve seçkinleri finansal gelişimi güçlendiren piyasa dostu düzenlemeleri benimsemeye yönlendirebilmektedir. Üçüncüsü ise, iyi işleyen bir finansal piyasa, yabancı yatırımcıları çekebilmektedir. Nispeten gelişmiş bir borsa, borsaya kote olan şirketlerin likiditesini artırıp sermaye maliyetini düşürerek ülkeyi yabancı yatırımlar için çekici hale getirebilmektedir (Soumare ve Tchana, 2015, s. 5).

Doğrudan yabancı yatırımların teknoloji transferi ve yeni süreçleri kullanımı sayesinde finansal gelişmeyi olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. İçeride rekabeti teşvik etmede doğrudan yabancı yatırım, ev sahibi ülkelerdeki firmaların üretkenliğini artırabilmektedir. Ayrıca, bir dış finansman yöntemi olarak doğrudan yabancı yatırım teorik olarak ev sahibi ekonomilerdeki sermaye oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Nasser ve Gomez (2009) doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Sghaier ve Abida (2013) ise 1980-2011 dönemine ilişkin Tunus, Fas, Cezayir ve Mısır ülkelerinin panel verileri üzerinde Genelleştirilmiş Moment Yöntemi (GMM) kullanarak finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. 67 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin verilerini kullanan Desbordes ve Wei (2014), özellikle finans sektörüne sınırlı erişimi olan sektörler için finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım akışları için motive edici bir faktör olduğu sonucuna varmışlardır. 97 ülke verilerinin kullanıldığı Dutta ve Roy (2011) çalışmasında ise finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasında belirli bir düzeye kadar pozitif ilişki olduğu, ancak bu düzeyin ötesinde ilişkinin negatif olduğu bulunmuştur (Şahin, 2018, s. 302).

2.7. Finansal Gelişmenin Yabancı Portföy Yatırımları ile İlişkisi

Yabancı portföy yatırımı, tasarruf sahiplerinin faiz ve temettü geliri elde etmek için uluslararası piyasalardan menkul kıymet satın alımı şeklinde yaptıkları dolaylı bir yabancı yatırımdır. Yabancı portföy yatırımı ev sahibi ülkenin borsasında veya başka bir yerde işlem gören hisse senetleri, devlet tahvilleri ve şirket tahvillerini kapsamaktadır (Araoye, 2021, s. 71). Bu yatırım ülkelerin kısa vadeli sermaye ihtiyacını

önemli derecede karşıladığı için sıcak para olarak adlandırılmaktadır. Portföy yatırımlarında volatilitenin çok yüksek olması dolayısıyla getiri oranındaki veya güven ortamındaki en küçük bir düşüş, sermayenin ülkeden çıkmasına neden olmaktadır. Bu durum da, piyasaların daha genel olarak da ekonominin olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır (Sugözü ve Yaşar, 2020, s. 199).

Finansal araçların ortaya çıkışıyla birlikte finansal gelişme, daha düşük bilgi asimetrisi ve daha iyi risk yönetimi sağlamakta olup aynı zamanda işlem maliyetlerini de düşürmektedir. Bilgi asimetrisinin finansal araçlar vasıtasıyla azaltılması, yabancı sermaye ve yatırımlar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Yerel girişimcilerin fazlalığı, yabancı yatırımcılar ve ülke piyasaları arasındaki uzaklık zaten var olan bilgi asimetrisini artırmaktadır. Yabancı yatırımcılar doğal olarak yerel yatırımcılar kadar yerel pazarın fırsatları ve riskleri hakkında bilgi sahibi değildirler. Finansal araçlar, yerel piyasa riskleri hakkında bilgi sağlayarak ülkeye ve piyasalara olan güveni artırmaktadır. Bu durum, yeni yatırımcıların özellikle yabancı yatırımcıların yerel pazara erişimini teşvik etmektedir (Kinda, 2012, s. 4-5). Huang (2006) finansal gelişmenin yabancı yatırımlar üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, özel yatırımların da finansal gelişme üzerinde önemli ve olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gelişmiş bir finans sektörü, yabancı ve yerel firmalar ile bunların tedarikçileri ve müşterileri arasındaki etkileşimleri de kolaylaştırmaktadır. Gerçekte, finansal gelişme ülkelerin doğrudan yabancı yatırım çekebilme ve borç alabilme yeteneğini önemli ölçüde açıklasa bile, finansal araçların portföy yatırımlarına katkısı daha önemlidir. Yabancı portföy yatırımları genellikle nispeten gelişmiş bir finans sektörü ve muhtemelen önceden var olan bir borsanın olmasını gerektirir. Finansal gelişme yerel pazara yeni bankaların veya yeni aktörlerin girişini de ifade etmektedir. Bankaların özelleştirilmesiyle birlikte finansal serbestleşme süreci, doğrudan yabancı yatırım girişi veya portföy yatırımı şeklinde satın almaları ve yabancı özel sermaye girişlerinin artmasını sağlamıştır (Kinda, 2012, s. 5).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı ilişkisini inceleyen ampirik literatür ele alınmıştır. Çalışmalar üç bölüme ayrılarak incelenmiştir. İlk olarak finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırım ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra finansal gelişme ile yabancı portföy yatırımı ilişkisini inceleyen çalışmalara ve son olarak da finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Ayrıca çalışmaların yazarları, dönemi, konusu, yöntem ve bulguları tablolastırılarak özetlenmiştir.

3.1. Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Doğrudan yabancı yatırımlar özellikle gelişmekte olan ülkelere sağladığı teknolojik avantaj, kalkınma ve büyümeye destek olması dolayısıyla literatürde yaygın olarak incelenmektedir. Mevcut literatürde finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar incelendiğinde konuya ekonomik faktörlerin de dahil edildiği görülmektedir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde finansal gelişmenin ev sahibi ülkeye gelen doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde çoğunlukla etkili olduğu görülmektedir.

Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki pozitif etkisini inceleyen bazı önemli çalışmalara bakıldığında, **Nasser ve Gomez (2009)**, çalışmalarında doğrudan yabancı yatırım ile borsa ve bankacılık sistemi arasındaki bağlantılara odaklanarak, finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki

etkilerini ampirik olarak incelemişlerdir. Çalışmada ayrıca, ele alınan ülkeler için ekonomik, sosyal ve politik değişkenlerin doğrudan yabancı yatırım girişlerinin belirleyicileri olarak önemli olup olmadığı da analiz edilmiştir. Çalışmada, 15 Latin Amerika ülkesinin 1978-2003 dönemine ait yıllık veriler regresyon analizi yöntemi ile incelenmiştir. Bu ülkeler Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Ekvador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Meksika, Paraguay, Peru, Uruguay ve Venezuela'dır. Finansal piyasa gelişim göstergesi için hem hisse senedi piyasası hem de bankacılık sektörü değişkenleri tercih edilmiştir. Hisse senedi piyasa gelişimi hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı ve hisse senedi piyasası işlem hacmi/GSYİH oranı ile ölçülmüştür. Bankacılık sektör gelişimi ise finansal sektörün likit varlıkları/GSYİH oranı, mevduat bankalarının toplam varlıkları/GSYİH oranı ve özel sektör kredilerinin/GSYİH oranı ile ölçülmüştür. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırım ile işlem hacmi ve özel sektör kredileri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırımın finansal olarak gelişmiş ve kurumsal olarak güçlü ülkelere yönlendirildiği belirtilmiştir.

Donaubauer vd. (2016), çalışmalarında ev sahibi ülke ile kaynak ülkedeki finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 137 ev sahibi ve 43 kaynak ülkenin 2001-2012 dönemine ait verileri üzerinde OLS analizi uygulanmıştır. Çalışmada, hem ev sahibi ülke hem de kaynak ülkedeki finansal gelişme artışının doğrudan yabancı yatırım üzerinde pozitif yönde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, gelişmekte olan ev sahibi ülkeler için, kaynak ve ev sahibi ülkelerdeki finansal piyasa gelişiminin birbirinin ikamesi olarak işlev gördüğü tespit edilmiştir.

Bir başka çalışma olan **Shah (2016)**, gelişmekte olan 10 MENA ülkesine ait 1988-2015 yılları arasındaki yıllık veriler üzerinde panel veri analizi yapmıştır. Analiz sonucunda finansal gelişmenin yabancı yatırımcıların yatırım kararları üzerinde pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımın belirleyicileri olan piyasa büyüklüğü, kalkınma düzeyi, ticaretin serbestleşmesi, makroekonomik istikrar, ticaret anlaşmaları, ikili yatırım anlaşmaları ve vasıflı iş gücü mevcudiyeti gibi faktörler de dikkate alınmıştır. Genel olarak çalışma sonucunda, finansal gelişmenin MENA bölgesindeki doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde etkili olduğu ifade edilmiştir.

Otchere vd. (2016) çalışmasında, Afrika ülkelerinin finansal piyasa gelişimi ve doğrudan yabancı yatırımları arasındaki ilişki incelenmiştir. 1996-2009 dönemini ele alan bu çalışmada panel veri ve Granger Nedensellik Analizi kullanılmıştır. Çalışmada finansal piyasa gelişimi için 5 farklı değişken dikkate alınmıştır. Bu değişkenler; hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, işlem gören hisse senedi değeri/GSYİH, özel sektör kredileri/GSYİH, likit varlıklar/GSYİH, ticari banka varlıklarının ticari bankalar ile merkez bankası varlıklarının toplamına oranı'dır. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırım ile finansal piyasa gelişimi arasında çift yönlü pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Desbordes ve Wei (2017) çalışmasında finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar incelenmiştir. 2003-2006 dönemine ait veriler üzerinde Poisson sabit etkiler tahmincisi, OLS ve Qmle yöntemleri kullanılmıştır. Çalışma 83 kaynak ve 125 ev sahibi ülkeyi kapsamaktadır. Ayrıca, çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar direkt olarak ele alınmayıp türleri üzerinde ayrı ayrı inceleme yapılmıştır. Analiz sonucunda, kaynak ve ev sahibi ülkelerdeki finansal gelişmenin sıfırdan doğrudan yabancı yatırım, genişleme yoluyla doğrudan yabancı yatırım, birleşme ve satın almalar ile doğrudan yabancı yatırım üzerinde çok önemli derecede pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Kaynak ve ev sahibi ülkelerdeki finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin benzer olduğu ancak, doğrudan ve dolaylı etkilerinin doğrudan yabancı yatırım türleri arasında farklılık gösterdiği ifade edilmiştir.

Çetin ve Seker (2014) çalışmasının temel amacı ticari açıklık ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde etkili olup olmadığını araştırmaktır. Çalışma 1996-2011 dönemine ait 24 OECD ülkesinin yıllık verilerini kapsamaktadır. Bu çalışmada, ticari açıklık ile finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki uzun dönemli etkisini incelemek için üç aşamalı bir yöntem uygulanmıştır. Öncelikle serilerin durağan olup olmadığı Im, Pesaran ve Shin (2003) ve Maddala ve Wu (1999) tarafından geliştirilen birim kök testleri ile tespit edilmiştir. İkinci olarak ticari açıklık, finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırım arasındaki uzun dönemli ilişki dinamik panel veri yöntemi ile incelenmiştir. Son olarak değişkenler arasındaki uzun dönemli nedensellik ilişkisini tespit etmek için Geleneksel Panel Granger Testi uygulanmıştır. Analiz sonucunda ticari açıklık ve finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar

arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Geleneksel Panel Granger Nedensellik Testi sonucu ise söz konusu değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğunu göstermiştir. Genel olarak elde edilen sonuçlara göre OECD ülkelerinde ticari açıklık ile finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olduğu tespit edilmiştir.

Son olarak, **Çelik (2019)** tarafından yapılan çalışmada, kırılğan beşli ülkelerinin (Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Türkiye) 1981-2016 dönemine ait verileri incelenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların bağımlı, finansal gelişme, GSYİH, tüketici fiyat endeksinin ise bağımsız değişkenler olarak ele alındığı söz konusu çalışmada panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Değişkenlerin durağan olup olmadığı birinci ve ikinci nesil panel birim kök testleri ile sınanmış olup, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ise Pedroni ve Westerlund panel eşbütünleşme testleri ile analiz edilmiştir. Ampirik bulgular, uzun vadede finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasında bir ilişkinin bulunduğu, ancak ilişkinin yönünün belirlenmediği çalışmalara bakıldığında; **Nwosa vd. (2011)** çalışmasında finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Çalışma Nijerya'nın 1970-2009 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Bu çalışmada finansal piyasa gelişimini bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasası temsil etmiştir. Bankacılık sektörü büyüklüğü, tasarruf mevduatı/GSYİH oranı ve toplam krediler/GSYİH oranı ile ölçülmüştür. Hisse senedi piyasa gelişimi ise piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı ve işlem hacmi/GSYİH oranı ile ölçülmüştür. Değişkenler arasındaki ilişki zaman serileri analiz yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir nedensel etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hajilee ve Nasser (2015) çalışmasında finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma, 14 Latin Amerika ülkesinin 1980-2010 dönemine ait yıllık verilerini kapsamaktadır. Ayrıca, finansal gelişimi

hesaplayabilmek için hem banka sektörü hem de hisse senedi piyasası göstergeleri kullanılmıştır. Finansal piyasa gelişimi ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki Granger Nedensellik Analizi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde hem kısa, hem de uzun vadede etkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, Granger Nedensellik Testi sonucu doğrudan yabancı yatırım ile bankacılık sektörü gelişimi arasında tek yönlü bir ilişkinin olduğunu, doğrudan yabancı yatırım ile hisse senedi piyasa gelişimi arasında ise çift yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Fauzel (2016) çalışmasında doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma küçük ada ekonomilerinin 1990-2013 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Bu çalışmada, finansal gelişme bağımlı değişken olarak incelenmiştir. Doğrudan yabancı yatırım ise bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Ayrıca, kişi başına düşen GSYİH, beşeri sermaye, ticari açıklık, yerel yatırım, faiz oranları ve enflasyon gibi faktörler kontrol değişkenleri olarak değerlendirilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için Panel Vektör Otoregresif modeli (PVAR) kullanılmıştır. Bu model ile doğrudan yabancı yatırımın finansal gelişme üzerinde sahip olabileceği doğrudan ve dolaylı etkiler de açıklanmıştır. Ayrıca, hem doğrudan yabancı yatırımın, hem de finansal piyasa gelişiminin belirleyicileri analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırımların finansal piyasa gelişimi için önemli bir belirleyici olduğu tespit edilmiştir. Bir diğer sonuç ise, küçük ada ekonomilerinde ekonomik büyümenin finansal gelişimin artmasında önemli bir rol oynadığı yönündedir.

Adewale (2016) çalışmasında 6 Afrika ülkesinin sermaye piyasası gelişimi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasındaki ilişki 2005-2012 dönemine ait veriler kullanılarak regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmada, bağımlı değişken doğrudan yabancı yatırım girişi, bağımsız değişkenler olarak ise hisse senedi piyasasını ölçmek için piyasa kapitalizasyonu ve piyasa devir hızı kullanılmıştır. Bankacılık sektörü performansı ise, bankacılık sektörünün sağladığı yurtiçi krediler/GSYİH oranı, finansal olmayan özel sektör üzerindeki toplam alacaklar/GSYİH oranı ve özel sektöre verilen yurtiçi krediler/GSYİH oranı ile ölçülmüştür. Analiz sonucunda, piyasa kapitalizasyonu, piyasa devir hızı ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerden doğrudan yabancı yatırım girişine doğru nedensel bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla, sermaye piyasası gelişiminin

Afrika ülkelerinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır.

Bahri vd. (2018) çalışmasında 1980-2013 dönemine ilişkin ASEAN-5 (Malezya, Tayland, Endonezya, Singapur, Filipinler) ülkelerinde doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme, enflasyon ve GSYİH arasındaki ilişki incelenmiştir. Özellikle, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ile doğrusal olmayan bir ilişkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Nedensellik analizi sonucunda, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım, enflasyon ve GSYİH arasında hem kısa vadeli hem de uzun vadeli ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Satrovic ve Muslija (2018) çalışmasında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma 2002-2015 dönemi için 32 gelişmiş ekonomi ile 61 gelişmekte olan ekonomiyi kapsamaktadır. Finansal gelişme göstergesi için özel sektöre verilen kredilerin/GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Bu çalışmada analiz dört aşamada yapılmıştır. İlk olarak, değişkenler için panel birim kökü test edilmiştir. Ayrıca, panel regresyon modeli oluşturulmuş ve tahmin edilmiştir. Sonuçların hassasiyetini test etmek ve güçlü hatalardan kaçınmak için bir ARDL modeli kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki nedensel ilişki ise Granger Nedensellik Testi kullanılarak araştırılmıştır. Panel regresyon modelinin tahmini, genel örnekleme özel sektöre verilen kredilerin doğrudan yabancı yatırım üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. Granger Nedensellik Testi, genel örnekleme ve gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında çift yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir. Gelişmiş ülkeler için finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Alsmadi ve Oudat (2019) çalışmasında finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Bahreyn'in 1978-2015 dönemini ele alan bu çalışmada değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkinin tespiti için eşbütünleşme ve ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi için sadece özel sektöre verilen yurtiçi krediler değişkeni ele alınmıştır. Analiz sonucunda, hem doğrudan yabancı yatırımdan özel sektör yurtiçi kredilerine doğru bir

nedensellik, hem de özel sektör yurtiçi kredilerinden doğrudan yabancı yatırımlara doğru bir nedensellik tespit edilmiştir. Bu sonuç, değişkenler arasında çift yönlü bir nedensellik olduğu ve her ikisinin de birbirine karşı yönlendirici güce sahip olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasında hem kısa, hem de uzun vadede ilişki bulunmuştur.

İnal ve Beşel (2018) çalışmasında doğrudan yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Türkiye üzerine uygulanan bu çalışma 1981-2015 dönemine ait yıllık verileri kapsamaktadır. Uygulanan Toda-Yamamoto nedensellik testi sonucuna göre değişkenler arasında nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Kapsamlı olarak gerçekleştirilen analiz sonucunda finansal gelişme ile ekonomik büyüme, ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlar ve finansal gelişmeden ekonomik büyümeye, ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı yatırımlardan finansal gelişmeye, ekonomik büyüme ve finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensel bir ilişki olduğu ortaya koyulmuştur.

Kılınç (2020) çalışmasında finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım ve ticari açıklık arasındaki ilişki E7 ülkeleri kapsamında incelenmiştir. Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin 1992-2017 dönemine ilişkin verileri kullanılarak finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ve ticari açıklık ile olan ilişkisi Kónya (2006) tarafından geliştirilen Bootstrap Panel Granger nedensellik testleri ile tespit edilmiştir. Analiz sonuçları, E7 ülkeleri genelinde finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırıma doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğunu, ancak ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırım arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını göstermiştir. Ülkeler açısından nedensellik dikkate alındığında ise Çin, Endonezya ve Türkiye'de finansal gelişme doğrudan yabancı yatırımın nedeni iken, Endonezya'da doğrudan yabancı yatırımın finansal gelişmenin nedeni olduğu görülmüştür. Ayrıca, Brezilya'da ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırım arasında çift yönlü, Çin'de ise ticari açıklıktan doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde ise finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğu ortaya çıkmıştır.

Doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişki, ülkeler ve kullanılan değişkenlere bağlı olarak hem negatif hem de pozitif yönde değişirken, bazı çalışmalarda ise bu ilişkiye rastlanmamaktadır. Bu bağlamda, **Dutta ve Roy (2008)** çalışmasında, finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım ilişkisinde politik riskin rolünü incelemişlerdir. Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde önemli bir faktör olduğu vurgulanmıştır. Fakat finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki söz konusu etkisinin ev sahibi ülkenin politik durumu ile de ilgili olduğu belirtilmiştir. 97 ülkenin 1987-2007 dönemine ait verileri üzerinde OLS ve FGLS yöntemleri uygulanmıştır. Analiz sonucunda, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisinin belli bir eşik değere kadar pozitif olduğu, o değerden sonra ise negatif olduğu tespit edilmiştir.

Soumare ve Tchana (2015) çalışmasında gelişmekte olan piyasalardan alınan panel veriler kullanılarak doğrudan yabancı yatırım ile finansal piyasa gelişimi arasındaki nedensel ilişki 1994-2006 dönemi kapsamında incelenmiştir. Çalışma 29 gelişmekte olan piyasadan oluşmaktadır: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İran, İsrail, Ürdün, Malezya, Meksika, Fas, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, Tunus, Türkiye, Vietnam, Tayland ve Güney Kore. Bu piyasalar Afrika'da 4 ülke, Asya'da 15 ülke, Doğu Avrupa'da 4 ülke ve Latin Amerika'da 6 ülke piyasasından oluşmaktadır. Finansal piyasa gelişimi için iki hisse senedi piyasası gelişim göstergesi, üç bankacılık sektörü gelişim göstergesi kullanılmıştır. Hisse senedi piyasası gelişim göstergeleri; hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı ve işlem gören hisse senedi değeri/GSYİH oranıdır. Bankacılık sektörü gelişim göstergeleri ise; özel sektör kredileri/GSYİH, likit varlıklar/GSYİH ve ticari banka varlıkları/ticari banka varlıkları + merkez bankası varlıkları oranıdır. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırım ile hisse senedi piyasası gelişim göstergelerinin aynı anda birbirini pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Ancak, doğrudan yabancı yatırım ile bankacılık sektörü gelişim göstergeleri arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

Şahin ve Ege (2015) çalışmasının amacı Bulgaristan, Yunanistan, Makedonya ve Türkiye için finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelemektir. 1996-2012 dönemini kapsayan bu çalışmada finansal gelişme ile doğrudan

yabancı yatırımlar arasındaki nedensel ilişki Kónya (2006) panel veri yaklaşımı ile incelenmiştir. Finansal gelişme için üç farklı değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler; özel sektör kredileri/GSYİH, piyasa kapitalizasyonu/GSYİH ve borsa işlem hacmi/GSYİH'dır. İlk olarak, Makedonya'da değişkenler arasında hiçbir nedensel ilişki bulunamamıştır. Ancak, bulgular Bulgaristan, Yunanistan ve Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımların finansal gelişmenin nedeni olduğunu göstermiştir. Ayrıca, Türkiye'de finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru bir nedensellik ilişkisi de bulunmuştur.

Felek vd. (2017) çalışmasında finansal gelişmenin ve ekonomik büyümenin Türkiye'ye AB'den gelen doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkisinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. 2005-2015 dönemine ait çeyrek dönemlik veriler üzerinden değişkenler arasındaki ilişki ARDL sınır testi yöntemi ile incelenmiştir. Temel bir finansal gelişme endeksi bulunmaması sebebiyle Temel Bileşenler Analizi kullanılarak 11 adet finansal gelişme göstergesi ile finansal gelişme endeksi oluşturulmuştur. Analiz sonucunda, finansal gelişme ile ekonomik büyümenin ayrı ayrı, AB'den gelen doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olmadığı ancak ikisinin birlikte söz konusu yabancı yatırımla üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen bir diğer sonuç ise Türkiye'de Schumpeter'ci Yaklaşımı'nın desteklenmesi, yani arz öncü hipotezin geçerli olmasıdır. Dolayısıyla, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Aslan vd. (2019) çalışmasında finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada Türkiye'nin 1985-2016 dönemine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi için para piyasasını temsilen M2 para arzı ile özel sektör kredileri kullanılmış olup, sermaye piyasası için borsa işlem hacmi kullanılmıştır. ARDL analizi ile finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde özel sektör kredilerinin ve borsa işlem hacminin uzun dönemde negatif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. M2 para arzının katsayısı ise pozitif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Kısa dönemde ise M2 para arzı ile özel sektör kredileri doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. Borsa işlem hacmi katsayısının ise kısa dönemde pozitif ve istatistiksel

olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, para ve sermaye piyasası gelişmelerinin doğrudan yabancı yatırımları kısa dönemde pozitif yönde etkilerken uzun dönemde tam tersi negatif yönde etkilediği ifade edilmiştir.

Tablo 3.1. Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar (lar) / Yıl	Ülke ve Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Dutta ve Roy (2008)	97 Ülke (1987-2007)	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	OLS ve FGLS	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisinin belli bir eşik değere kadar pozitif olduğu, o değerden sonra ise negatif olduğu tespit edilmiştir.
Nasser ve Gomez (2009)	15 Latin Amerika Ülkesi (1978-2003)	Finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	Regresyon analizi	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerinde pozitif yönde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Nwosa vd. (2011)	Nijerya (1970-2009)	Finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Zaman serileri analizi	Finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Hajilee ve Nasser (2015)	14 Latin Amerika Ülkesi (1980-2010)	Finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi	Granger nedensellik analizi	Finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde hem kısa, hem de uzun vadede etkili olduğu tespit edilmiştir.
Soumare ve Tchana (2015)	29 gelişmekte olan ülke (1994-2006)	Finansal piyasa gelişimi ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Panel veri analizi	Doğrudan yabancı yatırım ile hisse senedi piyasa gelişimi arasında pozitif yönde bir ilişki bulunurken, bankacılık sektör gelişimi arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

Otchere vd. (2016)	Afrika ülkeleri (1996-2009)	Finansal piyasa gelişimi ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Panel veri analizi	Doğrudan yabancı yatırım ile finansal piyasa gelişimi arasında çift yönlü pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.
Adewale (2016)	6 Afrika ülkesi (2005-2012)	Sermaye piyasası gelişimi ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Regresyon analizi	Sermaye piyasası gelişiminin doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Donaubauer vd. (2016),	137 ev sahibi ile 43 kaynak ülke (2001-2012)	Ev sahibi ile kaynak ülkedeki finansal gelişimin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	OLS analiz	Hem ev sahibi ülke, hem de kaynak ülkedeki finansal gelişme artışının doğrudan yabancı yatırım üzerinde pozitif yönde etkisinin olduğu tespit edilmiştir.
Fauzel (2016)	Küçük ada ekonomileri (1990-2013)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Panel Vektör Otoregresif modeli (PVAR)	Doğrudan yabancı yatırımların finansal piyasa gelişimi için önemli bir belirleyici olduğu tespit edilmiştir.
Shah (2016)	10 MENA ülkesi (1988-2015)	Finansal gelişimin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	Panel veri analizi	Finansal gelişimin doğrudan yabancı yatırım üzerinde pozitif yönde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Desbordes ve Wei (2017)	83 kaynak ülke ile 125 ev sahibi ülke (2003-2006)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Poisson sabit etkiler tahmincisi, OLS ve Omle yöntemleri	Hem ev sahibi ülke, hem de kaynak ülkedeki finansal gelişimin doğrudan yabancı yatırım üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.
Bahri vd. (2018)	ASEAN 5 ülkeleri (1980-2013)	Doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme, enflasyon ve GSYİH arasındaki ilişki	Panel veri analizi	Değişkenler arasında hem kısa, hem de uzun vadeli ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Satrovic ve Muslija (2018)	32 gelişmiş 61 gelişmekte olan ülke (2002-2015)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Panel veri analizi	Gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında çift yönlü bir ilişki tespit edilirken, gelişmiş ülkelerde tek yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Alsmadi ve Oudat (2019)	Bahreyn (1978-2015)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Eşbütünleşme ve ARDL sınır testi	Doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasında hem kısa, hem de uzun vadede ilişki bulunmuştur.
Çetin ve Seker (2014)	24 OECD ülkesi (1996-211)	Finansal gelişme ile ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	Geleneksel panel Granger testi	Ticari açıklık ile finansal gelişmenin, doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olduğu tespit edilmiştir.
Şahin ve Ege (2015)	Bulgaristan, Makedonya, Yunanistan ve Türkiye (1996-2012)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki	Konya (2006) panel veri yaklaşım	Doğrudan yabancı yatırımların finansal gelişmenin nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Felek vd. (2017)	Türkiye (2005-2015)	Finansal gelişme ile ekonomik büyümenin Türkiye'ye gelen AB doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	ARDL sınır testi	Finansal gelişme ile ekonomik büyümenin birlikte AB doğrudan yabancı yatırımları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
İnal ve Beşel (2018)	Türkiye (1981-2015)	Doğrudan yabancı yatırım, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişki	Toda-Yamamoto nedensellik testi	Değişkenler arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Aslan vd. (2019)	Türkiye (1985-2016)	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi	ARDL sınır testi	Finansal gelişmenin DYY'ları kısa dönemde pozitif, uzun dönemde ise negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Çelik (2019)	Kırılgan beşli ülkeleri (1981-2016)	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi	Panel veri analizi	Uzun vadede finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Kılınç (2020)	E7 ülkeleri (1992-2017)	Finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım ve ticari açıklık arasındaki ilişki	Bootstrap Panel Granger nedensellik testi	Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.2. Finansal Gelişme ile Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Literatür incelendiğinde yabancı portföy yatırımları ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi ele alan çok az sayıda çalışma olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bu bölümde finansal gelişmenin de dahil olduğu yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri de incelenmiştir.

Yabancı portföy yatırımı ile finansal gelişme arasında pozitif ilişkinin bulunduğu çalışmalar incelendiğinde; **Agarwal (1997)** çalışmasında 6 gelişmekte olan Asya ülkesinin 1986-1993 dönemindeki yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri araştırılmıştır. Ülkelerin yıllık verileri üzerinde regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda, enflasyon oranı, reel döviz kuru, ekonomik faaliyet endeksi ve yurtiçi sermaye piyasasının dünya piyasa kapitalizasyonu içindeki payının yabancı portföy yatırımlarının önemli belirleyicileri olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonucunda, yabancı portföy yatırımı ile enflasyon oranı arasında negatif ilişki, yabancı portföy yatırımı ile diğer üç değişken arasında ise pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırımı ile finansal gelişme arasında pozitif bir ilişki olduğu ifade edilebilir.

Errunza (2001) çalışmasında, yabancı portföy yatırımı ile piyasa gelişimi, sermaye piyasası entegrasyon derecesi, sermaye maliyeti, piyasalar arası korelasyon ve piyasa oynaklığı arasındaki ilişkiler panel veri analizi ile araştırılmıştır. Çalışma 31 gelişmekte olan ülkenin 1981-1996 dönemini kapsamaktadır. Piyasa gelişim değişkeni için piyasa kapitülasyonu/GSYİH, işlem hacmi /GSYİH ve listelenen şirket sayısı göstergesi

kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, yabancı portföy yatırımının yurtiçi sermaye piyasası gelişimine önemli bir katkı sağlayabileceği belirtilmiştir.

Lusinyan (2002) çalışmasında, yabancı portföy yatırımı ile finansal piyasa etkinliği ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada ABD'den Latin Amerika, Asya, Orta/Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'dan seçilen 32 gelişmekte olan ülkeye yapılan portföy yatırımlarının yıllık verileri kullanılmıştır. 1978-1997 dönemine ilişkin veriler üzerinde genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) uygulanmıştır. Analiz sonucunda, gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik büyüme ve yerel finans piyasalarının etkinliğinin bu ülkelere yapılan yabancı sermaye yatırımlarının ana belirleyicileri arasında olduğu görüşü desteklenmiştir. Ayrıca, daha yüksek büyüme oranlarının ve daha etkin hisse senedi piyasalarının daha fazla ABD hisse senedi yatırımını çektiği belirtilmiştir. Yabancı tahvil yatırımlarının ise bankacılık sistemi etkinliğinden hisse senedi yatırımlarına göre daha fazla etkilendiği tespit edilmiştir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ekonomilerde yabancı portföy yatırımı akımı ile finansal piyasa etkinliği arasında pozitif bir ilişki olduğu ifade edilmiştir.

Ekeocha vd. (2012) çalışmasında Nijerya'nın yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri 1981-2010 dönemi için incelenmiştir. Değerlendirilen değişkenler, piyasa kapitalizasyonu, reel döviz kuru, reel faiz oranı, reel GSYİH ve ticari açıklıktır. Değişkenler üzerinde çoklu regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda, Nijerya'da yabancı portföy yatırım akışının piyasa kapitalizasyonu ve ticari açıklık derecesi ile uzun vadeli pozitif bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Chaudhry vd. (2014) çalışmasında, portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri tespit etmek amaçlanmıştır. Çalışmada Pakistan'ın 1981-2012 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Analize net portföy yatırımları bağımlı değişken olarak, piyasa kapitalizasyonu, para arzı (M2), doğrudan yabancı yatırımlar, mevduat getiri oranı, ticari açıklık bağımsız değişken olarak dahil edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda doğrudan yabancı yatırımların portföy yatırımları üzerinde negatif etkiye neden olduğu, diğer tüm değişkenlerin ise pozitif etkiye neden olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, piyasa kapitalizasyonu, piyasa gelişimi göstergelerinden biri olduğu için piyasa gelişiminin portföy yatırımları üzerinde pozitif yönde bir etkiye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aziz, Anwar ve Shawnawaz (2015) çalışmasında, yabancı portföy yatırımının belirleyicilerinin etkisi incelenmiştir. Çalışmada Pakistan'ın 2005-2014 dönemine ait verileri üzerinde OLS regresyon modeli uygulanmıştır. Yabancı portföy yatırımı girişlerinin olası açıklayıcıları olarak kullanılan bağımsız değişkenler; döviz kuru, ticari açıklık derecesi, enflasyon oranı, reel GSYİH büyüme oranı ve piyasa kapitalizasyonu olmuştur. OLS regresyon modelinin sonuçları, Pakistan'da ticari açıklık derecesi, reel GSYİH büyüme oranı ve piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımı ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu, enflasyon oranının ise yabancı portföy yatırımı ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu göstermiştir. Döviz kuru değişkeni ile yabancı portföy yatırımı arasında pozitif ancak önemsiz bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla, finansal gelişme göstergesi olan piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımı arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu ifade edilebilmektedir.

Mugableh ve Oudat (2018) çalışmasında, yabancı portföy yatırımları ve belirleyicileri arasındaki denge ve nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Ürdün üzerine uygulanan bu çalışma 1978-2016 dönemine ait yıllık verileri kapsamaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri olarak piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, yabancı doğrudan yatırım net giriş/GSYİH, para arzı ve devlet harcamaları dikkate alınmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için ARDL sınır testi, VECM ve Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır. F istatistik testi sonucuna göre yabancı portföy yatırımları ile belirleyicileri arasında eşbütünleşme tespit edilmiştir. VECM Granger Nedensellik sonucuna göre yabancı portföy yatırımları ve belirleyicileri arasında kısa ve uzun vadede çift yönlü nedensellik bulunmuştur. Piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranı finansal gelişme göstergelerinden biridir. Dolayısıyla, finansal gelişmenin Ürdün'deki yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Sunday O. A. (2018) çalışmasında, sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada Nijerya'nın 1985-2016 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Sermaye piyasası gelişimi göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonu ile Nijerya Tüm Hisse Senedi Endeksi dikkate alınmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için VECM ve Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda, piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımı üzerinde negatif yönde, Nijerya Tüm Hisse Senedi Endeksinin ise pozitif yönde etkiye neden olduğu

tespit edilmiştir. Dolayısıyla, Nijerya'nın sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerinde önemli derecede etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Makoni ve Marozva (2018) çalışmasında, Afrika'daki gelişmekte olan bir ülke olan Mauritius'un 1989-2016 dönemine ilişkin yabancı portföy yatırımı ve finansal piyasa gelişimi arasındaki ilişki incelenmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için ARDL sınır testi, VECM ve Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır. Finansal piyasa gelişim göstergesi için beş farklı değişken tercih edilmiştir. Bu değişkenler; hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, hisse senetlerinin toplam işlem hacmi/GSYİH, özel sektör kredileri/GSYİH, likit varlıklar (M3)/GSYİH ve ticari banka varlıkları/ticari banka ve merkez bankası varlıkları oranıdır. Analiz sonucunda, yabancı portföy yatırımı ile üç bağımsız değişken olan yabancı doğrudan yatırım, finansal piyasa gelişimi ve GSYİH arasında uzun vadeli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Granger nedensellik analizi sonucunda finansal piyasa gelişiminin hem yabancı portföy yatırımı hem de doğrudan yabancı yatırıma neden olduğu, yabancı portföy yatırımının ise doğrudan yabancı yatırıma neden olduğu belirtilmiştir.

Asamoah vd. (2020) çalışmasında, portföy yatırımları ile reel sektör büyümesi arasındaki ilişki ve finansal sektör gelişiminin bu ilişkiyi güçlendirip güçlendirmedeği incelenmiştir. Çalışma 30 Afrika ülkesinin 1990-2017 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki ilişki genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) ve regresyon analiz yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda finansal gelişimin, portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi güçlendirdiği tespit edilmiştir. Ancak, bu durumun sektör ve portföy yatırımının türüne ve finansal gelişme derecesine bağlı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, portföy yatırımları ile finansal gelişme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Araoye (2021) çalışmasında, sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma Nijerya'nın 1990-2000 dönemine ilişkin verileri kapsamaktadır. Sermaye piyasası gelişme göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonu ve tüm hisse endeksi verileri kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki zaman serileri analiz yöntemi ile tespit edilmiştir. Bulgular, piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye neden olduğunu, Tüm Hisse

Endeksinin ise yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif ancak önemsiz bir etkiye neden olduğunu göstermiştir.

Karhan (2019) çalışmasında, portföy yatırımları ile finansal gelişme ve finansal istikrar arasındaki nedensellik ilişkisi ele alınmıştır. Çalışma Türkiye'nin 2005-2018 arasındaki çeyrek dönem verilerini kapsamaktadır. Finansal gelişme göstergesi için özel sektöre verilen toplam kredilerin GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Analizde öncelikle verilerin durağanlığını tespit etmek için ADF ve DF GLS birim kök testleri uygulanmış olup durağan hale getirilen veriler daha sonra Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Window) Nedensellik ve Parametre Tahmin Yöntemleri ile incelenmiştir. Regresyon analizi sonucunda, incelenen bazı dönemlerde finansal gelişmeden portföy yatırımlarına doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Dolayısıyla bu sonuç, portföy yatırımlarının finansal gelişmeden etkilendiğini göstermektedir.

Ustaoglu (2021) çalışmasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri Sistem-GMM tahmincisi ile araştırılmıştır. 11 gelişmiş 17 gelişmekte olan ülkenin 2000-2017 dönemine ilişkin yıllık veriler çalışma kapsamına alınmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ülkeye göre farklılık göstermiş olup, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme ve ekonomik özgürlüğün, gelişmekte olan ülkelerde ise yüksek faiz oranı, piyasa kapitalizasyonu ve reel efektif döviz kurunun yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmenin göstergesi olan piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur.

Tekin (2022) çalışmasında yabancı portföy yatırımları ile finansal gelişme arasındaki ilişki 52 ülke verileri üzerinde incelenmiştir. Çalışma söz konusu ülkelerin 2000-2018 yılları arasındaki yıllık verilerini kapsamaktadır. Finansal gelişme göstergesi olarak IMF tarafından hesaplanan finansal gelişmişlik endeksi kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için Pedroni ve Kao eşbütünleşme analizi ile Dumitrescu ve Hurlin (2012) tarafından geliştirilen panel nedensellik analizinden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu, ancak herhangi bir nedensellik olmadığı tespit edilmiştir. Eşbütünleşme ilişkisinin katsayıları incelendiğinde ise, finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerinde daha güçlü bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir.

Değişkenler arasında hem negatif hem de pozitif ilişkilere rastlanan çalışmalardan **Ekeocha (2008)** çalışmasında, Nijerya'nın yabancı portföy yatırımlarının uzun vadeli belirleyicileri üçer aylık veriler kullanılarak modellenmeye çalışılmıştır. Çalışmada ülke risk primi, reel döviz kuru, reel faiz oranı, kurumsal kalite seviyesi, finansal açıklık, ticari açıklık ve finansal gelişme göstergesi olan piyasa kapitalizasyonu değişkenleri kullanılmıştır. 1986-2006 dönemine ait veriler üzerinden değişkenler arasındaki olası ilişkilerin tespiti zaman serileri analiz yöntemi ile belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda, yabancı portföy yatırımı ile reel GSYİH, reel faiz oranı, finansal liberalizasyon ve kurumsal kalite arasında pozitif uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, yabancı portföy yatırımı ile piyasa kapitalizasyonu, ticari açıklık ve reel döviz kuru arasında uzun vadede negatif yönde ilişki olduğu belirtilmiştir.

Atobrah (2015) çalışmasında, Sahra Altı Afrika'nın yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri incelenmiştir. Çalışma 17 ülkenin 2005-2013 yıllarına ait verileri kapsamaktadır. Bağımlı değişken olan yabancı portföy yatırımı ile bağımsız değişkenler olan piyasa büyüklüğü, finansal gelişme seviyesi, cari işlemler dengesi ve ticari açıklık değişkenleri üzerinde GMM panel veri analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda, yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi ve finansal gelişme seviyesi arasında negatif ilişki, piyasa büyüklüğü arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada yabancı portföy yatırımının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi de incelenmiş olup analiz sonucunda, portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli negatif bir ilişki bulunmuştur.

Tablo 3.2. Finansal Gelişme ile Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar(lar)/ Yıl	Ülke ve Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Agarwal (1997)	6 gelişmekte olan Asya ülkeleri (1986-1993)	Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri	Regresyon analizi	YPY ile finansal gelişme arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Errunza (2001)	31 gelişmekte olan ülke (1981-1996)	Yabancı portföy yatırımı ile finansal piyasa gelişimi arasındaki ilişki	Panel veri analizi	Yabancı portföy yatırımının yurtdışı sermaye piyasası gelişimine önemli bir katkı sağlayabileceği belirtilmiştir.
Lusinyan (2002)	32 gelişmekte olan ülke (1978-1997)	Yabancı portföy yatırımı ile finansal piyasa etkinliği ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)	Yabancı portföy yatırımı akımı ile finansal piyasa etkinliği arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Ekeocha (2008)	Nijerya (1986-2006)	Yabancı portföy yatırımlarının uzun vadeli belirleyicileri	Zaman serileri analizi	Yabancı portföy yatırım akımı ile finansal gelişme arasında uzun vadede negatif bir ilişki tespit edilmiştir.
Ekeocha vd. (2012)	Nijerya (1981-2010)	Yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmek	Çoklu regresyon analizi	Yabancı portföy yatırımı ile finansal gelişme arasında uzun vadeli pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Chaudhry vd. (2014)	Pakistan (1981-2012)	Portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri tespit etmek	Regresyon analizi	Piyasa gelişiminin portföy yatırımları üzerinde pozitif yönde bir etkiye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Atobrah (2015)	17 Sahra-altı Afrika ülkesi (2005-2013)	Yabancı portföy yatırımının belirleyicileri	GMM panel veri analizi	Portföy yatırımları ile finansal gelişme arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.
Aziz vd. (2015)	Pakistan (2005-2014)	Yabancı portföy yatırımı ve belirleyicileri arasındaki nedensel ilişki	OLS regresyon analizi	Finansal gelişme ile yabancı portföy yatırımı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Mugableh ve Oudat (2018)	Ürdün (1978-2016)	Yabancı portföy yatırımları ve belirleyicileri arasındaki denge ve nedensellik ilişkisi	ARDL sınır testi, VECM ve Granger nedensellik analizi	Finansal gelişmenin yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Sunday O. A. (2018)	Nijerya (1985-2016)	Sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi	VECM ve Granger nedensellik analizi	Sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerinde önemli derecede etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Makoni ve Marozva (2018)	Mauritius (1989-2016)	Yabancı portföy yatırımı ve finansal piyasa gelişimi arasındaki ilişki	ARDL sınır testi, VECM ve Granger nedensellik analizi	Finansal piyasa gelişiminin yabancı portföy yatırımının nedeni olduğu tespit edilmiştir.
Asamoah vd. (2020)	30 Afrika ülkesi (1990-2017)	Yabancı portföy yatırımı, reel sektör büyümesi ve finansal sektör gelişimi arasındaki ilişki	Genelleştirilmiş momentler metodu ve regresyon analizi	Portföy yatırımları ile finansal gelişme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Araoye (2021)	Nijerya (1990-2000)	Sermaye piyasası gelişiminin yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi	Zaman serileri analizi	Piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımı üzerinde pozitif ve önemli derecede etkili olduğu tespit edilmiştir.
Karhan (2019)	Türkiye (2005-2018)	Portföy yatırımları ile finansal gelişme ve finansal istikrar arasındaki ilişki	Regresyon analizi	Portföy yatırımlarının finansal gelişmeden etkilendiği tespit edilmiştir.
Ustaoğlu (2021)	11 gelişmiş 17 gelişmekte olan ülke (2000-2017)	Yabancı portföy yatırımının belirleyicileri	Sistem GMM metodu	Gelişmekte olan ülkelerde piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur.

Tekin (2022)	52 ülke (2000-2018)	Yabancı portföy yatırımı ile finansal gelişme	Pedroni ve Kao eşbütünleşme ile Dumitrescu ve Hurlin nedensellik analizi	Değişkenler arasında uzun dönemli ilişki bulunmuş olup herhangi bir nedensellik tespit edilememiştir.
---------------------	---------------------	---	--	---

3.3. Finansal Gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Literatürde, finansal gelişme ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişkiyi ele alan birçok çalışma yer almaktadır. Ancak, finansal gelişmenin hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de yabancı portföy yatırımları ile ilişkisini ele alan bir çalışma bulunmamaktadır. Finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin incelendiği **Kında (2010)** çalışmasında, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının belirleyicileri analiz edilmiştir. Çalışmada düşük gelirli ve gelişmekte olan 58 ülkenin 1970-2003 dönemine ait verileri üzerinde regresyon analizi uygulanmıştır. Finansal gelişme göstergesi için üç farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar; likit varlıkların GSYİH'ya oranı ($M3/GSYİH$), özel sektör banka kredilerinin GSYİH'ya oranı ve finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ya oranıdır. Bu çalışma, fiziksel altyapının yalnızca doğrudan yabancı yatırım girişlerini desteklediğini, finansal gelişmenin ise portföy yatırımları üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Makoni (2016) çalışmasında 1980-2014 dönemi için seçilen dokuz Afrika ekonomisinde doğrudan yabancı yatırımları ve yabancı portföy yatırımları temelinde uluslararası sermaye akışlarından yararlanmada finansal piyasa gelişiminin oynadığı rolü araştırmak amaçlanmıştır. Çalışmada, dinamik panel veriler için Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), eşbütünleşmeye yönelik ARDL sınır testi yaklaşımı, Vektör Hata Düzeltme Modelleri ve Granger Nedensellik Testi gibi çeşitli ekonometrik teknikler kullanılmıştır. Finansal piyasa gelişim göstergesi için hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, işlem gören hisse senedi değeri/GSYİH, özel sektöre verilen krediler/GSYİH, finansal sistemdeki likit varlıklar/GSYİH ve ticari banka

varlıkları/ticari banka ve merkez bankası varlıkları oranları kullanılmıştır. Yapılan analizlerde, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde ticari açıklık ve piyasa kapitalizasyon oranının pozitif etkiler yarattığı, ancak ekonomik büyüme oranı, işlem hacmi ve özel sektör kredi oranının negatif etkilerde bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, para arzının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı gözlemlenmiştir. Yabancı portföy yatırımları üzerinde ise ekonomik büyüme oranı ve para arzı oranının pozitif, piyasa kapitalizasyon oranının ise negatif etkiler yarattığı belirlenmiştir. Ticari açıklık, işlem hacmi ve özel sektör kredi oranları ise yabancı portföy yatırımları üzerinde etkili olmamıştır.

Boboye vd. (2017) çalışmasında, doğrudan yabancı yatırım ile yabancı portföy yatırımının Nijerya sermaye piyasası gelişimi üzerinde etkili olup olmadığı araştırılmıştır. 1986-2014 dönemine ilişkin zaman serisi verileri üzerinde birim kök testi, Johansen eşbütünleşme ve hata düzeltme mekanizması kullanılmıştır. Çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın sermaye piyasası üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu, yabancı portföy yatırımının ise olumlu ancak anlamsız bir etkiye sahip olduğu sonucu elde edilmiştir.

Bayar ve Gavriletea (2018) çalışmasında temel amaç, Avrupa Birliği üyesi olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde doğrudan yabancı yatırım girişi ile finansal sektör gelişimi arasındaki ilişkiyi incelemektir. Analizde doğrudan yabancı yatırımlar, kontrol değişkeni olarak yabancı portföy yatırımı ve finansal sektör gelişim göstergesi olarak da özel sektör yurtiçi kredileri olmak üzere üç değişken kullanılmıştır. Avrupa Birliği üyesi olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde doğrudan yabancı yatırım girişleri, yabancı portföy girişleri ve finansal gelişme arasındaki ilişki 1996-2015 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak Westerlund (2008) eşbütünleşme testi ve Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi ile araştırılmıştır. Finansal gelişme, DYY girişleri ve yabancı portföy yatırım girişleri arasında uzun vadeli bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, nedensellik analizi, finansal gelişmeden DYY girişlerine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu, DYY girişlerinden finansal gelişmeye doğru ise, bir nedensellik olmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca çalışmada, yabancı portföy girişlerinin finansal gelişme üzerinde önemli bir etkisi tespit edilmemiştir. Benzer şekilde, DYY girişlerinin finansal sektör gelişimi üzerinde ne kısa ne de uzun dönemde önemli bir etkisi

bulunmamıştır. Ancak, finansal gelişmenin Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki DYY girişleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Qamruzzaman and Wei (2019) çalışmasında, finansal tabana yayılma ve hisse senedi piyasa gelişiminin yabancı sermaye akımı üzerindeki etkisi incelenmiştir. 58 gelişmekte olan ülkenin 1993-2017 dönemine ait dinamik panel verileri üzerinde genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) ve panel nedensellik testi uygulanmıştır. Çalışmada, yabancı sermaye akımını temsilen doğrudan yabancı yatırım ile yabancı portföy yatırımı dikkate alınmıştır. Hisse senedi piyasa gelişimi göstergesi olarak da üç farklı değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler; hisse senedi piyasa kapitalizasyonu/GSYİH, hisse senedi piyasa işlem hacmi/GSYİH ve devir hızı oranıdır. Analiz sonucunda, iyi gelişmiş ve etkin finansal piyasaların, özellikle de hisse senedi piyasası gelişiminin, yabancı portföy yatırımlarındaki olumlu eğilimi teşvik ettiği belirtilmiştir. Ayrıca, hisse senedi piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif yönde daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.3. Finansal gelişme ile Doğrudan Yabancı Yatırım ve Yabancı Portföy Yatırımı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Yazar(lar)/ Yıl	Ülke ve Dönem	Konu	Yöntem	Sonuç
Kinda (2010)	Düşük gelirli ve gelişmekte olan 58 ülke (1970-2003)	Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının belirleyicileri	Regresyon analizi	Finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.
Makoni (2016)	9 Afrika ülkesi (1980-2014)	Finansal piyasa gelişiminin doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi	Dinamik panel veri analizi	Finansal gelişmenin DYY ve YPY üzerinde hem negatif hem de pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Boboye vd. (2017)	Nijerya (1986-2014)	Doğrudan yabancı yatırım ile yabancı portföy yatırımının sermaye piyasası gelişimi üzerindeki etkisi	Zaman serisi analizi	Sermaye piyasası üzerinde DYY'nin etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Bayar ve Gavriletea (2018)	Orta ve Doğu Avrupa Birliği ülkeleri (1996-2015)	Doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımı ve finansal gelişme arasındaki ilişki	Westerlund (2008) eşbütünleşme testi ve Dumitrescu ve Hurlin (2012) nedensellik testi	Finansal gelişme, DYY ve YPY arasında uzun vadeli bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Qamruzzaman and Wei (2019)	58 gelişmekte olan ülke (1993-2017)	Finansal tabana yayılma ve hisse senedi piyasa gelişiminin yabancı sermaye akımı üzerindeki etkisi	Panel veri analizi	Hisse senedi piyasa gelişiminin DYY'lara kıyasla YPY üzerinde pozitif yönde daha etkili olduğu tespit edilmiştir

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME İLE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMI ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımlarını nasıl ve ne ölçüde etkilediğini incelemektir. Literatürde, söz konusu iki yabancı sermaye yatırımının bir ekonomiyi neden seçeceğine dair oldukça fazla sayıda çalışma bulunmaktadır. Fakat mevcut çalışmalar daha çok doğrudan yabancı yatırımlar üzerine odaklanmış, portföy yatırımları üzerine sınırlı sayıda çalışma yapılmıştır. Makoni, (2016) tarafından yapılan çalışma dışında, hiçbir çalışmada hem doğrudan yabancı yatırım, hem de yabancı portföy yatırımı bir arada ampirik olarak incelenmemiştir. Söz konusu çalışma da sadece Afrika ülkelerini kapsamaktadır. Mevcut literatürde hem doğrudan yabancı yatırım, hem de yabancı portföy yatırımının üzerinde finansal gelişmenin etkisinin incelendiği bir çalışma bulunmaması nedeniyle söz konusu literatüre katkı sağlaması da çalışmanın bir başka amacıdır. Bu çalışmanın literatüre bir diğer katkısı ise bu ilişkinin araştırılmasında panel kantil regresyon yönteminin kullanılmasıdır.

Yurt içi finansal piyasalarının rolü ve ekonomik büyümedeki rolleri hakkında mevcut birçok çalışmaya rağmen DYY, YPY ve finansal piyasa gelişimi arasındaki ilişkiler ve bunların nedenselliğinin yönü konusunda hala bir bilgi boşluğu bulunmaktadır. Bunun başlıca nedeni, DYY ve YPY, DYY ve FG ve YPY ve FG arasındaki nedensel ilişkiler hakkında ampirik çalışmaların sınırlı olmasıdır. Dahası, uluslararası ekonomide finansal

piyasa gelişiminin rolüne olan ilgi yoğundur. Küresel olarak, akademisyenlerin finansal piyasa gelişimine artan ilgileri, ekonomik büyümenin yaygınlaşması ile de desteklenmiştir. Dolayısıyla, bu durum, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde, finansal piyasa gelişiminin ülkelerin uluslararası sermaye akışlarını çekmesini etkileyen iç ve dış yatırım politikaları üzerindeki etkisini yakından incelemek için ampirik çalışmalara yol açmış ve gerekçelendirmiştir (Makoni, 2016, s. 10).

Son yıllarda araştırmacılar finansal piyasa gelişimi ile uluslararası sermaye akımları arasındaki ilişki üzerine çalışmalar yapmaya başlamıştır. Bu araştırmaların çoğu YPY'dan daha çok DYY'a odaklanmıştır. Alfaro vd. (2004) uluslararası sermaye akışları bağlamında finansal piyasa gelişiminin rolüne ilişkin araştırmaların öncüleri olsa da, o zamandan bu yana başka birçok bilim insanı ortaya çıkmıştır (Azman-Saini, Law & Ahmad, 2010; Dutta & Roy, 2011; Choong, 2012; Agbloyor vd., 2013; 2014; Otchere vd., 2015; Soumaré & Tchana, 2015) (Makoni, 2016, s. 12).

Daha önceki araştırmacıların (Reinhart & Rogoff, 2012; Goldstein, Razin & Tong, 2008; De Santis & Ehling, 2007) uluslararası sermaye akışlarının giderek daha önemli hale geldiğini kabul etmesi, gelecekte bu sermaye akışlarının çeşitli unsurlarını inceleyecek araştırmaların yürütülmesi için ek fırsatlar yaratmıştır. Dünya genelinde değişen ekonomik ve politik ortam, yatırımcılar, düzenleyiciler, hükümetler ve araştırmacılar için zorluklar ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, bu çalışmanın özellikle hem gelişmekte hem de gelişmiş ülkelerin doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımı ve finansal gelişme bağlantısına ilişkin mevcut literatürü tamamlayacağı öngörülmüştür.

Araştırmada yer alan ülke grubunun çok olması ve bununla birlikte incelenen dönemin 2000-2022 yıllarını kapsamaması nedeniyle çalışmada panel veri modeli kullanılmıştır. Değişkenlerde var olan uç değerleri dikkate alan, normallik varsayımına dayalı olmayan ve geleneksel panel regresyon yöntemine göre avantajlara sahip olan panel kantil regresyon yöntemi tercih edilmiştir (Tareghian ve Rasmussen, 2013, s. 123).

Panel kantil regresyon uç değerlerin bulunması halinde ve normal dağılım söz konusu olmadığında model kurmaya yardımcı olmaktadır. Bu model uç noktadaki değerlerden ve dağılımdan dolayı ortaya çıkan problemlerde bile bir tahmin yapmayı

kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla, panel kantil regresyon modeli, belirlenen her bir kantil düzeyi için bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerinde etkisini ölçmeye olanak sunmaktadır. Bu çalışmada literatürde bulunan diğer çalışmalardan farklı olarak her iki yabancı yatırım türünün birlikte ele alınması ve değişkenler arasındaki ilişkinin panel kantil regresyon analiz yöntemi ile incelenmesi önem arz etmektedir.

4.2. Çalışmanın Kapsamı ve Kısıtları

Finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla çalışmada verilerine ulaşılabilen 14 gelişmiş 17 gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam 31 ülkenin, 2000-2022 dönemleri arasındaki yıllık verilerinden yararlanılmıştır. 2000 yılı öncesine ait dönemde verilerine ulaşılabilen ülke sayılarında önemli derecede azalma gözlenmesi ve gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkeler için söz konusu verilere 2022 yılına kadar ulaşılabilmesi sebebiyle çalışmanın analiz dönemi 2000-2022 olarak belirlenmiştir. Bu açıdan çalışmada 23 yıllık veri dönemi analiz kapsamında incelenmiştir.

Ülkelerin gelişmiş ve gelişmekte olarak ayrımının yapılmasında farklı sınıflama ölçütleri dikkate alınmaktadır. Dünya Bankası, ülkeleri kişi başına düşen milli gelir ölçütünü baz alarak sınıflandırmaktadır. MSCI (Morgan Stanley Capital International) indeksinde ülke sınıflandırması yapılırken ülkelerin hızlı ekonomik büyümesi, sanayileşme sürecindeki sosyal ve ticari etkinlikleri baz alınmaktadır. Ayrıca, sağlık ve eğitim ile ilgili göstergeler de gelişmişlik ölçütü olarak dikkate alınmaktadır (Saygın, 2017, s. 129). Bu çalışmada ülkeler MSCI tarafından yayımlanan indeks baz alınarak belirlenmiştir. MSCI indeksine göre gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 4.1. MSCI Endeksine Göre Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler

Gelişmiş Ülkeler		Gelişmekte Olan Ülkeler	
1	ABD	1	Brezilya
2	Almanya	2	Şili
3	İsrail	3	Kolombiya
4	Norveç	4	Meksika
5	İspanya	5	Peru
6	Avustralya	6	Yunanistan
7	Hong Kong	7	Macaristan
8	Japonya	8	Polonya
9	Yeni Zelanda	9	Güney Afrika
10	Singapur	10	Türkiye
11	Fransa	11	Çin
12	Birleşik Krallık	12	Hindistan
13	İtalya	13	Endonezya
14	İsviçre	14	Kore
15	Avusturya*	15	Malezya
16	Belçika*	16	Filipinler
17	Kanada*	17	Tayland
18	Danimarka*	18	Çek Cumhuriyeti*
19	Finlandiya*	19	Mısır*
20	İrlanda*	20	Rusya*
21	Hollanda*	21	Birleşik Arap Emir.*
22	Portekiz*	22	Katar*
23	İsveç*		

*Verilerin eksik olması dolayısıyla analize dahil edilmemiştir.

Kaynak: MSCI

Çalışmada iki bağımlı değişken, dört bağımsız değişken, iki kontrol değişkeni olmak üzere toplam sekiz değişken kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler; net doğrudan yabancı yatırım girişi/GSYİH ve net yabancı portföy yatırım girişi/GSYİH. Bağımsız değişken olan finansal piyasa gelişimi için para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere iki farklı değişken grubu oluşturulmuştur. Para piyasasını temsilen iki farklı değişken kullanılmış olup; bunlardan ilki para arzının (M3) GSYİH'ya oranıdır. İkinci olarak da bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergelerinden sermaye piyasasını temsilen de iki farklı değişken kullanılmış olup; ilki piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranıdır. Diğer değişken ise borsa işlem hacminin GSYİH'ya oranıdır. Kontrol değişken olarak da reel GSYİH büyüme oranı ve ticari açıklık oranı (ithalat + ihracat / GSYİH) kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiştir. Yabancı portföy yatırımı hariç diğer tüm değişkenler GSYİH'ya oranı şeklinde temin edilmiş olup yabancı portföy yatırımının GSYİH'ya oranı ise tarafımızca hesaplanmıştır. Çalışmada yer alan değişkenler ve bunların dahil olduğu çalışmalar Tablo 2'de gösterilmektedir.

Tablo 4.2. DYY, YPY ve Finansal Piyasa Gelişim Göstergeleri

Değişkenler	Göstergeler	Kullanıldığı Çalışmalar
DYY ve YPY Değişkenleri		
DYY	Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin GSYİH'ya Oranı (FDI Foreign Direct Investment)	Alfaro vd. (2004); Asiedu (2006); Kholdy & Sohrabian (2008); Otchere, Soumaré & Yourougou (2015)
YPY	Net Yabancı Portföy Yatırım Girişlerinin GSYİH'ya Oranı (FPI Foreign Portfolio Investment)	Agbloyor vd. (2014); Otchere vd. (2015)
Finansal Piyasa Gelişim Değişkenleri		
PA	Para arzının (M3) GSYİH'ya Oranı (BM Broad Money)	Demirguc-Kunt & Levine (1996); Alfaro vd. (2004); Love & Zicchino (2006); Soumaré & Tchana (2015)
ÖSK	Mevduat Bankaları tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı (DCP Domestic Credit to the Private Sector)	Demirguc-Kunt & Levine (1996); Alfaro vd.(2004); Chinn & Ito (2005) ; Love & Zicchino (2006); Agbloyor vd. (2014); Soumaré & Tchana (2015)
PK	Piyasa Kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı (MC Stock Market Capitalization)	Demirguc-Kunt and Levine (1996); Levine & Zervos (1996); Chinn & Ito (2005); Love & Zicchino (2006); Agbloyor vd. (2013); Ojah & Kodongo (2014); Soumaré & Tchana (2015)
İH	Borsa İşlem Hacminin GSYİH'ya Oranı (ST Stock Traded)	Demirguc-Kunt & Levine (1996); Levine & Zervos (1996); Chinn & Ito (2005); Love & Zicchino (2006); Yartey & Adjasi (2007); Allen, Otchere & Senbet (2011); Mahonye & Ojah (2014); Soumaré & Tchana (2015)
Kontrol Değişkenler		
TA	Ticari Açıklık Oranı (ithalat ve ihracat/GSYİH)	Allen & Ndikumana (2000); Agbloyor vd. (2013); Otchere vd.. (2015)
GSYİH	Reel GSYİH Büyüme Oranı	Ekeocha, Ekeocha, Victor & Oduh (2012); Bekhet & Al-Smadi (2015); Otchere vd. (2015)

Kaynak: Makoni (2016, s. 89)

Çalışmada, finansal gelişmenin yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerini inceleyen Makoni 2016 çalışması doğrultusunda finansal gelişmenin hem doğrudan yabancı yatırımlar, hem de yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkilerinin incelendiği iki model kurulmuştur. Bu iki model gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı oluşturulmuştur. Çalışma kapsamında ele alınan sekiz değişkenle oluşturulan bu iki model aşağıda gösterilmektedir.

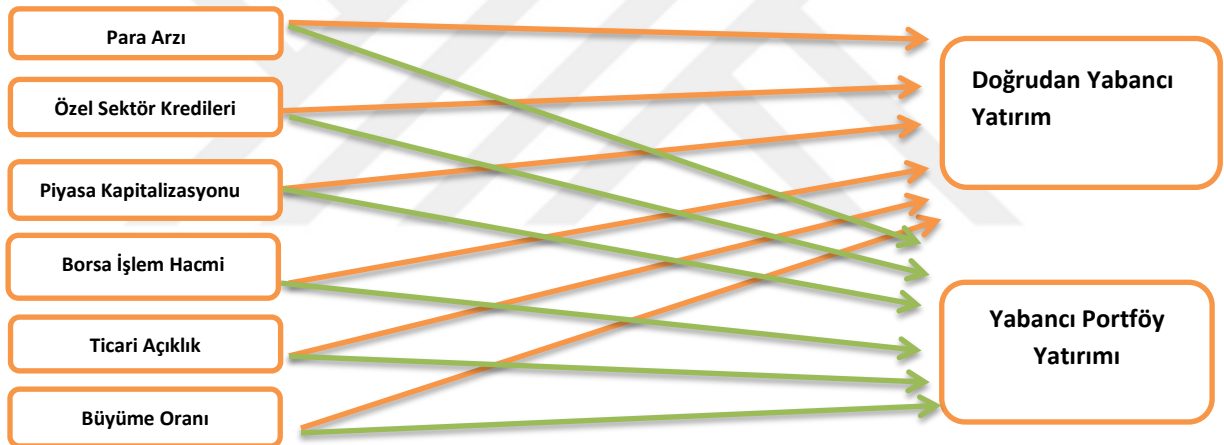
$$DYY_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 PA_{it} + \beta_2 ÖSK_{it} + \beta_3 PK_{it} + \beta_4 İH_{it} + \beta_5 TA_{it} + \beta_6 GSYİH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

$$YPY_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 PA_{it} + \beta_2 ÖSK_{it} + \beta_3 PK_{it} + \beta_4 İH_{it} + \beta_5 TA_{it} + \beta_6 GSYİH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Teorik model:

Bağımsız Değişkenler

Bağımlı Değişkenler



4.3. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, normal dağılım varsayımına dayalı olmayan ve değişkenlerde var olan uç değerleri dikkate alan panel kantil regresyon analiz yöntemi tercih edilmiştir.

Kantil regresyonun tarihi 1755’li yıllara dayanmakta olup bu alanda mevcut literatüre en önemli katkıyı Koenker ve Bassett (1978)’in “Quantile Regresyon” adlı çalışması sağlamıştır. Çoğu araştırmacının çalışmaları Koenker ve Bassett’in yaptığı çalışmalar baz alınarak yapılmıştır (Aktaran: Öztürk, 2024: 108).

Kantil regresyon ilk olarak regresyondaki klasik varsayımlardan hata terimlerinin normal dağılım varsayımını ihmal eden sağlam bir regresyon tekniği olarak ortaya çıkmıştır. Gelir dağılımındaki eşitsizlik veya ücretlerdeki farklar açısından yaygın olarak kullanılan Kantil regresyon, daha kapsamlı bir regresyon görüntüsü sağlamak için tasarlanmış bir yöntemdir (Koenker, 2005, s. 72). Aynı bağımsız değişkenin farklı kantillerdeki etkilerini analiz etmenin mümkün olduğu Kantil regresyon modeli 2000’li yıllardan beri çok sayıda çalışmada kullanılmaktadır (Apaydın, 2020, s. 304).

Uygulamalı istatistiklerin önemli bir kısmını doğrusal regresyon modelinin ve bu modelin tahmininde sıklıkla kullanılan En Küçük Kareler tahmin yöntemlerinin ayrıntılı analizi olarak görmek mümkündür (Koenker, 2005, s. 1).

Hata terimleri kareleri toplamını minimum yapmaya odaklı olan en küçük kareler yöntemine uygun olarak yapılan klasik regresyon modelleri hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği, sıfır ortalama ve sabit varyansın bulunduğu, otokorelasyonun bulunmadığına dair varsayımlara dayanmaktadır. Bu yöntemde tahminciler, şartlı ortalama fonksiyonuna dayalı olarak yapılmakta ve fonksiyon, bağımlı değişkenin ortalamasının bağımsız değişkenlerle birlikte nasıl değiştiğini göstermektedir. Fakat klasik regresyon modellerindeki en önemli problem, herhangi bir olayın etkisiyle ortaya çıkan uç değerler sebebiyle hata terimlerinin normal dağılmamasıdır. Dolayısıyla örneklemin aritmetik ortalamasına dayalı olarak yapılan tahminin güvenilirliği zayıflamaktadır (Apaydın, 2020, s. 304).

Buradan hareketle, örneklem ortalamasına ya da tek bir değere bağlı koşullu ortalama yerine, Koenker ve Bassett (1978)⁴ tarafından, gözlemlenen değişkenin tüm dağılımının tahmin edildiği, mutlak sapmaları minimum etmeye dayalı kantil regresyon modeli geliştirilmiştir. Böylece bağımsız değişkenlerin ortalama etkilerini dikkate almak yerine farklı kantillerdeki etkileri belirlemek ve bir bütün olarak tüm değerlerin ayrıntılı bir resmini elde etme imkanı doğmaktadır (Aktaran: Koenker ve Hallock, 2000: 143).

⁴ Koenker, R., Bassett, G., (1978), “Regresyon Quantiles”, The Econometric Society, 46(1): 33-50.

Kantil regresyon modelleri koşullu ortalama fonksiyonları ve koşullu kantil fonksiyonlarını tahmin etmek için kullanılır. Regresyon eğrisi, x'lere karşılık gelen dağılımların ortalaması hakkında özet bilgi verir. Daha fazla bilgi için dağılımların çeşitli yüzde noktalarına karşılık gelen farklı regresyon eğrileri hesaplanabilir, böylece veri setinin daha ayrıntılı bilgisi elde edilebilir. OLS yönteminde ise bu yapılamaz ve bu nedenle regresyon eğrisi bize genellikle eksik bilgi verir. Tıpkı ortalama değerin bir dağılım için eksik bilgi vermesi gibi, OLS regresyon eğrisi de dağılım kümeleri hakkında eksik bilgi vermektedir (Koenker, 2005, s. 1). Kantil regresyon, özellikle koşullu niceliklerin değiştiği koşullarda faydalıdır. Dolayısıyla, kantil regresyon regresyon katsayılarını niceliklere bağlı olarak belirlemektedir (Chen, 2005, s. 213).

En küçük kareler regresyon modelinde, hata teriminin değişkenlerin değerinden bağımsız olduğu varsayılmaktadır (varyanslar homojendir). Aksine, kantil regresyon modelinde, hata terimlerinin değişkenliğine izin verilmekte ve varyans yapısıyla ilgili bir varsayım bulunmamaktadır. Dolayısıyla değişen varyansın bulunduğu durumlarda kantil regresyon kullanılabilir (Baur ve diğerleri, 2004, s. 4691).

Bağımsız değişken x'in değişen değerlerine karşı kantil regresyonlarla yapılan analiz, aşırı değerlerin varlığında daha etkili sonuçlar ortaya koymaktadır. En küçük kareler regresyon eğrisi uç değerleri yakalayamazken, farklı kantillerdeki kantil regresyon eğrileri uç değerleri kolayca yakalayabilmektedir. Kantil regresyon farklı kantiller için regresyon modelleri geliştirerek veri setinin geneli hakkında yorum yapma imkânı sunmaktadır. Kantil regresyon modeli aslında bir düzen modelidir. Basit yerleştirme modeli aşağıdaki gibidir.

$$Y_i = \beta + e_i \quad (4.3)$$

Bu denklemde Y_i simetrik F dağılım fonksiyonuna sahip, bağımsız, özdeş dağılıma ve β medyana sahip rastsal değişkendir. Bu modelde θ . kantil aşağıdaki eşitliğin en aza indirilmesiyle elde edilmektedir (Masiha, 2022, s. 26).

$$\frac{\min}{\beta} \frac{1}{n} [\sum_{i: y_i \geq \beta} \theta |y_i - \beta| + \sum_{i: y_i < \beta} (1 - \theta) |y_i - \beta|] \quad (4.4)$$

Bu yaklaşım aşağıdaki doğrusal regresyon modelini hesaplamak için kullanılmaktadır.

$$Y_i = x_i \beta + e_i \quad (4.5)$$

θ 'nin işaretlerine dayanarak, niceliksel regresyon gözlem değerlerinin eşitliği aşağıdaki gibi tahmin edilir. Burada, $\text{sgn}(\alpha)$, α 'nın işaretidir ve α pozitifse 1 değerini, negatifse -1 değerini alır. Tahmin edicilerin gözlemin büyüklüğünden ziyade işaretlere dayanması, niceliksel regresyonu sağlam bir yöntem haline getirir. Minimizasyon için birinci dereceden koşulun sağlanması gerektiğinden, birinci dereceden koşul eşitliğinin $K \times 1$ vektörü aşağıdaki gibi gösterilir.

$$\frac{\min}{\beta} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \theta - \frac{1}{2} + \frac{1}{2} \text{sgn}(y_i - x_i \beta) (y_i - x_i \beta) = 0 \quad (4.6)$$

Bu ifade, birinci dereceden koşul genelleştirilmiş momentler yöntemine (GMM) uyan bir moment fonksiyonudur. Moment fonksiyonu aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$\Psi(x_i, y_i, \beta) = (\theta - \frac{1}{2} + \frac{1}{2} \text{sgn}(y_i - x_i \beta)) x_i \quad (4.7)$$

$\psi(\cdot)$ 'nin bir fonksiyon olarak geçerli olabilmesi için, belirli düzenleme koşulları altında olması gerekmektedir.

$$E[\Psi(x_i, y_i, \beta_0)] = 0 \quad (4.8)$$

Asimptotik dağılımın genel gösterimi aşağıdaki gibi yapılabilir.

$$E[f_{e\theta}(\frac{0}{x_i}) x_i x_i'] = \frac{\partial E[\Psi(x_i, y_i, \beta_0)]}{\partial \beta_{\theta'}(1-\theta)} E[x_i x_i'] = E[\Psi(x_i, y_i, \beta_0) \Psi(x_i, y_i, \beta_0)'] \quad (4.9)$$

Genelleştirilmiş momentler yöntemi kullanılarak elde edilen parametre tahmin edicileri tutarlı ve asimptotik olarak normal olacaktır. Parametre tahmin ediciler, belirli düzenleyici koşullar altında aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\sqrt{n}((\hat{\beta}_{\theta} - \beta_{\theta}) \rightarrow N^L(0, \Lambda_{\theta}) \quad (4.10)$$

Burada,

$$\Lambda_{\theta} = \theta(1-\theta) (E[f_{e\theta}(\frac{0}{x_i}) x_i x_i'])^{-1} E[x_i x_i'] (E[f_{e\theta}(\frac{0}{x_i}) x_i x_i'])^{-1} \quad (4.11)$$

olarak tanımlanmaktadır (Koenker and Bassett, 1978, s. 48).

Olasılık değeri 1 olduğunda ve $f_{\epsilon\theta}(\frac{0}{x_i}) = f_{\epsilon\theta}(0)$ ise, yani hata teriminin yoğunluğu sıfır civarında ve x den bağımsız ise Λ_θ ,

$$E(\frac{y_i}{x_i}) = \mu(x_i, \beta) = \mu_i \quad (4.12)$$

şeklinde basitleştirilebilir. $f_{\epsilon\theta}(\frac{0}{x})$ x 'den bağımsız olduğunda tüm kantillerin parametreleri ve vektörleri yalnızca kesme noktalarında farklılık göstermektedir.

Kantil katsayılarını yorumlamak için y 'nin k açıklayıcı değişkenine göre kısmi türevi alınır ve aşağıdaki sonuç elde edilir.

$$\frac{{}^a\text{Quant}_\theta(\frac{y_i}{x_i})}{{}^a x_{ik}} \quad (4.13)$$

Bu türev x 'in k 'inci değerindeki marjinal değişime dayanmakta olup θ . koşullu kantildeki marjinal değişimini vermektedir (Behr, 2010, s. 570).

Kantil Regresyon Yönteminin Özellikleri

Kantil regresyonun en önemli özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Koenker, 2005, ss. 1-12).

- Kantil regresyon, bağımlı değişkenin tüm koşullu dağılımının, verilen bağımsız değişkenler vasıtasıyla ve p . kantil değeriyle oynayarak modellenmesini sağlamaktadır.
- En küçük kareler ve medyan regresyon y 'nin şartlı dağılımının ortasını ifade ederken kantil regresyon farklı kantiller için y 'nin x 'e göre şartlı dağılımının tamamını ifade etmektedir.
- Modelin doğrusal programlama gösterimi, tahmin yapmayı kolaylaştırmaktadır.
- Kantil regresyon hata terimlerinin normal dağılmadığı durumlarda EKK yöntemi ile elde edilen doğrusal regresyon analizi sonuçlarından daha üstün sonuçlar üretmektedir.

- Farklı kantil modellerini tanımlayan regresyon çizgilerinden elde edilen sonuçlar sayesinde, bağımsız değişkenin bağımlı değişkenin çeşitli kantilleri üzerindeki etkilerini inceleme olanağı sağlamaktadır.
- Kantil regresyonda kantil $p = 0,50$ ise, medyan regresyon elde edilir.
- Kantil regresyon değişen varyansın belirlenmesine olanak sağlamaktadır.
- Kantil regresyon amaç fonksiyonu için tahmini katsayı vektörü, bağımlı değişkendeki aşırı değerlere duyarlı değildir ve düzenin sağlam bir ölçüsüdür.

4.4. Bulgular

Finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada iki farklı ülke grubuna yönelik elde edilen bulgular ayrı ayrı raporlanmıştır. Çalışmanın bu kısmında ilk önce bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Daha sonra değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisinin incelendiği korelasyon matrisi bulunmaktadır. Son olarak da ortalamanın altında ve üstündeki tüm değerlerin karşılaştırılabilmesi için (0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9) kullanılan panel kantil regresyon sonuçları gösterilmektedir.

4.4.1. Gelişmekte Olan Ülkeler ile İlgili Bulgular

Gelişmekte olan ülke grubunda finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 4.3. Gelişmekte Olan Ülke Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	DYY	YPI	PA	ÖSK	PK	İH	TA	GSYİH
Ortalama	3.36400	-0.0022	78.0497	63.6248	65.6324	37.9895	72.2567	3.90298
Medyan	2.39489	-0.00464	67.1985	51.9049	46.7024	18.0782	58.4156	4.34448
Maksimum	106.574	0.53001	216.1450	185.3635	322.7110	355.5192	220.4068	14.2308
Minimum	-40.0864	-0.12061	21.3573	11.0377	9.57044	0.57549	22.1059	-10.8696
Std. Sapma	8.09193	0.04270	40.7862	38.8146	53.7300	47.1032	40.2121	3.6747
Çarpıklık	7.38708	5.82215	1.07649	0.8912	2.0092	2.8126	1.4219	-1.0265
Basıklık	85.8119	68.8597	3.73161	2.94407	7.9324	14.4131	4.4846	5.5547
Jarque-Bera	115281.2	72874.09	84.23862	51.81914	659.4149	2637.669	167.6574	175.0038
Prob. Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Gözlem	391	391	391	391	391	391	391	391

Doğrudan yabancı yatırım -40,086 ile 106,573 arasında değer alırken, yabancı portföy yatırımı -0,12 ile 0,53 arasında değer almaktadır. Doğrudan yabancı yatırımın -40,086 en düşük değeri Macaristan'da 2018'de gözlenirken, 106,573 maksimum değeri yine Macaristan'da 2020 yılında gözlenmektedir. Yabancı portföy yatırımının -0,12 minimum değeri Yunanistan'da 2017 yılında gözlenirken, 0,53 maksimum değeri yine Yunanistan'da 2012 yılında gözlenmektedir. Finansal gelişme kategorisinden para piyasasını temsil eden M3 para arzı oranı 21,357 ile 216,145 arasında, özel sektör kredi oranı 11,037 ile 185,363 arasında yer almaktadır. Sermaye piyasasını temsilen piyasa kapitalizasyon oranı 9,57 ile 322,711 arasında, borsa işlem hacmi oranı 0,575 ile 355,519 arasında değer almaktadır. M3 para arzı oranı 21,357 minimum değeri Meksika'da 2000 yılında, 216,145 maksimum değeri Çin'de 2022 yılında gözlenmektedir. Özel sektör kredi oranı 11,037 minimum değeri Meksika'da 2001 yılında, 185,363 maksimum değeri Çin'de 2022 yılında gözlenmektedir. Piyasa kapitalizasyon oranı 9,57 minimum değeri Kolombiya'da 2000 yılında gözlenirken, 322,711 maksimum değeri Güney Afrika'da 2017 yılında gözlenmektedir. Borsa işlem hacmi oranı 0,575 minimum değeri Peru'da 2022 yılında gözlenirken, 355,519 maksimum değeri Çin'de 2015 yılında gözlenmektedir. Kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen ticari açıklık oranı 22,105 ile 220,406 arasında, ekonomik büyüme oranı ise -10,869 ile 14,230 arasında bulunmaktadır. Ticari açıklık oranı 22,105 minimum değeri Brezilya'da 2009 yılında gözlenirken, 220,406 maksimum değeri Malezya'da 2000 yılında gözlenmektedir. Son olarak ekonomik büyüme oranı -10,869 minimum değeri Peru'da 2020 yılında, 14,230 maksimum değeri ise Çin'de 2007

yılında gözlenmektedir. Ayrıca piyasa kapitalizasyon oranı 53,73 ile en yüksek standart sapmaya sahipken, yabancı portföy yatırımı 0,0427 ile en düşük standart sapmaya sahiptir. M3 para arzı oranı 78,049 ile en yüksek ortalamaya sahipken, yabancı portföy yatırımı -0,0022 ile en düşük ortalamaya sahiptir.

Çarpıklık katsayısı incelendiğinde sadece ekonomik büyüme oranının sola çarpık olduğu diğer tüm değişkenlerin sağa çarpık olduğu gözlemlenmektedir. Basıklık katsayısı incelendiğinde ise tüm değişkenlerin sivri olduğu dikkat çekmektedir. Serilerin normal dağılıp dağılmadığı hakkında bilgi veren Jargue-Bera test istatistiği sonuçlarına göre ise hiçbir değişkenin normal dağılım göstermediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Serilerin normal dağılım göstermediği durumlarda tercih edilen regresyon türlerinden biri de panel kantil regresyondur. Panel kantil regresyon seriler normal dağılmadığında ve uç değerlerin bulunması durumunda model kurmaya imkan sunmaktadır. Farklı kantil aralıkların kullanıldığı panel kantil regresyon modeli bağımsız değişkenlerin her bir kantil aralığında bağımlı değişken üzerindeki etki düzeyini ölçmeye yardımcı olmaktadır (Öztürk, 2024, s. 121).

Değişkenler arasında korelasyon olup olmadığını sınamak için Korelasyon Testi uygulanmış ve sonuçlarına Tablo 5'te yer verilmiştir.

Tablo 4.4. Gelişmekte Olan Ülkeler Korelasyon Matrisi

	DYY	YPY	PA	ÖSK	PK	İH	TA	GSYİH
DYY	1							
YPY	0.01562	1						
PA	-0.54941	0.14417	1					
ÖSK	-0.03608	0.12893	0.75492	1				
PK	-0.02729	-0.00544	0.31982	0.34088	1			
İH	-0.17691	0.02561	0.45648	0.45866	0.39122	1		
TA	0.04966	0.10840	0.22061	0.21214	0.04453	0.04544	1	
GSYİH	0.09460	-0.06076	0.03655	-0.01441	0.06519	0.09137	-0.02624	

Literatürde, korelasyon katsayısının 0,8'in üzerinde olması genellikle güçlü bir ilişkiyi işaret eder ve bu değerin üzeri yüksek bir korelasyon olarak kabul edilmektedir (Bujang ve Baharum, 2016, s. 44). Bu nedenle çalışmada 0,8 yüksek korelasyon sınırı olarak kabul edilmiştir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde sadece M3 para arzı oranı ile özel sektör kredi oranları arasında yüksek korelasyon olduğu

görüldüğü, diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları düşük ve orta düzeydedir. Doğrudan yabancı yatırım ile M3 para arzı oranı, özel sektör kredi oranı, piyasa kapitalizasyon oranı ve borsa işlem hacmi oranı arasında negatif korelasyon bulunurken ticari açıklık oranı ve ekonomik büyüme oranı arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır. Yabancı portföy yatırımı ise piyasa kapitalizasyon oranı ve ekonomik büyüme oranı ile negatif korelasyonlu iken diğer değişkenlerle pozitif korelasyonludur.

4.4.2. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular

Panel kantil regresyon modeli kullanılarak, verilerine ulaşılabilen 17 gelişmekte olan ülke için doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin ortaya konulmasının amaçlandığı çalışmanın 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9, tau kantil değerlerine ait regresyon sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4.5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Tahmin Sonuçları

	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
PA	-0.01038 (0.2900)	0.00178 (0.8063)	0.00770 (0.1885)	0.01127 (0.0526)*	0.01369 (0.0323)*	0.01716 (0.0233)*	0.01006 (0.4898)	-0.0032 (0.822)	-0.0006 (0.9752)
ÖSK	0.0227 (0.0104)*	0.0058 (0.5439)	-0.0042 (0.5679)	-0.0103 (0.1575)	-0.0128 (0.1291)	-0.0174 (0.1131)	-0.0109 (0.5873)	-0.0005 (0.9839)	-0.0107 (0.7079)
PK	0.00264 (0.3038)	0.00158 (0.4868)	0.00098 (0.5454)	0.00032 (0.8365)	-0.00066 (0.6755)	-0.00107 (0.5088)	-0.00285 (0.1913)	-0.00483 (0.1461)	0.00748 (0.5263)
İH	-0.00968 (0.1657)	-0.01216 (0.0297)**	-0.01072 (0.0071)* **	-0.01099 (0.0048)* **	-0.01118 (0.0039)* **	-0.01082 (0.0164)* *	-0.01165 (0.0717)*	-0.00912 (0.0512)*	-0.00699 (0.1532)
TA	-0.02098 (0.1355)	-0.00306 (0.6901)	0.00467 (0.2795)	0.00695 (0.0699)*	0.00851 (0.0254)* *	0.00976 (0.0184)* *	0.01007 (0.0264)**	0.01302 (0.0032)* **	0.03720 (0.0007)* **
GSY İH	0.10832 (0.0418) **	0.11138 (0.0118)**	0.07826 (0.0042)* **	0.07293 (0.0019)* **	0.08392 (0.0007)* **	0.08112 (0.0063)* **	0.08938 (0.0496)**	0.07833 (0.1513)	0.01724 (0.7469)
C	1.0363 (0.3703)	0.9026 (0.0765)*	1.1648 (0.0000)* **	1.4819 (0.0000)* **	1.6839 (0.0000)* **	2.0002 (0.0000)* **	2.8650 (0.0000)** *	3.8150 (0.0000)* **	3.3749 (0.0000)* **

Q-LR istatistik değeri: 59.99237

P(Q-LR): 0.0000***

Not: %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri sırası ile *, **, *** simgeleri ile ifade edilmektedir.

Finansal gelişme göstergesi için para piyasasını temsilen kullanılan değişkenler incelendiğinde; doğrudan yabancı yatırım üzerinde M3 para arzının etkisi 0.1, 0.8 ve 0.9. kantil düzeyleri hariç diğer tüm kantillerde pozitif olup 0.4, 0.5 ve 0.6. kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ortalama ve ortalamaya yakın doğrudan yabancı yatırımlarda M3 para arzı arttıkça doğrudan yabancı yatırımlar da artmaktadır. Para piyasasını temsilen kullanılan özel sektör kredilerinin ise doğrudan yabancı

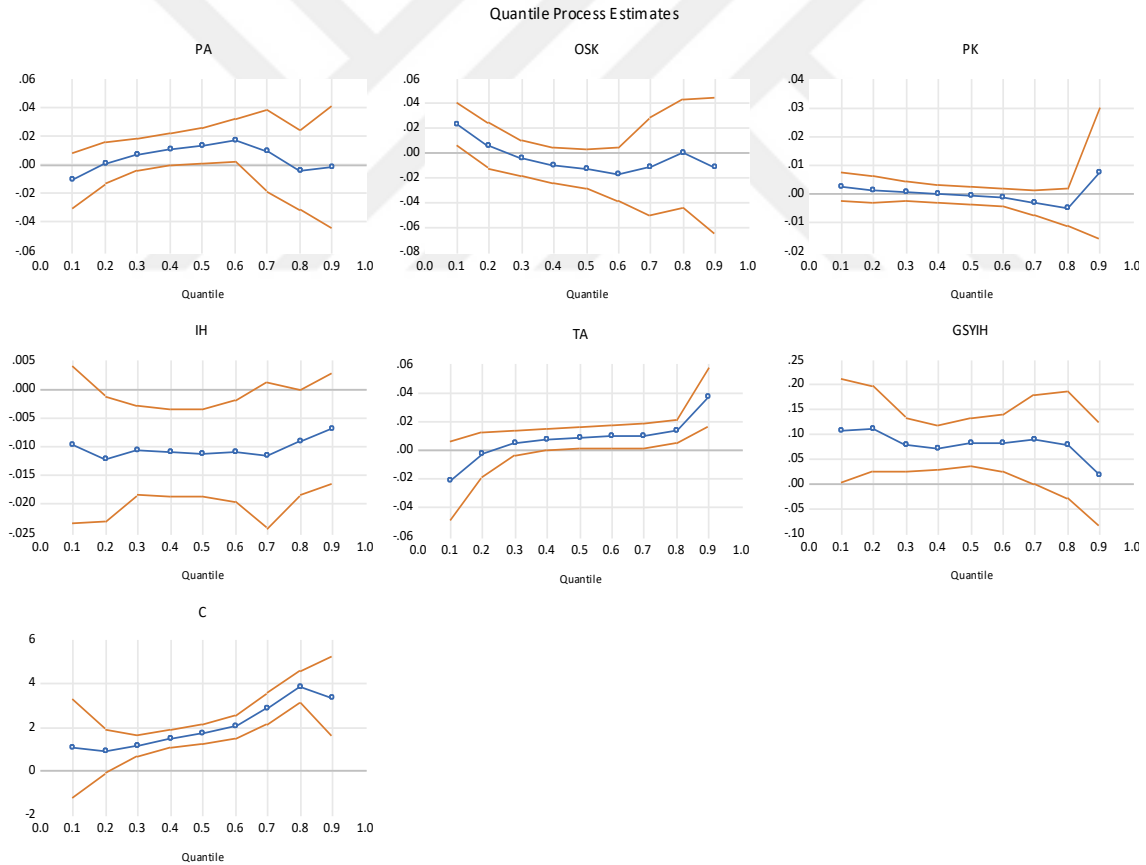
yatırımlar üzerindeki etkisi 0.1 ve 0.2 katillerde pozitif ve 0.1. kantilde istatistiksel olarak anlamlı olup diğer tüm kantil düzeylerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamsızdır. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırım oranının çok düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel sektör kredilerindeki artış doğrudan yabancı yatırımları artırmaktadır. Nitekim elde edilen bu bulgular, finansal gelişmeyi temsilen kullanılan para piyasası göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğunu belirten Nasser ve Gomez 2009, Otchere vd. 2016, Aslan, vd., 2012, Satrovic ve Muslija 2018, Alsmadi ve Oudat 2019, Hajilee ve Nasser 2015, Adewale 2016'in araştırma sonuçları ile tutarlıdır.

Finansal gelişme göstergesi için sermaye piyasasını temsilen kullanılan değişkenler incelendiğinde; doğrudan yabancı yatırım üzerinde piyasa kapitalizasyonun etkisi 0.5, 0.6, 0.7 ve 0.8 kantil düzeyleri hariç pozitif olup tüm düzeylerde istatistiksel olarak anlamsızdır. Gelişmekte olan ülkelerde piyasa kapitalizasyonunun doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Bir diğer değişken olan borsa işlem hacminin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi tüm kantil düzeylerinde negatif olup, uç değerler olan 0.1 ve 0.9 kantil düzeyleri hariç diğer düzeylerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımın ülkeler ortalamasından çok düşük ve çok yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Fakat uç değerler hariç 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7 ve 0.8 kantil düzeylerinde borsa işlem hacmindeki değişim doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkilemektedir.

Kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen ticari açıklık panel kantil regresyon sonuçları incelendiğinde, ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi 0.1 ve 0.2. kantil düzeyleri hariç diğer kantil düzeylerinde pozitif olup 0.4 kantil düzeyinden itibaren istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımın ülkeler ortalaması civarında ve daha yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklık oranındaki artış doğrudan yabancı yatırım oranlarını da artırmaktadır. Elde edilen bu sonuç, ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif ilişki olduğu belirtilen Campos ve Kinoshita 2003 çalışması ile örtüşmektedir. Modele dahil edilen bir diğer kontrol değişkeninin panel kantil regresyon analiz sonuçları incelendiğinde ise; ekonomik büyüme oranının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin tüm kantil

düzeylerinde pozitif olduğu, 0.8 ve 0.9 kantil hariç diğer kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile doğrudan yabancı yatırım oranının, ülkeler ortalamasının çok üstündeki uç değerlerde olduğu gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümedeki değişim doğrudan yabancı yatırımları etkilememekte fakat düşük ve orta düzeyde olduğu ülkelerde etkili olmaktadır. Ayrıca, bu etki düzeyinin, en düşük doğrudan yabancı yatırım oranına sahip olan ülkelerde (0.1 ve 0.2 kantil düzeyinde) diğerlerine göre daha fazla olduğu gözlemlenmektedir. Nitekim elde edilen bu sonuç doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme oranı arasında karşılıklı güçlü bir ilişki olduğunu belirten Teker vd. 2014 çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Şekil 4.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri



Şekil 4.1, bağımsız değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki %95 güven aralığındaki etkilerini kantil proses tahmin sonuçlarıyla sunmaktadır. Mavi eğri, bu değişkenlerin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisini farklı kantil düzeylerinde ortaya koyarken, kırmızı çizgiler kantil regresyon parametre tahminlerinin güven

aralıklarını göstermektedir. Grafikten görüldüğü üzere, borsa işlem hacmi oranının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi tüm kantil düzeylerinde negatif bir değer olarak "0"ın altında seyretmektedir. Öte yandan, ekonomik büyüme oranı tüm kantil düzeylerinde pozitif bir etki sergilemektedir. Ayrıca, piyasa kapitalizasyonunun doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı da açıkça gözlemlenmektedir. Bu sonuçlar, bağımsız değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki farklı etkilerini daha iyi anlamamıza olanak tanımaktadır.

4.4.3. Yabancı Portföy Yatırımı ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular

Panel kantil regresyon modeli kullanılarak, verilerine ulaşılabilen 17 gelişmekte olan ülke için yabancı portföy yatırımları ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin ortaya konulmasının amaçlandığı çalışmanın 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9, tau kantil değerlerine ait regresyon sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4.6. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımlarının Panel Kantil Tahmin Sonuçları

	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
PA	0.0341 (0.0000)* **	0.0297 (0.0000)* **	0.0229 (0.0003)* **	0.0216 (0.0018)* **	0.0132 (0.0750)*	0.0129 (0.1220)	0.0006 (0.4942)	0.0094 (0.3103)	0.0087 (0.2541)
ÖSK	-0.0227 (0.0003)* **	-0.0149 (0.0030)* **	-0.0098 (0.0513)*	-0.0081 (0.1262)	-0.0003 (0.9573)	0.0017 (0.7734)	0.0055 (0.3909)	0.0047 (0.4799)	0.0114 (0.0417)
PK	-0.0116 (0.0049)* **	-0.0063 (0.0106)* **	-0.0059 (0.0173)* *	-0.0062 (0.0111)* *	-0.0061 (0.0276)* *	-0.0071 (0.0188)* *	-0.0012 (0.6607)	-0.0015 (0.5855)	-0.0006 (0.8679)
İH	0.0028 (0.4061)	-0.0012 (0.4852)	-0.0006 (0.6798)	-0.0002 (0.8823)	-0.0005 (0.7596)	-0.0008 (0.5765)	-0.0017 (0.2960)	-0.0031 (0.0623)	-0.0052 (0.0035)** *
TA	-0.0154 (0.0215)* *	-0.0069 (0.0317)* *	-0.0023 (0.4757)	0.0017 (0.5443)	0.0036 (0.2235)	0.0065 (0.0308)* *	0.0086 (0.0042)* **	0.0123 (0.0000) ***	0.0131 (0.0044)** *
GSY İH	0.0001 (0.8953)	-0.0001 (0.7376)	-0.0007 (0.0985)*	-0.0011 (0.0057)* **	-0.0012 (0.0039)* **	-0.0015 (0.0015)* **	-0.0017 (0.0000)* **	-0.0016 (0.0001) ***	-0.0029 (0.0013)** *
C	-0.0016 (0.8535)	-0.0305 (0.1368)	-0.0355 (0.0516)*	-0.0462 (0.0070)* **	-0.0435 (0.0107)* **	-0.0517 (0.0055)* **	-0.0596 (0.0014)* **	-0.0748 (0.0001) ***	-0.0832 (0.0000)** *
Q-LR istatistiki değer: 39.61625 P(Q-LR): 0.0000***									

Not: %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri sırası ile *, **, *** simgeleri ile ifade edilmektedir.

Yabancı portföy yatırımları üzerinde para piyasası göstergelerinden M3 para arzı oranının etkisi tüm kantil düzeylerinde pozitif olmakla birlikte ortalama kantil ile ortalamanın altında olan 0.1, 0.2, 0.3, 0.4 ve 0.5. kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yabancı portföy yatırımı oranı ülkeler ortalaması ve altında olan gelişmekte olan ülkelerde M3 para arzı oranı arttıkça yabancı portföy yatırımları da

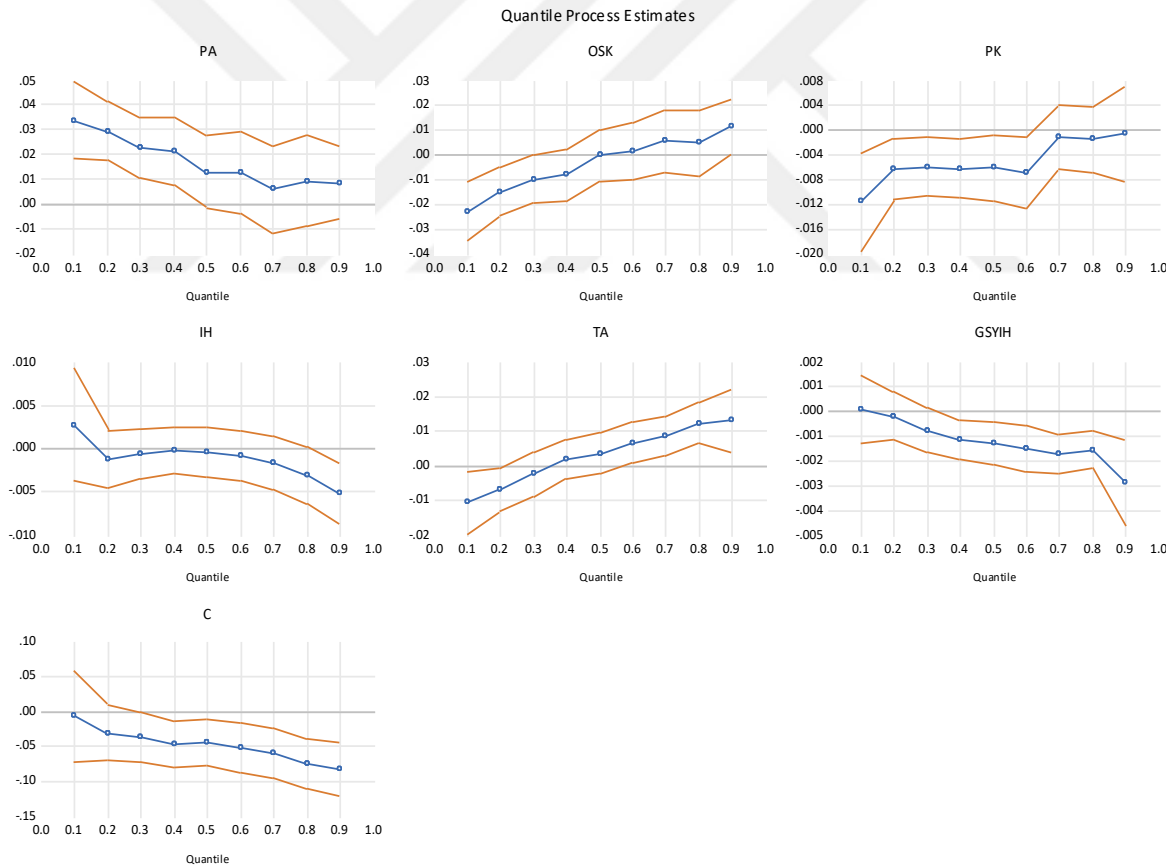
artmaktadır. Elde edilen bu bulgular çalışmanın baz alındığı Makoni 2016 çalışmasının sonuçları ile tutarlılık göstermektedir. Bir diğer finansal gelişme göstergesi olan özel sektör kredilerinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi 0.6, 0.7, 0.8 ve 0.9. kantiller hariç diğer kantiller üzerinde negatif yönde etkili olup 0.1, 0.2 ve 0.3. kantillerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, özel sektör kredileri oranı, yabancı portföy yatırımının ülkeler ortalamasının altında olduğu gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkili olmakta ve özel sektör kredileri oranı arttıkça yabancı portföy yatırımları azalmaktadır. Çıkan bu sonuç ise finansal gelişmenin (özel sektör kredi oranının) yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisinin konjoktürel bir dalgalanma şeklinde olduğunu ifade eden Karhan 2019 çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Sermaye piyasası göstergelerinden piyasa kapitalizasyonun yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelendiğinde; tüm kantil düzeylerinde negatif etkili olup 0.7, 0.8 ve 0.9. kantil düzeyleri hariç diğer kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler içinde yabancı portföy yatırım oranı yüksek olan ülkelerde piyasa kapitalizasyonun anlamlı bir etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip kantiller ise yabancı portföy yatırım oranı ortalama değer civarında ve ortalamanın altında olan ülkelerde piyasa kapitalizasyonun artmasının yabancı portföy yatırımlarını azalttığını göstermektedir. Elde edilen bu sonuç Makoni 2016 çalışmasının sonuçları ile tutarlılık göstermektedir. Borsa işlem hacminin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelendiğinde ise; sadece en yüksek düzey olan 0.9. kantilde istatistiksel olarak anlamlı etki tespit edilmiştir. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırım oranı en yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde borsa işlem hacminin yabancı portföy yatırımlarını azaltması söz konusudur. Nitekim elde edilen bu bulgular Chaudhry vd. 2014, Aziz vd. 2015 çalışmasının sonuçları ile farklılık gösterirken Makoni 2016, Sunday 2018 çalışmanın sonuçları ile örtüşmektedir.

Tablo 6 incelendiğinde; kontrol değişkenlerden ticari açıklık oranının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisinin 0.1, 0.2 ve 0.3 kantiller hariç diğer kantil düzeylerinde pozitif olduğu görülmektedir. Ayrıca, 0.1 ve 0.2. kantillerde ticari açıklık oranının etkisi negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı iken ortalamanın üzerindeki kantillerde pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile ticari açıklık oranlarındaki artış 0.1 ve 0.2. kantil düzeylerinde yabancı portföy yatırımlarını

azaltırken 0.6, 0.7, 0.8 ve 0.9. kantil düzeylerinde artırmaktadır. Elde edilen bu sonuç Ekeocha 2008 çalışmasının sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Panel kantil regresyon analizinde ortaya çıkan bir diğer sonuç, ekonomik büyüme oranının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Buna göre ekonomik büyüme oranının yabancı portföy yatırım oranı üzerindeki etkisi 0.1. kantil hariç diğer kantil düzeylerinde negatif etkiye sahip olup 0.3. kantil ve üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırım oranının ülkeler ortalamasında, en düşük oran hariç altında ve üzerinde olduğu gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik büyüme oranının artması yabancı portföy yatırımlarını azaltmaktadır. Bu bulgu Lusinyan 2022 ve Makoni 2016 çalışmasının sonuçları ile örtüşmektedir.

Şekil 4.2. Gelişmekte olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri



Şekil 2’de tüm bağımsız değişkenlerin yabancı portföy yatırımları üzerinde %95 güven aralığındaki etkilerini gösteren kantil proses tahmin sonuçları yer almaktadır. Şekil 2, M3 para arzı oranının yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisini tüm kantil düzeylerinde pozitif bir şekilde ortaya koymaktadır; ancak bu etki, kantil dilimleri

boyunca azalan bir seyir izlemektedir. Diğer yandan, piyasa kapitalizasyon oranı, özel sektör kredi oranı ve ticari açıklık oranları, yabancı portföy yatırımı üzerinde artan bir etki göstermektedir. Ayrıca, ekonomik büyüme oranının yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisi ise negatif yönde bir artış sergilemektedir. Bu bulgular, ekonomik faktörlerin yabancı yatırım üzerindeki karmaşık etkilerini gözler önüne sermektedir.

4.5. Gelişmiş Ülkeler ile İlgili Bulgular

Gelişmiş ülkelerde finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 4.7. Gelişmiş Ülke Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	DYY	YPY	PA	ÖSK	PK	İH	TA	GSYİH
Ortalama	5.6524	0.0248	118.1376	114.3178	158.8258	112.8095	106.3744	2.3979
Medyan	2.4447	0.0074	100.2625	110.8691	86.9534	68.1332	63.6526	2.4581
Maksimum	58.5183	0.4048	460.1038	263.5903	1777.226	1102.733	442.6200	14.5197
Minimum	-32.6371	-0.2654	8.4175	48.9749	18.1847	1.3076	22.2863	-11.1673
Std. Sapma	9.6945	0.0821	68.7617	39.9723	251.4003	147.7682	107.5912	2.92104
Çarpıklık	1.9875	1.0958	2.7405	0.6997	3.8259	3.5158	1.9951	-0.6395
Basıklık	9.2462	5.5002	11.4036	3.8895	18.0067	17.8373	5.4121	7.1431
Jarque-Bera	735.4622	148,3239	1350.567	36.89180	3807.066	3617.026	291.6954	252.2527
Prob. Olasılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Gözlem	322	322	322	322	322	322	322	322

Doğrudan yabancı yatırım -32.637 ile 58.518 arasında değer alırken, yabancı portföy yatırımı -0,265 ile 0,405 arasında değer almaktadır. Doğrudan yabancı yatırıma ilişkin en düşük değer -32.637 olarak İsviçre’de 2020’de gözlenirken, 58.818 maksimum değeri Hong Kong’da 2015 yılında gözlenmektedir. Yabancı portföy yatırımına dair -0,265 minimum değeri Birleşik Krallık’da 2008 yılında gözlenirken, 0,405 maksimum değeri Hong Kong’da 2015 yılında gözlenmektedir. Finansal gelişme kategorisinden para piyasasını temsil eden M3 para arzı oranı 8.418 ile 460.104 arasında, özel sektör kredi oranı 8.975 ile 263.590 arasında yer almaktadır. Sermaye piyasasını temsilen piyasa kapitalizasyon oranı 18.1847 ile 1777.226 arasında, borsa işlem hacmi oranı 1.308 ile 147.768 arasında değer almaktadır. M3 para arzı oranına ilişkin minimum değer 8.418 olarak İspanya’da 2000 yılında, maksimum değer 460.104 olarak Hong

Kong’da 2022 yılında gözlenmektedir. Özel sektör kredi oranı 48.975 minimum değeri ABD’de 2000 yılında, 263.590 maksimum değeri Hong Kong’da 2022 yılında gözlenmektedir. Piyasa kapitalizasyon oranı 18.1847 minumum değeri Yeni Zelenda’da 2008 yılında gözlenirken, 1777.226 maksimum değeri Hong Kong 2020 yılında gözlenmektedir. Borsa işlem hacmi oranı 1.308 minimum değeri Yeni Zelenda’da 2010 yılında gözlenirken, 147.768 maksimum değeri Birleşik Krallık’ta 2012 yılında gözlenmektedir. Kontrol değişken olarak modele dahil edilen ticari açıklık oranı 22,286 ile 442.620 arasında, ekonomik büyüme oranı ise -11.167 ile 14,519 arasında bulunmaktadır. Ticari açıklık oranı 22.286 minimum değeri ABD’de 2002 yılında gözlenirken, 442.620 maksimum değeri Hong Kong’ta 2013 yılında gözlenmektedir. Son olarak ekonomik büyüme oranı -11.167 minimum değeri İspanya’da 2005 yılında, 14.519 maksimum değeri ise Singapur’da 2010 yılında gözlenmektedir. Ayrıca piyasa kapitalizasyon oranı 251.4003 ile en yüksek standart sapmaya sahipken, yabancı portföy yatırım oranı 0.082191 ile en düşük standart sapmaya sahiptir. Piyasa kapitalizasyon oranı 158.8258 ile en yüksek ortalamaya sahipken, yabancı portföy yatırım oranı 0.024863 ile en düşük ortalamaya sahiptir.

Çarpıklık katsayısı incelendiğinde sadece ekonomik büyüme oranının sağa çarpık olduğu, diğer tüm değişkenlerin sola çarpık olduğu gözlemlenmektedir. Basıklık katsayısı incelendiğinde ise tüm değişkenlerin sivri olduğu dikkat çekmektedir. Serilerin normal dağılıp dağılmadığı hakkında bilgi veren Jargue-Bera test istatistiği sonuçlarına göre ise hiçbir değişkenin normal dağılım göstermediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Değişkenler arasında korelasyon olup olmadığını sınamak için Korelasyon Testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 8’de yer almaktadır.

Tablo 4.8. Gelişmiş Ülkeler Korelasyon Matrisi

	DYY	YPY	PA	ÖSK	PK	İH	TA	GSYİH
DYY	1							
YPY	0.19719	1						
PA	0.16805	0.13032	1					
ÖSK	0.09819	0.07842	0.49324	1				
PK	0.32942	0.11561	0.43987	0.26328	1			
İH	0.15765	0.04171	0.30322	0.15994	0.48907	1		
TA	0.23322	0.42683	0.31952	0.26460	0.19924	0.0899	1	
GSYİH	0.18562	0.02335	0.04328	-0.029	0.11852	0.02978	0.11379	1

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinden tüm değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları düşük ve orta düzeydedir. Dolayısıyla ele alınan değişkenlerin tümü modele dahil edilmektedir. Hem doğrudan yabancı yatırımın, hem de yabancı portföy yatırımının bağımsız değişkenlerle arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır.

4.5.1. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular

Verilerine ulaşılabilen 14 gelişmiş ülke için doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin ortaya konulmasının amaçlandığı çalışmanın 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9, tau kantil değerlerine ait panel kantil regresyon sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4.9. Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Tahmin Sonuçları

	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
PA	-0.0235 (0.1680)	-0.0267 (0.0002)* **	-0.0299 (0.0011)* **	-0.0296 (0.0021)* **	-0.0287 (0.0042)* **	-0.0229 (0.0195)* *	-0.0049 (0.7268)	0.0012 (0.9198)	0.0231 (0.2762)
ÖSK	-0.0138 (0.3145)	-0.0031 (0.5955)	-0.0012 (0.8444)	0.00320 (0.6111)	0.0066 (0.3496)	0.0099 (0.0824)*	0.0072 (0.3136)	0.0096 (0.2309)	0.0232 (0.0246)* *
PK	0.0131 (0.0002) ***	0.0201 (0.0000)* ***	0.0177 (0.0000)* **	0.0165 (0.0000)* **	0.0179 (0.0212)* *	0.0148 (0.0052)* **	0.0130 (0.0223)* *	0.0151 (0.2331)	-0.0004 (0.9684)
İH	0.0025 (0.6807)	0.0007 (0.9736)	0.0017 (0.5431)	0.0021 (0.5372)	0.0014 (0.8398)	0.0030 (0.4984)	0.0009 (0.8390)	0.0011 (0.8689)	0.0071 (0.1668)
TA	0.0264 (0.3461)	0.0323 (0.0000)* **	0.0427 (0.0000)* **	0.0465 (0.0000)* **	0.0496 (0.0000)* **	0.0557 (0.0000)* **	0.0560 (0.0000)* **	0.0586 (0.0000)* **	0.0835 (0.0000)* **
GSY İH	0.1384 (0.1033)	0.0517 (0.3356)	0.0779 (0.1434)	0.1009 (0.0740)*	0.0935 (0.2116)	0.1077 (0.1241)	0.1835 (0.0424)* *	0.1313 (0.2265)	0.2614 (0.0234)* *
C	0.8562 (0.2724)	0.2367 (0.5869)	0.1009 (0.8336)	-0.1836 (0.7596)	-0.5219 (0.5159)	-1.1045 (0.2203)	-1.7360 (0.1874)	-1.9353 (0.0493)* *	-5.0178 (0.0011)* **
Q-LR istatistiki değer: 96.63669 P(Q-LR): 0.0000***									

Not: %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri sırası ile *, **, *** simgeleri ile ifade edilmektedir.

Finansal gelişme göstergesi için para piyasasını temsilen kullanılan değişkenler incelendiğinde; doğrudan yabancı yatırım oranı üzerinde M3 para arzı oranının etkisi 0.8 ve 0.9. kantil hariç diğer tüm kantillerde negatif olup 0.1, 0.7, 0.8 ve 0.9. kantil düzeyleri hariç istatistiksel olarak anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırımın düşük ve orta düzeyde olduğu gelişmiş ülkelerde M3 para arzı oranı arttıkça doğrudan yabancı yatırım oranı azalmaktadır. Elde edilen bu bulgu, finansal gelişmedeki artışın doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif yönde etkisi olduğunu belirten Anyanwu 2011 çalışmasının

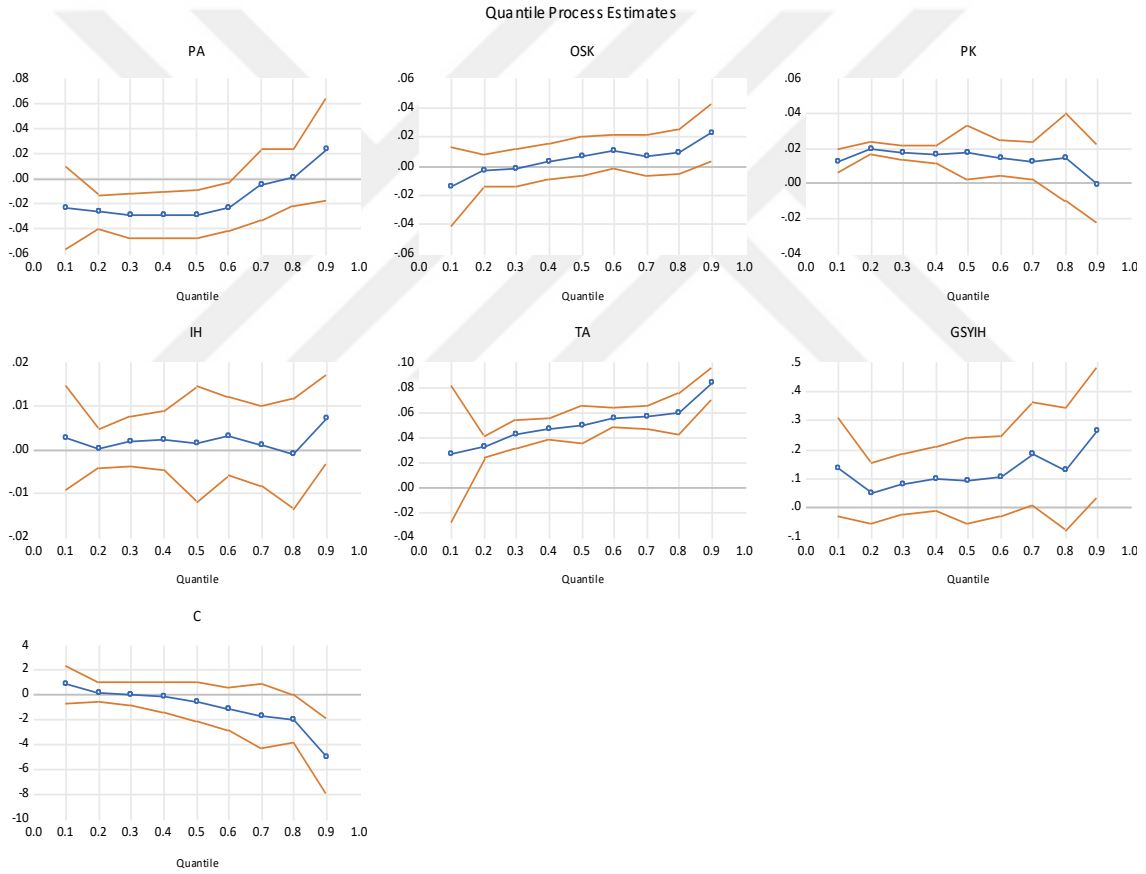
sonucu ile örtüşmektedir. Para piyasasını temsilen kullanılan özel sektör kredi oranlarının ise doğrudan yabancı yatırım oranları üzerindeki etkisi 0.1 ve 0.2 ve 0.3 katiller hariç diğer kantillerde pozitif olup, sadece 0.6 ve 0.9 kantilde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ortalamasının üzerinde ve en yüksek olduğu ülkelerde özel sektör kredilerindeki artış doğrudan yabancı yatırımları artırmaktadır. Nitekim elde edilen bu bulgular, finansal gelişmeyi temsilen kullanılan para piyasası göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğunu belirten Nasser ve Gomez 2009, Otchere vd. 2016, Aslan, vd., 2012, Satrovic ve Muslija 2018, Alsmadi ve Oudat 2019, Hajilee ve Nasser 2015, Adewale 2016'in araştırma sonuçları ile tutarlıdır.

Finansal gelişme göstergesi için sermaye piyasasını temsilen kullanılan değişkenler incelendiğinde; doğrudan yabancı yatırım üzerinde piyasa kapitalizasyonun etkisi 0.9 kantil hariç pozitif olup 0.8 kantil düzeyine kadar istatistiksel olarak anlamlıdır. Elde edilen bu bulguya göre gelişmiş ülkelerde piyasa kapitalizasyonunun artışı doğrudan yabancı yatırımları da artırmaktadır. Ahmed vd. 2019 çalışmasında da piyasa kapitalizasyonun doğrudan yabancı yatırım üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer değişken olan borsa işlem hacmi oranının doğrudan yabancı yatırım oranı üzerindeki etkisi tüm kantil düzeylerinde pozitif olup istatistiksel olarak anlamsızdır. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ile borsa işlem hacmi arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Elde edilen bu bulgu, kısa dönemde borsa işlem hacmi ile doğrudan yabancı yatırım arasında herhangi bir ilişki bulunmadığını belirten Aslan vd. 2019 çalışmasının sonuçları ile benzerlik göstermektedir.

Kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen ticari açıklık için panel kantil regresyon sonuçları incelendiğinde, ticari açıklık oranının doğrudan yabancı yatırım oranı üzerindeki etkisi pozitif olup 0.1. kantil hariç diğer tüm kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımın en düşük olduğu uç değer hariç diğer düzeylerde yer alan gelişmiş ülkelerde ticari açıklıktaki artış doğrudan yabancı yatırımları da artırmaktadır. Elde edilen bu sonuç, ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif ilişki olduğu belirtilen Campos ve Kinoshita 2003 çalışması ile örtüşmektedir. Modele dahil edilen bir diğer kontrol değişken için panel kantil regresyon analiz sonuçları incelendiğinde ise; ekonomik büyüme oranının

doğrudan yabancı yatırım oranları üzerindeki etkisi tüm kantil düzeylerinde pozitif olmakla birlikte, sadece 0.9 kantil düzeyi ile 0.4 ve 0.7. kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. En yüksek katsayının (0.2614) 0.9. kantilde yer alması, ekonomik büyüme oranının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin, doğrudan yabancı yatırımın en fazla olduğu gelişmiş ülkelerde daha belirgin olduğunu göstermektedir. Nitekim elde edilen bu sonuç doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme oranı arasında karşılıklı ilişki olduğunu belirten Teker vd. 2014 çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Şekil 4.3. Gelişmiş Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri



Gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin farklı kantil düzeylerindeki değişimini gösteren grafikler, Şekil 3'te sunulmuştur. Bu grafikler, özel sektör kredi oranı, ticari açıklık oranı ve ekonomik büyüme oranının doğrudan yabancı yatırım üzerindeki pozitif etkisini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Piyasa kapitalizasyon oranının etkisi tüm kantil düzeylerinde pozitif olmakla birlikte,

kantiller arasında belirgin bir farklılık gözlemlenmemektedir. Öte yandan, işlem hacmi oranının doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisinin kayda değer bir etki yaratmadığı, kantil eğrisinin sıfır doğrusuna çok yakın olmasından anlaşılmaktadır. Bu bulgular, doğrudan yabancı yatırımların finansal gelişimle olan karmaşık ilişkisini daha iyi anlamamıza yardımcı olmaktadır.

4.5.2.Yabancı Portföy Yatırımı ile Finansal Gelişmeye İlişkin Bulgular

Verilerine ulaşılabilen 14 gelişmiş ülke için yabancı portföy yatırımları ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin ortaya konulmasının amaçlandığı çalışmanın 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9, tau kantil değerlerine ait panel kantil regresyon sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 4.10. Gelişmiş Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımı Panel Kantil Tahmin Sonuçları

	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
PA	-0.0206 (0.1093)	-0.0217 (0.0274)* *	-0.0119 (0.2232)	-0.0085 (0.3712)	-0.0057 (0.5513)	-0.0051 (0.7399)	-0.0199 (0.3161)	-0.0450 (0.0739)*	-0.0677 (0.0065)* **
ÖSK	-0.0810 (0.0000)* **	-0.0526 (0.0000)* **	-0.0384 (0.0007)* **	-0.0454 (0.0000)* **	-0.0392 (0.0000)* **	-0.0300 (0.0059)* **	-0.0291 (0.0184)* *	-0.0134 (0.4270)	0.0018 (0.9431)
PK	0.0091 (0.2728)	0.0051 (0.5242)	0.0055 (0.5061)	0.0133 (0.1290)	0.0132 (0.1080)	0.0109 (0.1785)	0.0147 (0.0971)*	0.0171 (0.0790)*	0.0094 (0.1517)
İH	-0.0102 (0.0164)* *	-0.0067 (0.0878)*	-0.0019 (0.5982)	-0.0029 (0.4614)	0.0002 (0.9440)	0.0033 (0.3552)	0.0029 (0.4731)	0.0046 (0.4009)	0.0117 (0.0869)*
TA	0.0648 (0.0000)* **	0.0627 (0.0000)* **	0.0680 (0.0000)* **	0.0831 (0.0000)* **	0.0797 (0.0000)* **	0.0832 (0.0000)* **	0.0941 (0.0000)* **	0.1067 (0.0000)* **	0.1172 (0.0000)* **
GSY İH	-0.0034 (0.0122)* *	-0.0025 (0.0549)*	-0.0023 (0.0514)*	-0.0028 (0.0101)* *	-0.0017 (0.1144)	-0.0017 (0.1329)	-0.0015 (0.2533)	-0.0039 (0.0078)* **	-0.0029 (0.0563)*
C	0.1671 (0.0023)* **	0.0650 (0.2392)	-0.0735 (0.1884)	-0.1361 (0.0055)* **	-0.1680 (0.0001)* **	-0.2213 (0.0000)* **	-0.2092 (0.0000)* **	-0.2125 (0.0010)* **	-0.1967 (0.0268)* *
Q-LR istatistiki değer: 70.15186 P(Q-LR): 0.0000***									

Not: %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyleri sırası ile *, **, *** simgeleri ile ifade edilmektedir.

Yabancı portföy yatırımları üzerinde para piyasası göstergelerinden M3 para arzı oranının etkisi tüm kantil düzeylerinde negatif olmakla birlikte, sadece yabancı portföy yatırımının düşük olduğu uç değer olan 0.2 kantil ile yüksek olduğu 0.9 ve 0.8 kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yabancı portföy yatırımının ülkeler ortalamasından yüksek ve düşük olduğu gelişmiş ülkelerde M3 para arzı oranı arttıkça yabancı portföy yatırımları oranı azaltmaktadır. Bir diğer finansal gelişme göstergesi olan özel sektör kredi oranının yabancı portföy yatırım oranları üzerindeki

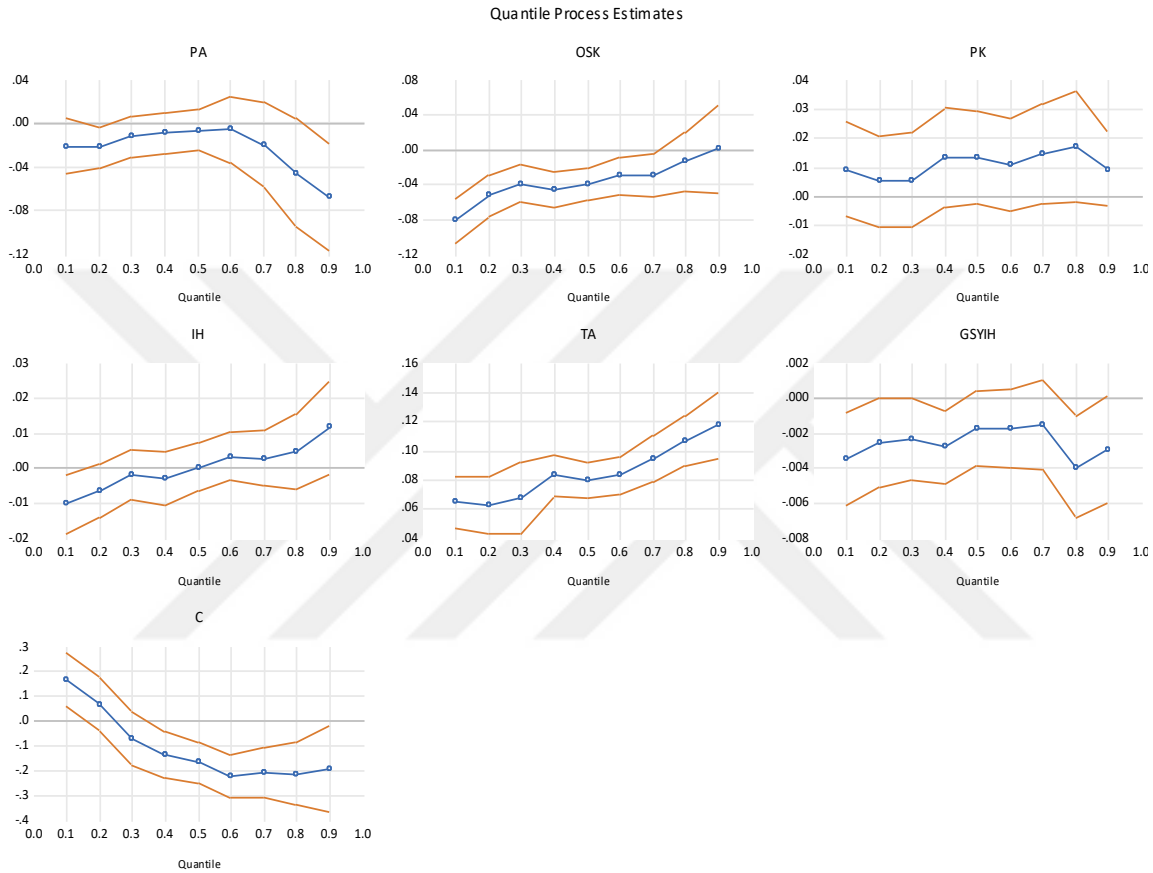
etkisi 0.9 kantil hariç diğer tüm kantil düzeylerinde negatif yönde etkili olup 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6 ve 0.7. kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde özel sektör kredi oranları ile yabancı portföy yatırım oranları arasında negatif yönde bir ilişki bulunmaktadır.

Sermaye piyasası göstergelerinden piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelendiğinde; tüm kantil düzeylerinde pozitif etkili olup 0.7 ve 0.8 kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur. Mugableh ve Oudat 2018 çalışmasında da piyasa kapitalizasyonunun yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif yönde etkili olduğu belirtilmiştir. Borsa işlem hacmi oranının yabancı portföy yatırım oranları üzerindeki etkisi incelendiğinde ise; ortalamanın altındaki 0.1, 0.2, 0.3 ve 0.4. kantiller hariç diğer kantil düzeylerinde pozitif yönde etkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, uç değerler olan 0.1 ve 0.2. kantil ile 0.9. kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar neticesinde, yabancı portföy yatırım oranının ülkeler ortalamasının oldukça üzerinde olduğu ülkelerde borsa işlem hacmi yabancı portföy yatırımlarını artırırken en alt düzeylerde olan ülkelerde azalttığı ifade edilebilir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde borsa işlem hacminin yabancı portföy yatırımları üzerinde hem negatif hem de pozitif yönde etkili olduğu ifade edilebilir.

Tablo 10 incelendiğinde; kontrol değişkenlerden ticari açıklık oranının yabancı portföy yatırım oranları üzerindeki etkisinin tüm kantil düzeylerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile ticari açıklık oranlarındaki artış yabancı portföy yatırımlarını da artırmaktadır. Elde edilen bu sonuç Ekeocha 2008 çalışmasının sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Ayrıca, 0.1 kantilden 0.9 kantile giderken ticari açıklık oranının katsayısının artış göstermesi de daha üst yabancı portföy yatırımı oranı diliminde yer alan ülkelerde ticari açıklık oranının etkisinin daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Panel kantil regresyon analizinde ortaya çıkan bir diğer sonuç, ekonomik büyüme oranının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Buna göre ekonomik büyüme oranının yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi tüm kantil düzeylerinde negatif etkiye sahip olup 0.5, 0.6 ve 0.7 kantilleri hariç diğer kantillerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırımları

oranı ülkeler ortalamasının altında yer alan ülkelerde ve en üst dilimlerde yer alan ülkelerde ekonomik büyüme oranının artması yabancı portföy yatırımlarını azaltmaktadır. Bu bulgu Lusinyan 2022 ve Makoni 2016 çalışmasının sonuçları ile örtüşmektedir.

Şekil 4.4. Gelişmiş Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırım Panel Kantil Katsayı Tahminleri



Şekil 4, yabancı portföy yatırımlarını etkileyen değişkenlerin tüm kantil seviyelerindeki grafik gösterimini sunmaktadır. Bu grafik, piyasa kapitalizasyon oranı ve ticari açıklık oranının yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif bir etki yarattığını açıkça göstermektedir. Öte yandan, M3 para arzı oranı, özel sektör kredi oranı ve ekonomik büyüme oranının negatif yönde etkili olduğu görülmektedir. Ayrıca, işlem hacmi oranının etkisi, yabancı portföy yatırımlarının düşük olduğu ülkelerde negatif, yüksek olduğu ülkelerde ise pozitif bir yön izlemektedir. Bu bulgular, yabancı portföy yatırımlarının çeşitli ekonomik faktörlerden nasıl etkilendiğine dair önemli bir içgörü sunmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin karşılaştırıldığı tablo aşağıda verilmektedir.

Tablo 4.11. Yabancı Yatırım ile Finansal Gelişme Arasındaki İlişki

	GELİŞMİŞ ÜLKE		GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE	
	DYY	YPY	DYY	YPY
PA	-	-	+	+
ÖSK	+	-	+	-
PK	+	+	İlişki Yok	-
İH	İlişki Yok	-/+	-	-
TA	+	+	+	-/+
GSYİH	+	-	+	-

Finansal gelişme göstergelerinden M3 para arzı oranının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi karşılaştırıldığında; gelişmiş ülkelerde M3 para arzı oranının her iki yabancı yatırım üzerindeki etkisi negatif iken gelişmekte olan ülkelerde pozitif etkilidir. Özel sektör kredi oranları da hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif yönde etkili iken yabancı portföy yatırımları üzerinde negatif yönde etkiye sahiptir. Genel bir ifade ile özel sektör kredi oranlarındaki artışın doğrudan yabancı yatırım oranlarında artışına yabancı portföy yatırım oranlarının ise azalışına neden olmaktadır.

Sermaye piyasası göstergelerinden piyasa kapitalizasyon oranlarının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi incelendiğinde ise, gelişmiş ülkelerde her iki yabancı yatırım üzerinde pozitif yönde etkilidir. Gelişmekte olan ülkelerde ise yabancı portföy yatırımları üzerinde negatif yönde etkili iken doğrudan yabancı yatırım üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Borsa işlem hacmi oranlarının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi de genel olarak negatif yönde olup gelişmekte olan ülkelerde her iki yabancı yatırım üzerinde etkili iken gelişmiş ülkelerde sadece yabancı portföy yatırımı üzerinde etkisi bulunmaktadır.

Kontrol değişkenlerin analiz sonuçlarına bakıldığında; ticari açıklık oranının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi genel olarak pozitif yöndedir. Ticari açıklık oranlarının artması hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ve yabancı portföy yatırımlarının artmasına neden olmaktadır. Ekonomik büyüme oranlarının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi de özel sektör kredi oranları ile aynı

etkiye sahiptir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme oranlarındaki artış doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde artışa yabancı portföy yatırımları üzerinde azalışa neden olmaktadır.



SONUÇ

Yabancı yatırımlar, ülke ekonomisine teknoloji transferi, ekonomik büyüme, istihdam yaratma ve finansal istikrar gibi birçok yönden önemli katkılar sağlamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yabancı yatırımlar ekonomik kalkınmayı sağlayan önemli faktörlerden biridir. Finansal gelişme, bir ülkenin finansal sisteminin büyüklüğünü, istikrarını, etkinliğini ve finansal araçlara erişimini geliştiren süreçleri ifade etmektedir. Bu iki faktörün etkileşimi, ülkelerin ekonomik performansları açısından hayati bir öneme sahiptir. Ancak, finansal gelişme ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin karmaşıklığı, bu konuya yönelik daha derinlemesine ve kapsamlı araştırmalar yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bu çalışmada, 2000-2022 yılları arasında 14 gelişmiş ve 17 gelişmekte olan ülkenin verileri kullanılarak finansal gelişmenin yabancı yatırımlar üzerindeki potansiyel etkileri incelenmiştir. Araştırma kapsamında iki ayrı model geliştirilmiştir: İlk model, finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerini, ikinci model ise finansal gelişmenin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Bu modeller, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı uygulanmıştır. Çalışmada, Makoni (2016) çalışması doğrultusunda finansal gelişme göstergeleri olarak dört değişken modele dahil edilmiştir. Para piyasasını temsilen kullanılan değişkenler, M3 para arzının GSYİH'ya oranı ve mevduat bankaları tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranını içermektedir. Sermaye piyasasını temsilen ise piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı ve borsa işlem hacminin GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğu bilinen ticari açıklık ($\text{ithalat} + \text{ihracat} / \text{GSYİH}$) ve ekonomik büyüme oranı kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Model 1 ve Model 2'nin tahminleri için Koenker ve Bassett tarafından geliştirilen panel kantil regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır.

Yapılan analiz sonuçlarına göre verilerin normal dağılmadığı gözlemlendikten sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için 0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8 ve 0.9 kantil düzeylerinde ayrı ayrı tahminler yapılmıştır. Model 1 M3 para arzı ile doğrudan yabancı yatırım arasında orta düzey kantillerde (0.4, 0.5 ve 0.6) anlamlı ilişkiler olduğunu ortaya koymuştur. Bu sonuçlara göre gelişmekte olan ülkelere M3 para arzı ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiş, para arzı arttıkça doğrudan yabancı yatırımda artış gözlemlenmiştir. Para arzı artışına bağlı olarak ev sahibi ülkenin para biriminin değer kaybetmesi, yani dövizin değer kazanması yabancı yatırımcı için doğrudan yabancı yatırımları daha ucuz hale getirdiği için böyle bir ilişkinin ortaya çıkması beklenen durumdur. Ancak alt ve üst düzey kantillerde anlamlı ilişkilerin çıkmamış olması gelişmekte olan ülkelerin yapısal özellikleri, yönetim ve hukuksal yapısı ile ilişkili olabilir. Gelişmiş ülkelerde ise orta ve düşük kantil düzeylerinde M3 para arzı ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif ilişki bulunmuştur. Bu nedenle, M3 para arzı ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin yönü, ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre değişiklik göstermektedir. M3 para arzını artıran politikalar, gelişmekte olan ülkelere döviz kurunu artırarak doğrudan yabancı yatırımları teşvik edebilir. Ancak, gelişmiş ülkelere M3 para arzının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki negatif etkilerini azaltmak için para politikalarının yeniden gözden geçirilmesi gerekir. Bu stratejiler, ülkelerin finansal politikalarını ve yatırım stratejilerini geliştirirken M3 para arzının etkilerini dikkate alarak doğrudan yabancı yatırımlardan olumlu sonuçlar elde etmelerine yardımcı olabilir.

Model 1 sonuçlarına göre, özel sektör kredileri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki şu şekildedir: Gelişmekte olan ülkelere en düşük kantil düzeyinde, gelişmiş ülkelere ise orta ve en üst kantil düzeylerinde özel sektör kredileri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum, özel sektör kredilerindeki artışın her iki ülke grubunda da doğrudan yabancı yatırımları artırdığını göstermektedir. Ekonomik büyümenin doğrudan yabancı sermayeyi arttırdığına dair araştırma sonuçlarının yaygın olduğu dikkate alındığında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının en üst düzeyde olduğu (en üst kantil) gelişmiş ülkelere özel sektör kredilerinin etkisinin pozitif ve anlamlı olması tutarlıdır. Her iki ülke grubu için de özel sektöre verilen kredilerin doğrudan yabancı yatırımları artırma etkisini

dikkate alarak, politika yapıcılar kredi erişimini kolaylaştıran politikalar geliştirebilir ve kredi piyasalarını daha şeffaf ve etkili hale getirecek düzenlemeler yapabilirler.

Model 1 sonuçlarına göre, piyasa kapitalizasyonu ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki şu şekildedir: Gelişmekte olan ülkelerde bu iki değişken arasında herhangi bir ilişki gözlemlenmezken, gelişmiş ülkelerde en yüksek kantil düzeyleri hariç diğer tüm kantil düzeylerinde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Piyasa kapitalizasyonunun gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki farklı etkileri, ekonomik istikrarın seviyesinden kaynaklanabilir. Gelişmiş ülkelerde finansal piyasalardaki istikrar ve volatilitenin nispeten düşük oluşu, düşük risk algısıyla yatırım yapmayı teşvik ederken; gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlıklar ve yüksek volatiliteler, piyasa kapitalizasyonu ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişkiye yol açmayabilir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarı artıran ve finansal piyasalardaki belirsizlikleri azaltan politikalar uygulamak, yabancı yatırımları çekmede etkili olabilir.

Model 1 sonuçlarına göre, borsa işlem hacmi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki şu şekildedir: Gelişmekte olan ülkelerde, en yüksek ve en düşük kantil düzeyleri hariç diğer kantil düzeylerinde borsa işlem hacmi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. Negatif ilişki gözlemlenen söz konusu kantil düzeylerindeki katsayıların birbirine oldukça yakın olması gelişmekte olan ülkelerde borsa işlem hacmi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin homojen olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek işlem hacmine, eğer alış ve satış emirleri arasındaki dengesizlik eşlik ediyorsa genellikle yüksek volatiliteler söz konusu olmaktadır. Bu durum ise, yatırımcıların risk algısını artırarak doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkileyebilir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde piyasa güvenilirliğini artıran ve volatiliteleri azaltan politikalar uygulanabilir. Gelişmiş ülkelerde ise borsa işlem hacmi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir. Gelişmiş ülkelerde yüksek işlem hacmine genellikle alış ve satış emirleri arasındaki denge eşlik eder. Bu durumdan kaynaklanan nispeten düşük volatiliteler nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarının işlem hacmini yeterince dikkate almadıkları düşünülebilir.

Model 1 sonuçlarına göre, ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki şu şekildedir: gelişmekte olan ülkelerde, en düşük üç kantil hariç ve gelişmiş ülkelerde en düşük kantil hariç diğer tüm kantil düzeylerinde ticari açıklık ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yüksek kantillere doğru ilerledikçe katsayıların artığının gözlemlenmesi ve en yüksek kantilde katsayının en yüksek olması doğrudan yabancı sermaye oranının yüksek seviyede olduğu gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklığın etkisinin daha fazla olduğunu göstermektedir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırımları olumlu yönde etkilediği göz önüne alındığında, ticaret engellerinin azaltılması ve serbest ticaret anlaşmalarının yapılması önerilebilir.

Model 1 sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde genel olarak pozitif bir yöndedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde bu ilişki en yüksek iki kantil düzeyi hariç diğer tüm kantil düzeylerinde, gelişmiş ülkelerde ise orta ve yüksek kantil düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ekonomik büyümenin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları artırdığı göz önüne alındığında, ekonomik büyümeyi sürdürülebilir kılmak için ekonomik istikrarı teşvik eden politikalar uygulanabilir. Bu, yatırımcı güvenini artırarak doğrudan yabancı yatırımları çekebilir.

Model 2 sonuçlarına göre, M3 para arzı ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan ülkelerde orta düzeye kadarki tüm kantil düzeylerinde pozitif yöndedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde bu ilişki en düşük ikinci ve en yüksek kantil düzeylerinde negatif bir yönde gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, M3 para arzı ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin yönü, ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre farklılık göstermektedir. Elde edilen bulgular, gelişmekte olan ülkelerin M3 para arzını artıran politikalar geliştirmelerinin ne denli önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu ülkeler, cari açıklarını finanse edebilmek için yabancı yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Yabancı yatırımları çekebilmek içinse, finansal piyasaların daha gelişmiş bir düzeye getirilmesi ve finansal riskler ile belirsizliklerin minimize edilmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için para arzını artıran politikalara üretim artışının da eşlik etmesi enflasyonist etkilerin minimize edilmesi açısından önem taşımaktadır. Gelişmiş

ülkelerde ise M3 para arzındaki artış, genellikle faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu durum, menkul kıymet getirilerini düşürerek, ilgili ülkenin portföy yatırımlarının azalmasına yol açabilir.

Model 2 sonuçlarına göre, özel sektör kredileri ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde genel olarak negatiftir. Ancak, bu ilişki gelişmekte olan ülkelerde yalnızca orta kantil düzeylerinin altında (ilk üç kantil düzeyinde) anlamlı bulunurken, gelişmiş ülkelerde en yüksek iki kantil düzeyi hariç diğer tüm kantil düzeylerinde anlamlı bir ilişki gözlemlenmiştir. Kredilerdeki artış, genellikle enflasyonist baskıları artırır. Enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, para biriminin değer kaybı riski yükselir ve bu durum yabancı yatırımcılar için ek bir risk oluşturur. Yüksek enflasyon, yatırım getirilerini olumsuz etkileyebilir ve sonuç olarak yabancı portföy yatırımlarını azaltabilir.

Model 2 sonuçlarına göre, piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan ülkelerde üst kantil düzeyleri hariç diğer kantil düzeylerinde (ilk 6 kantilde) negatif yöndedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde bu ilişki sadece üst kantil düzeylerinde pozitif yöndedir. Bu nedenle, finansal gelişme göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin yönü, ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre değişiklik göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde yüksek ekonomik ve politik istikrar ile finansal piyasalardaki görece düşük volatilité, yatırımcı güvenini artırarak piyasa kapitalizasyonundaki artışı yabancı portföy yatırımları için teşvik edici kılabilir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve politik belirsizlikler, finansal piyasalardaki görece yüksek volatilité nedeniyle piyasa kapitalizasyonundaki artış, yüksek risk algısı ile ilişkilendirildiği için portföy yatırımlarında azalmaya yol açabilir.

Model 2 sonuçlarına göre, borsa işlem hacmi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan ülkelerde yalnızca en yüksek kantil düzeyinde negatif yöndedir. Gelişmiş ülkelerde ise, bu ilişki en yüksek kantil düzeyinde pozitif, en düşük kantil düzeyinde ise negatif yöndedir. Bu sonuç, borsa işlem hacmi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin ülke gruplarına ve kantil düzeylerine bağlı olarak farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu farklılık, piyasa olgunluğu, risk algısı, ekonomik ve politik istikrar gibi faktörlerin etkisinden kaynaklanıyor olabilir.

Model 2 sonuçlarına göre, ticari açıklık ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan ülkelerde en düşük iki kantil düzeyinde negatif, en yüksek dört kantil düzeyinde ise pozitif yöndedir. Bu durum portföy yatırımlarının yüksek düzeyde olduğu gelişmekte olan ülkelerde artan ticari açıklığa finansal açıklığın da eşlik ediyor olma ihtimali ile açıklanabilir. Ülkeler arasındaki sermaye akışları üzerindeki engel ve sınırlamaların kaldırılması veya gevşetilmesi olarak tanımlanabilecek finansal açıklık, likiditeyi, fon transferi kolaylığını ve piyasa etkinliğini arttırarak daha fazla portföy yatırımının gelmesini sağlayabilir. Ayrıca, Gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklık ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin değişkenlik göstermesi, ekonomik belirsizlikler ve piyasa istikrarındaki farklılıklardan kaynaklanabilir. Gelişmiş ülkelerde ise ticari açıklık ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki tüm kantil düzeylerinde pozitif olarak bulunmuştur. Bu durum gelişmiş ülkelerde tüm kantillerdeki ticari açıklık ve finansal açıklık ile finansal piyasa gelişim düzeyinin gelişmekte olan ülkelere kıyasla belirli bir eşiğin üzerinde seyretmesi ile açıklanabilir.

Model 2 sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan ülkelerde en düşük kantil düzeyleri dışında diğer tüm kantil düzeylerinde negatif yöndedir. Gelişmiş ülkelerde ise, bu ilişki hem düşük hem de yüksek kantil düzeylerinde negatif olarak gözlemlenmiştir. Bu bulgular, ülkelerin gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak, ekonomik büyümenin yabancı portföy yatırımlarını azalttığını göstermektedir.

Araştırmanın kapsamı çerçevesinde elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, finansal gelişmenin yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin hem ülkelerin gelişmişlik düzeylerine hem de finansal gelişme göstergesi olarak incelenen değişkenlere bağlı olarak değişkenlik gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu nedenle, finansal gelişmenin yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerini tam anlamıyla değerlendirmek için ülkelerin ekonomik gelişim düzeylerini ve kullanılan finansal göstergelerin çeşitlerini dikkate almak gerekmektedir. Araştırmanın bulguları, Makoni (2016), Nasser ve Gomez (2009), Otchere vd. (2016, 2012), Satrovic ve Muslija (2018), Alsmadi ve Oudat (2019), Hajilee ve Nasser (2015), Adewale (2016), Campos ve Kinoshita (2003), ve Sunday (2018) gibi önceki çalışmalarla benzerlik göstermektedir.

Sonuçlar, finansal piyasa gelişiminin seçilen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye akışlarını çekmedeki önemli rolünü vurgulamıştır. İyi gelişmiş yerli finansal piyasalar, doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ve yabancı portföy yatırımları (FPI) ile birlikte, yerel olarak gelecekteki verimliliği artırmak için düşük maliyetle gerekli ek sermayenin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bu çalışmanın sonuçları, mevcut literatürle uyumlu olup, ülkelerin yabancı yatırımları çekebilmeleri için temel gereksinimlerden birinin finansal gelişmişlik seviyeleri olduğunu ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılarının finansal gelişmişlik ve finansal istikrar konularına verdikleri önemin sürdürülmesi ve artırılması gerektiği söylenebilir. Ayrıca, dış ticaret politikası yapıcıları, bu çalışmanın bulgularını göz önünde bulundurarak stratejilerini bu doğrultuda şekillendirebilir. Gelecekte yapılacak benzer çalışmalarda ise, finansal gelişmenin hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkileri daha derinlemesine incelenebilir. Bu tür araştırmalar, her iki yatırımın türlerini ayrı ayrı ele alarak, finansal gelişmenin farklı yatırım akışları üzerindeki belirleyici rolünü daha net bir şekilde ortaya koyabilir.

KAYNAKÇA

- Atan, M., Atan, S ve Özdemir, Z. A. (2008). Türkiye'deki bazı yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 47-67.
- Abzari, M., Zarei, F. & Esfahani, S. S. (2011). Analyzing the link between financial development and foreign direct investment among D-8 group of countries. *International Journal of Economics and Finance*, 3(6), 148-156.
- Adewale, A. R.(2016). The relationship between capital market development and inflow of foreign direct investment to Africa – a VECM-conditioned impulse. *College of Economic and Management Sciences*, 44(1), 452-469.
- Agarwal, R.N. (1997). Foreign portfolio investment in some developing countries: a study of determinants and macroeconomic impact. *Indian Economic Review*, 32(2), 217-229.
- Agbloyor, E. K., Abor, J. Y., Adjasi, C. K. D., and Yawson, A. (2014). Private capital flows and economic growth in Africa: The role of domestic financial markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 30, 137-152.
- Ağır, H. (2009). *Türkiye’de finansal liberalizasyon ve finansal gelişme ilişkisinin ekonometrik analizi* (Doktora Tezi). Adnan Menderes Üniversitesi SBE.
- Ahmad, F., Draz, M.U. & Yang, S.C. (2015). Determinants of foreign portfolio inflows: Analysis and implications for China. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), 66-77.
- Akbulut, V. (2019). *Finansal gelişmişliğin ve finansal istikrarın yabancı sermaye üzerindeki etkisi* (Yüksek Lisans Tezi). Batman Üniversitesi SBE.
- Aksoy, E. Emine (2014). *Uluslararası portföy yönetimi*. Detay Yayıncılık.
- Aktan, O. (2000). Bölgesel bütünleşmeler. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 29-37.
- Al Mihiyawi, S.N. (2019). Impact of foreign direct investment on economic growth in Jordan. *The Journal of Administration & Economics*, 42(119).
- Alfaro, L., Kalemli Ozcan, S., & Sayek, S. (2009). FDI, productivity, and financial development. *The World Economy*, 32(1), 111–135.
- Al-Samadi, O. Mohammad (2018). Determinants of foreign portfolio investment: The case of Jordan. *Investment Management and Financial Innovations*, 15, 328-336.
- Alsmadi, A. & Oudat, M. S. (2019). The effect of foreign direct investment on financial development: Empirical evidence from Bahrain. *Ekonomski Pregled*, 70(1), 22-40.
- Anyanwu, J. C. (2011). Determinants of foreign direct investment inflows to Africa, 1980-2007. *African Development Bank Group*, 136, 1-32.
- Apaydın, Ş., (2020). OECD ülkelerinde atık yönetimi ve ekonomik büyüme ilişkisi: Bir panel kantil regresyon yaklaşımı. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(1), 300-312.

- Araoye, F. E. (2021). Impact of capital market development on foreign portfolio investment in Nigeria. *UMYU Journal of Accounting and Finance Research*, 1(1), 70-88.
- Arestis, P. & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. *Economic Journal*, 107(442), 783-799.
- Asamoah, M.E., Alagidede, I. P. & Adu, F. (2021). Financial development, portfolio investments and the real economy in Africa. *Economic Systems*, 1-18.
- Aslan, A., Altınöz, B. ve Esmeray, M. (2019). Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(3), 649-659.
- Atobrah, R. (2015). *Determinants of Foreign Portfolio Investment: Evidence from Sub-Saharan Africa* (Yüksek Lisans Tezi). University of Ghana.
- Aziz, B., Anwar, Z. & Shawnawaz, S. (2015). Determinants of foreign portfolio investment (FPI): Empirical evidence from Pakistan. *Asian Journal of Educational Research&Technology*, 5(2), 161-169.
- Baur, D., Saisana, M., Niel, S. N., (2004). Modelling the effects of meteorological variables on ozone concentration a quantile regression approach. *Atmospheric Environment*, 38(28), 4689-4699.
- Bahri, E. N. A., Nor, A. H. S. & Nor, H.H.M (2018). The role of financial development on foreign direct investment in Asean-5 countries: Panel cointegration with cross-sectional dependency analysis. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 1-23.
- Barth, J.R. & Brumbaugh, R.D. (1997). Development and evaluation of national financial systems: An international perspective. *Latin American Studies Association*, 1-24.
- Batmaz, N. ve Tekeli, S. (2009). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)*. Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Bayar, Y. & Gavriltea, M. D. (2018). Foreign direct investment inflows and financial development in central and eastern european union countries: A panel cointegration and causality. *International Journal of Financial Studies*, 6(55), 1-13.
- Behr, A., (2010). Kantil regression for robust bank efficiency score estimation. *European Journal of Operational Research*, 200, 568-581.
- Berksoy, T., & Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri*. İstanbul Ticaret Odası.
- Binicioğulları, N. (2014). *Yeni küresel finansal mimarinin finansal sistem üzerine etkilerinin analizi: Türkiye örneği* (Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi SBE.
- Boboye, A.L., Oluwakemi, A. & Alamu, O.A. (2017). Impact of foreign private investment on the development of Nigerian capital market. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 1(2), 120-132.

- Bujang, M.A. & Baharum, N. (2016). Sample size guideline for correlation analysis. *World Journal of Social Science Research*, 3(1), 37-46.
- Campos, N. F & Kinoshita, Y.J. (2003). Why does FDI go where it goes?: New evidence from the transition economies. *IMF Working Paper*, WP/03/228.
- Chambers, N. (2008). Hedge fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1), 5-13.
- Chaudhry, I.S., Farooq, F. & Mushtaq, A. (2014). Factors affecting portfolio investment in Pakistan: Evidence from time series analysis. *Pakistan Economic and Social Review*, 52(2), 141-158.
- Chen, C.L., (2005). An introduction to quantile regression and the quantreg procedure. *SAS Institute Inc.*, Cary, NC, 213-230.
- Cho, J. W. (2003). Foreign direct investment: Determinants, trends in flows and promotion policies. *Investment Promotion and Enterprise Development Bulletin for Asia and the Pacific*.
- Chukwuemeka, E.P. Stella, E.C. Victor, M. & Onyemba, O.M. (2012). Modelling the long run determinants of FPI in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3(8), 194–205.
- Cuadro, L., Gallego, S., & Herrero, A. G. (2003). Why do countries develop more financially than others? The role of the central bank and banking supervision. *Monday Credito*, 216, 1-80.
- Çelik, İ. E. (2019). Finansal gelişmişlik seviyesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki rolü: Kırılgan beşli ülkeleri açısından bir değerlendirme. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 41(1), 65-82.
- Çetin, M. ve Seker, F. (2014). Ticari açıklık ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi: OECD ülkeleri üzerine dinamik panel veri analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 125-147.
- Desbordes, R., & Wei, S. J. (2014). The effects of financial development on foreign direct investment. *Policy Research Working Paper*, 7065.
- Desbordes, R., & Wei, S. J. (2017). The effects of financial development on foreign direct investment. *Journal of Development Economics*, 127, 153-168.
- De Santis, R. A., & Ehling, P. (2007). Do international portfolio investors follow firms' foreign investment decisions? *ECB Working Paper No. 815*. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1015266>
- Doğukanlı, H. (2020). *Uluslararası finans*. Karahan Kitabevi.
- Donaubauer, J., Neumayer, E. & Nunnenkamp, P. (2016). Financial market development in host and source countries and its effects on bilateral FDI. *Kiel Working Paper*, 209, 1-33.
- Dorrucci, E., Meyer-Cirkel, A., & Santabárbara, D. (2009). Domestic financial development in emerging economies: Evidence and implications. *ECB Occasional Paper*, 102.
- Durham, J. B. (2002). The effects of stock market development on growth and private investment in lower income countries. *Emerging Markets Review*, 3(3), 211-232.

- Dutta, N. & Roy, S. (2011). Foreign direct investment, financial development and political risks. *The Journal of Developing Areas*, 44(2), 303-327.
- Duvan, O.B. (2011). *Türkiye’de finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkisi: Sermaye birikimi ve verimlilik kanalları* (Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi SBE.
- Ekeocha, P. C. (2008). Modelling the long run determinants of foreign portfolio investment in an emerging market: Evidence from Nigeria. *International Conference on Applied Economics*, 289-296.
- Ekeocha, P.C., Ekeocha, C.S., Malaolu, V. & Oduh, M. O. (2012). Modelling the long run determinants of foreign portfolio investment in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3(8), 194-205.
- Encyclopedia of Public International Law, 8, 1985.
- Erdoğan, A. (2018). *Gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve Türkiye örneği*. Nobel Yayınları.
- Erim, N. ve Türk, A. (2005). Finansal gelişme ve iktisadi büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2), 21-45.
- Errunza, V. (2001). Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development. *Review of International Economics*, 9(4), 703-726.
- Esen, O. (1998). Finansal küreselleşme ortamında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım*, 9(30), 59-70.
- European Central Bank (2005). *Monthly Bulletin January 2005/01*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200501en.pdf> Erişim Tarihi: 15.04.2022
- Fauzel, S. (2016). Modeling the relationship between FDI and financial development in small island economies: A PVAR approach. *Theoretical Economics Letters*, 6, 367-375.
- Felek, Ş., Yayla, N. ve Çağlar, A. (2017). Türkiye’de AB doğrudan yatırımları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine ARDL yaklaşımı. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 20, 63-82.
- Garbaravicius, T. & Dierick, F. (2005). Hedge funds and their implicaitons for financial stability. *Occasional Paper Series*, 34, 1-76.
- Gertler, M. & Rose, A. (1994). Finance, public policy and growth. *Gerard Caprio Jr. vd.*, 13-48.
- Goldstein, I., Razin, A., & Tong, H. (2008). Liquidity, institutional quality and the composition of international equity outflows. (Working Paper No. 13723), *National Bureau of Economic Research*. doi:10.3386/w13723
- Grosfeld, I. (1994). Comparing financial systems, problems of information and control in economies in transition. *Center for Social&Economic Research*, 26, 1-26.
- Güler, H. (2018, Ekim 26-29). *Doğrudan yabancı yatırım-finance gelişme-ekonomik büyüme ilişkilerinin nedensellik analizi*. ICPESS Kongresi.
- Haider, M., Khan, M.A. ve Abdulahi, E. (2016). Determinants of FPI and it’s effects on China. *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), 143-150.

- Hajilee, M. & Nasser, O. M. (2015). The relationship between financial market development and foreign direct investment in Latin American Countries. *The Journal of Developing Areas*, 49(2), 227-245.
- Hasbi, D. T. (2022). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının ekonomik etkileri: Seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerine bir analiz* (Doktora Tezi). Aydın Adnan Menderes Üniversitesi SBE.
- <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October/select-country-group> E.T 12.04.2022
- Huang, Y. (2006). Private investment and financial development in a globalized world, *Discussion Paper 06/589*, Department of Economics, University of Bristol.
- Huang, Yongfu. (2011). *Determinants of financial development*. Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Igwemeka, O.E., Chijindı, E.H. & Chinyere, E.G. (2015). Foreign investment and its effect on the economic growth in Nigeria: A triangulation analysis. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 6(4), 1-7.
- International Monetary Fund (IMF), (2009). *Balance of payments and international investment position manual*. Sixth Edition. Washington D.C, USA.
- International Monetary Fund [IMF], (1993). *Balance of payments manual*. Washington D.C. USA.
- İnal, V. ve Beşel, F. (2018, Ekim, 26-29). *Doğrudan yabancı yatırım-finansal gelişme-ekonomik büyüme ilişkilerinin nedensellik analizi*. 5. International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS).
- İnsel, A., & Sungur, N. (2003). Sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri: Türkiye örneği: 1989- 1999. (No. 2003/8), *Discussion Paper*.
- Kar, M. ve Ağır, H. (2005). Finansal derinleşmenin göstergeleri üzerine bir değerlendirme. *Finans Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 496, 50-67.
- Kar, M. ve Tatlıöz, F. (2008). Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin ekonometrik analizi. *KMU İİBF Dergisi*, 14, 1-23.
- Karahan, Ö. Ve Bayır M. (2022). Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımları etkileyen finansal faktörler. *Van Yüzyüncü Yıl Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(14), 165-181.
- Karahan, G. (2019). Portföy yatırımları için finansal gelişme mi yoksa finansal istikrar mı? *AVRASYA Uluslararası Araştırmalar Dergisi*, 7(16), 399-413.
- Kaya, F. ve Doğan, İ. (2015). *Finansal piyasalar*. Beta Yayın.
- Khan, A. (2000). The finance and growth nexus. *Business Review*, 3-29.
- Khan, M. S. & Semmlali, A. S. (2000). Financial development and economic growth: An Overview. *IMF Working Paper*, 200-209.
- Kılınç, E. C. (2020). Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişme ve ticari açıklık ile olan ilişkisi: E7 ülkeleri örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(2), 45-54.

- Kinda, T. (2012). On the drivers of FDI and portfolio investment: A simultaneous equations approach. *International Economic Journal*, 26(1), 1-22.
- King, R. G. & Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Koenker, R., (2005). Quantile regression. *Econometric Society Monographs*, Cambridge University Press.
- Koenker, R., Hallock, K. F., (2001). Quantile regression: An introduction. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 143-156
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2020). *Sermaye piyasası temel konular*. Ekin Yayım.
- Kumara, G.D.K & Dayaratne, D.A.I (2015). Long-run determinants of equity foreign portfolio investment (EFPI) in Sri Lanka: A time series analysis with autoregressive distributive lag (ARDL) approach. *International Journal of Theory & Practice*, 6(2), 1-21.
- Kurtaran, A. (2010). Doğrudan yabancı yatırım kararları ve belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi SBE Dergisi*, 10(2), 367-382.
- Kutluer, S. (2021). *Economic growth, health and foreign direct investment: An empirical investigation for Turkey* (Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi SBE.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, R. & Renelt, D. (1992). A Sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 82, 942-63.
- Li, Duo. (2018). An Economic analysis of international capital flow. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(2):404-416.
- Lusinyan, L. (2002). International capital flows, economics growth and financial market efficiency. *Working paper ECO*, 20, 1-39.
- Lynch, D. (1996). Measuring financial sector development. *Journal of Monetary Economics*, 22, ss.3-42.
- Makoni, P. L. (2016). *The Role of financial market development in foreign direct investment and foreign portfolio investment in selected african economies* (PhD Thesis). University of Witwatersrand.
- Makoni, P.L.R., (2016). *The Role of financial market development in foreign direct investment and foreign portfolio investment in selected african economies* (PhD Thesis). University of Witwatersrand.
- Makoni, P.L. & Marozva, G. (2018). The Nexus between foreign portfolio investment and financial market development: Evidence from Mauritius. *Academy of Strategic Management Journal*, 17(5), 1-15.
- Masiha, R.Y., (2020). *Analysis of the performance of linear and quantile regression methods with r program* (PhD Thesis). Van Yüzüncü Yıl University.
- Meyer, K. E. & Estrin, S. (2001). Brownfield entry in emerging markets. *Journal of International Business Studies*, 575- 584.

- Mishkin, F. (2000). Financial policies and the prevention of financial policies in emerging market countries. *NBER Working Papers*.
- Mishkin, F.S. & Serletis, A. (2020). *The Economics of money, banking and financial markets* (7. Edition).
- Moosa, A. Imad (2002). *Foreign direct investment: Theory, evidence and practice*. Palgrave.
- Moreno, R. (2000). What explains capital flows? *FRBSF Economic Letter*, July. Erişim adresi: <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2000/07/what-explains-capital-flows/> 07.08.2024.
- Mucuk, M. (2011). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımları: Teori ve Türkiye uygulaması*. Çizgi Kitabevi.
- Mugableh, M.I. & Oudat, M.S. (2018). Modelling the determinants of foreign portfolio investments: a bounds testing and causality analysis for Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(4), 1-9.
- MSCI, (2024) <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>.
- Mwilima, N. (2003). Foreign direct investment in Africa. *Labour Resource and Research Institute*, 29-45.
- Nasser, O. A. & Gomez, X.G. (2009). Do well-functioning financial systems affect the FDI flows to Latin America? *International Research Journal of Finance and Economics*, 29, 59-75.
- Nwosa, P. I., Agbeluyi, A. M. & Saibu, O. M. (2011). Causal relationships between financial development, foreign direct investment and economic growth the case of Nigeria. *International Journal of Business Administration*, 2(4), 93-102.
- OECD (2008). *OECD benchmark definition of foreign direct investment*. Fourth Edition, 1-254.
- Oksay, (2000). Finansal piyasalarda yeni yasal düzenlemeler ihtiyacı ve türk finans sistemi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*, 75 (10), 9-10.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), (2001, Mayıs 18). *Yabancı portföy yatırımlarının tanımı* <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2092>
- Oruç, S. ve Turgut, A. (2014). Finansal derinleşme, ekonomik büyüme ve türk finans sistemi (1990-2010). *Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi*, Dr. Mehmet Yıldız Özel Sayısı, 109-118.
- Otchere, I., Soumare, I. & Yourougou, P. (2016). FDI and financial market development in Africa. *The World Economy*, 39(5), 651-678.
- Öçal, T. ve Çolak, F. (1999). *Finansal sistem ve bankalar*. Nobel Yayın.
- Özata, E. (2020). *Türkiye’de ve dünyada doğrudan yabancı yatırımlar*. Nisan Yayınları.
- Öztürk, N., Barışık, S. ve Darıcı, H. K (2010). Gelişmekte olan piyasalarda finansal derinleşme ve büyüme ilişkisi: Panel veri analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 95-119.

- Öztürk, M., (2024). *Demografik yapı ile enerji tüketimi arasındaki ilişki: Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ampirik analiz (Doktora Tezi)*. Sakarya Üniversitesi.
- Pal, Parthapratim (2006). Foreign portfolio investment, stock market and economic development: A Case study of India. *Draft Paper Submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World*, Sao Paulo, 18-20.
- Pal, P. (2010). Foreign portfolio investment, stock market and economic development: A Case study in India. *Capital Without Borders: Challenges to Development*, 121-146.
- Qamruzzaman, M. & We, J. (2019). Do financial inclusion, stock market development attract foreign capital flows in developing economy: A Panel data investigation. *Quantitative Finance and Economics*, 3(1), 88-108.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2012). *Causes of financial crises past and present: The role of the this time is different syndrome*. In *The Occupy Handbook*, New York: Little, Brown and Co. Available from <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/51258/>
- Rioja, F. & Valev, N. (2004). Finance and the sources of growth at various stages of economic development. *Western Economic Association International*, 42(1), 127-140.
- Rousseau, P. & Sylla, R. (2003). Financial systems, economic growth, and globalization. *Globalization in Historical Perspective*, 375-415.
- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye pazarları*. Alfa Yayınları.
- Satrovic, E. and Muslija, A. (2018). *Foreign direct investments and financial development: Empirical evidence from developed and developing countries*. 128-141.
- Saygın, O. (2017). *Finansal gelişme ve yenilenebilir enerji tüketimi ilişkisi: Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için bir inceleme (Doktora Tezi)*. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi SBE.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası iktisat*. Güzem Can Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (2016). *Uluslararası finans*. Güzem Can Yayınları.
- Sghaier, I.M., & Abida, Z. (2013). Foreign direct investment, financial development and economic growth: Empirical evidence from North African Countries. *Journal of International and Global Economic Studies*, 6(1), 1-13.
- Shah, M. H. (2016). Financial development and foreign direct investment: The Case of Middle East and North African (MENA) Developing Nations. *Journal of Management*, 1(2), 93-109.
- Shanab, A. Sameh (2017). The Effect of foreign portfolio investment (FPI) on capital market indices (evidence from Amman Stock Exchange). *International Review of Management And Business Research*, 6(4), 1469-1477.

- Soumare, I. & Tchana, F. (2015). Causality between FDI and financial market development: Evidence from emerging markets. *The World Bank Economic Review*, 29, 205-216.
- Soydal, H. (2006). Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının verimlilik analizi: Otomotiv sektörü üzerine bir uygulama. *Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi*, 16, 577-604.
- Sugözü, İ. H. ve Yaşar, S. (2020). Portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi: 23 OECD ülkesi için panel veri analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 23(1), 198-207.
- Sunday, A. (2018). Capital market development and foreign portfolio investment inflow in Nigeria (1985-2016). *Advances in Economics and Business* 6(5): 299-307.
- Şahin, S. (2018). Foreign direct investment, international trade and financial development in BRICS-T countries: A Bootstrap panel causality analysis. *Business and Economics Research Journal*, 9(2), 301-316.
- Şahin, S. & Ege, İ. (2015). Financial development and FDI in Greece and neighbouring countries: A Panel data analysis. *Procedia Economics and Finance*, 24, 583–88.
- Şıklar, İ., Çakmak, A. ve Yavuz, S. (2000). *Finansal piyasalar ve kurumlar*. Bilim Teknik Yayınevi.
- Tareghian, R. & Rasmussen, P. (2013). Statistical downscaling of precipitation using quatile regression. *Journal of Hydrology*, 487, 122-135.
- Tatar, H. (2022). *Uluslararası sermaye hareketlerinin finansal gelişme sürecine katkısı ve ülke borsaları üzerindeki etkisi: gelişmekte olan ülkeler örneği* (Doktora tezi). Gaziantep Üniversitesi SBE.
- Teker, S., Tuzla, H., & Pala, A. (2014). Foreign direct investments: Asian and european transition economies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(1), 71-82.
- Tekin, B. (2022). Yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkilerin analizi. *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(1), 29-44.
- Ticaret Bakanlığı (2021). *Yurtdışı Yatırım Raporu*.
- Tortian, A. Z. (2007). *International investment agreements and their impact on foreign direct investment: Evidence from four emerging central european countries*. Doctorat en Sciences Economiques, Universite Paris.
- Tuncer, S. (1985). *Türkiye’de sermaye piyasası (teori-uygulama)*. Okan Yayıncılık.
- Türk, M.M. (2021). *Türkiye’nin finansal yapısı ve mali baskınlığın finansal sisteme etkisi* (Doktora tezi). Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Eğitim Enstitüsü.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), (1999). *Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment (FDI) and foreign portfolio investment (FPI)*. United Nations Publication.
- Ustaoglu, E. (2020). *Yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi*. (Doktora Tezi). Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.

- Ustaoglu, E. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(3), 1715-1724.
- Valderrama, D. (2003). Financial development, productivity and economic growth. *FRBSF Economic Letter*, 2003(18), 1-3.
- Waqas, Yahya, Hasmi, H. Shujahat & Nazir, I. Muhammad (2015). Macroeconomic factors and foreign portfolio investment volatility: A Case of South Asian Countries. *Future Business Journal*, 1, 65-74.
- World Bank, (2024) <https://databank.worldbank.org/source/worlddevelopment-indicators>.
- Yalçın, K. (2008). *Uluslararası finansman*. Gazi Kitabevi.
- Yang, H., Xiong, Y. & Ze, Y. (2013). A Comparative study of determinants of international capital flows to Asia and Latin American emerging countries. *Procedia Computer Science*, 17, 1258-1265.
- Yetiz, F. (2008). Finansal sistemin yapısı, *finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisi, türk finans sistemi* (Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi SBE.
- Ying, Y.H.; Kim, Y. (2001). An Empirical analysis on capital flows: The Case of Korea and Mexico. *Southern Economic Journal*, 67 (4), 954-968.
- Yıldız Ertugay, T. (2004). *Hedge fonların işleyişi*. Yeterlik Etüdü, SPK.