

**T.C.  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
FİNANS ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI  
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**YABANCI YATIRIMCI ORANINDAKİ DEĞİŞİMLERİN BİST  
ENDEKSİ ÜZERİNE ETKİSİ**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Adil GÜZEL**

**İstanbul, 2023**

T.C.  
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ  
FİNANS ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI  
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YABANCI YATIRIMCI ORANINDAKİ DEĞİŞİMLERİN BİST  
ENDEKSİ ÜZERİNE ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

Adil GÜZEL

200023103

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Vahit Ferhan BENLİ

İstanbul, 2023

## ETİK BEYAN SAYFASI

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İstanbul Ticaret Üniversitesi Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamiyle uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesi'nin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

Adil GÜZEL

## ÖZET

Küreselleşme ve teknolojik gelişmelerle birlikte sermayelerin hareket kabiliyeti artmış ve zahmetsiz bir şekilde ülke dışında yer alan finansal piyasalara yatırımlar yapılabilmesi hız kazanmıştır. Ülke ekonomisine kazandırılacak yabancı sermaye ile cari açıkların giderilmesi, döviz pozisyonunda iyileştirici konuma gelinmesi, firmalara yeni yatırımlar için uygun finansman sağlaması ve nihayetinde yatırımlara yönelen kaynaklarla birlikte ülke ekonomisinin toplam çıktısında artışlar sağlaması olasıdır. Bu çalışmanın amacı Türkiye özelinde de giderek önem kazanmakta olan yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul (BİST)-100 getiri endeksiyle olan ilişkinin analiz edilmesidir. Bu doğrultuda, 2010 ve 2021 yıllarını kapsayan çeyreklik dönemler baz alınarak yabancı yatırımcı portföy büyüklükleri ve BİST-100 getiri endeksi arasındaki ilişki incelenmiştir. Yabancı portföy büyüklüklerinin ve sayılarının değerleri, merkezi kayıt kuruluşundan elde edilirken BİST-100 getiri endeksine dair veriler ise Merkez Bankasının resmi sitesinden alınmıştır. Korelasyon testiyle ön analizi yapılan veriler, Granger nedensellik testi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, pay senedi getirilerinin (BİST-100 getiri endeksi) yabancı yatırımcı portföy değerinin nedeni olduğuna dair tek yönlü nedensellik ilişkisine ulaşılarak BİST-100 endeksinden Yabancı portföy değerine doğru nedensellik yönü tespit edilmiştir. Dolayısıyla, bu araştırmada, Türkiye'deki hisse senedi piyasasının performansının yabancı yatırımcıların portföy değerlerinden bağımsız olarak hareket ettiği sonucuna varılmıştır. Türkiye'deki finansal piyasaların dinamikleri ve yapısal özellikleri göz önüne alındığında, yabancı yatırımcıların sektörel ve şirket düzeyindeki yatırımlarının etkisi, genel hisse senedi getirilerine göre farklılık gösterebilir. Bu nedenle, bu sonuçlar kesin olarak yabancı yatırımcıların etkisinin olmadığını göstermemekle birlikte, bu araştırma kapsamında tartışılacağı gibi, yabancı yatırımcıların etkisinin farklı boyutlarını ortaya çıkarabilir.

**Anahtar kelimeler:** *Yabancı Yatırımlar, Borsa İstanbul, Sermaye Piyasaları, Güven Endeksi, Granger Nedensellik*

## ABSTRACT

As a result of globalization and technological developments, the mobility of capitals has increased and to make investments effortlessly in financial markets outside the country has gained speed. With the foreign capital to be brought to the country's economy, it is possible to eliminate the current account deficits, improve the foreign exchange position, provide suitable financing to the companies for new investments, and ultimately increase the total output of the country's economy with the resources directed to investments. The aim of this study is to analyze the relationship between foreign portfolio investments, which are gaining importance in Turkey, and Borsa Istanbul (BİST)-100 return index. To this end, the relationship between foreign investor portfolio sizes and BİST-100 return index was examined on the basis of quarterly periods covering 2010 and 2021. While the values of foreign portfolio sizes and numbers were obtained from the central registry, the data on the BİST-100 return index were obtained from the Central Bank's official website. The data were analyzed with the Granger causality test method. As a result of the study, a one-way causality relationship has been found from the BİST-100 index to the foreign portfolio value. Therefore, based on this analysis, the stock returns (BİST-100 return index) are determined to be the cause of the foreign investor portfolio value. This research has concluded that the stock market's performance in Turkey acts independently from the portfolio values of foreign investors. Considering the dynamics and structural characteristics of the financial markets in Turkey, the impact of foreign investors' sectoral and company-level investments may differ according to the general stock returns. Hence, although these results do not definitively show that there is no effect of foreign investors, as it will be discussed in the scope of this research, they may reveal different dimensions of the effect of foreign investors.

**Keywords:** *Foreign Investments, Borsa Istanbul, Capital Markets; Confidence Index, Granger Causality*

## İÇİNDEKİLER

<b>Özet .....</b>	<b>ii</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>iii</b>
<b>Tablolar listesi .....</b>	<b>vi</b>
<b>Şekiller listesi.....</b>	<b>vii</b>
<b>Kısaltmalar .....</b>	<b>viii</b>
<b>1. TEORİK ÇERÇEVE.....</b>	<b>1</b>
1.1. Giriş.....	1
1.2. Çalışmanın Amaç ve Kapsamı .....	3
1.3. Literatür Taraması .....	5
1.3.1. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar .....	5
1.3.2 Dünya’da Yapılmış Çalışmalar .....	10
<b>2. FİNANSAL KÜRESELLEŞMENİN GELİŞİMİ VE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ.....</b>	<b>13</b>
2.1. Küreselleşme Süreci.....	16
2.2. Finansal Liberalizasyon Süreci .....	18
2.2.1. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Süreci.....	19
2.3. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması .....	24
2.3.1. Doğrudan Yatırımlar .....	26
2.3.1.1. Doğrudan Yatırımların Olumlu Yanları .....	29
2.3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Olumsuz Yanları.....	30
2.3.2. Dolaylı Yatırımlar .....	30
2.3.2.1. Dolaylı Yatırımların Avantajları.....	34
2.3.2.2. Dolaylı Yatırımların Dezavantajları .....	35
2.4. Portföy Teorileri ve Portföy Yönetimi .....	37
2.4.1. Geleneksel Portföy Teorisi .....	37
2.4.2. Modern Portföy Teorisi .....	38
2.4.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM).....	39
2.4.4. Portföy Yönetimi .....	42

2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	45
2.6. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar .....	47
2.6.1. Yatırımcısına Alacak Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar .....	48
2.6.1.1. Tahviller.....	48
2.6.1.2. Bonolar.....	49
2.6.1.3. Mevduat Sertifikaları.....	49
2.6.2. Yatırımcısına Ortaklık Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar .....	49
2.6.2.1. Paylar .....	50
2.6.2.2. Depo Sertifikaları.....	51
2.6.2.3. Yatırım Fonu.....	52
<b>3. BORSA İSTANBUL .....</b>	<b>54</b>
3.1. Borsa İstanbul'un Ortaklık Yapısı .....	55
3.2. Borsa İstanbul Üyelik Yapısı .....	56
3.3. Borsa İstanbul'da Yer Alan Piyasalar.....	57
3.3.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası.....	58
3.3.2. Borçlanma Araçları Piyasası .....	58
3.3.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası .....	59
3.3.4. Kıymetli Maden ve Kıymetli Taşlar Piyasası.....	60
<b>4. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BORSA İSTANBULA ETKİSİ... 61</b>	
4.1. Çalışmanın Adımları .....	61
4.2. Çalışmanın Veri Setleri .....	61
4.3. Veri Analiz Yöntemleri ve Hipotez .....	64
4.4. Çalışmanın Geçerlik ve Güvenirliği.....	66
<b>5. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE BORSA İSTANBUL ENDEKSİ</b>	
<b>ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ VE DEĞERLENDİRMESİ .....</b>	<b>67</b>
5.1 Korelasyon Analizi.....	67
5.2 Granger Nedensellik Analizi.....	69
<b>6. SONUÇ .....</b>	<b>76</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>81</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>95</b>

## TABLolar LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
<b>Tablo 1:</b> Borsa İstanbul Ortaklık Yapısı .....	55
<b>Tablo 2:</b> Borsa İstanbul Üyeleri .....	57
<b>Tablo 3:</b> Yabancı Portföy Büyüklüğü ile BİST 100 Getiri endeksine ait İstatistiki Veriler .....	69
<b>Tablo 4:</b> Birim Kök Testine Yönelik Sonuçlar .....	72
<b>Tablo 5:</b> Yabancı Yatırımcı Portföy Değeri Birincil Fark ve BİST-100 Getiri Endeksi Birincil Fark Gecikme Uzunluğu.....	73
<b>Tablo 6:</b> Granger Nedensellik Analizi Çıktıları.....	74

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<b>Sayfa No.</b>
Şekil 1:Türkiye'deki Finansal Serbestleşme Süreci .....	24
Şekil 2. Uluslararası Sermaye Akımları .....	26
Şekil 3. Dünya'da Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişimi .....	28
Şekil 4. Uluslararası Çeşitlendirme .....	33
Şekil 5. Dünya'da Net Portföy Özsermaye Girişi .....	34
Şekil 6. Sermaye Varlık Fiyatlama Doğrusu .....	40
Şekil 7. Portföy Yönetiminde Karar Alma ve Uygulama Süreçleri .....	44
Şekil 8. Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk .....	46
Şekil 9. Depo Sertifika Süreci .....	51
Şekil 10. BİST 100 getiri endeksi grafiği .....	62
Şekil 11. Yabancı Portföy Değeri/Toplam Portföy Değeri.....	63
Şekil 12. Yabancı Yatırımcı Sayısı ve Oranları .....	63
Şekil 13. Yabancı Portföy Değerinin Trendi 2010-2021 .....	70
Şekil 14. BİST- 100 Getiri Endeksi Trendi 2010-2021 .....	70
Şekil 15. Durağan Hale Getirilmiş Yabancı Portföy Değeri .....	71
Şekil 16. Durağan Hale Getirilmiş BİST-100 Endeksi.....	71

## KISALTMALAR

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- ADF** : Augmented Dickey Fuller
- BDDK** : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
- CAPM** : Capital Asset Pricing Model ( Finansal Varlık Fiyatlama Modeli)
- CDS** : Kredi Temerrüt Swap
- DYY** : Doğrudan Yabancı Yatırım
- ECB** : European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
- EVDS** : Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
- FED** : Federal Reserve (ABD Merkez Bankası)
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- MKK** : Merkezi Kayıt Kuruluşu
- SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu
- SPL** : Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurumu
- SVFD** : Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
- OECD** : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
- TCMB** : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- UNCTAD** : United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)
- VAR** : Vektör Otoregresyon
- VIOP** : Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

# 1. TEORİK ÇERÇEVE

## 1.1. Giriş

Adam Smith (1776) tarafından dile getirilen ticaretin ve emeğin serbest dolaşımı fikriyle ülkeler arası entegrasyonun artması ve sınırlarını aşan ekonomik bir toplumun oluşacağı fikri ekonomik küreselleşmenin kıvılcımını oluşturmuştur. Ulusların Zenginliği eserinde, mutlak üstünlükler teorisini oluşturarak uluslararası ticaretin kazanımlarını belirten Smith'e, aynı klasik iktisat ekolünden gelen Ricardo (1817) da katılmış ve karşılaştırmalı üstünlükler teorisi ile üretiminde uzmanlaşılacak hizmet ve mal ile ticarete sınırların ötesine gitmenin kazanımlarını ortaya koymuştur. Ekonomik küreselleşme günümüzde; dünya reel ve finansal piyasaları faaliyetlerinin iç içe geçmesi; mal, hizmet, sermaye ve bilginin serbest dolaşımı ile dünya ekonomilerinin birbiri ile bütünleşip tek bir pazar halini aldığı piyasa olarak ifade edilebilir.

İkinci Dünya savaşı sonrası kurulan Bretton Woods sistemi ile birlikte savaş sonrası ticareti canlandırmak, uluslararası finansal sistemi işler kılmak için ABD doları rezerv para birimi olarak kabul edilmiş ve ABD doları da altına sabitlemiştir. 1971 yılında altın-dolar standardı ve sermaye kontrolüne dayanan bu sistem ABD'nin altına çevrilebilirlik dayanağını sonlandırması ile çökmüştür. Sistemin çökmesiyle beraber küresel finansal sistem serbestleşmiş ve sermayenin hareket kabiliyeti hız kazanmıştır.

Türkiye ise finansal serbestleşme sürecine 1980 yılında 24 Ocak kararları ile adım atmıştır. Bu kararlarla birlikte ithal ikameci ekonomi politikaları terk edilerek ihracata dayanan sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. Ekonominin serbest piyasa ekonomisi koşullarına göre işlemlerini temin etmek ve dünya ekonomisi ile entegre olacak yapısal dönüşüm için reformlar yapılmıştır. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu, 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymet Borsası kurularak finansal piyasaların derinleşmesi ve döviz kazandırıcı yabancı yatırımların ülkeye çekilmesi amaçlanmıştır.

Küresel finansal piyasaların giderek daha fazla entegrasyonu ve sermaye hareketlerinin hızlanmasının tasarruf açığı ülkeler için özellikle yabancı yatırımcıların ülke finansal sistemlerine yatırım yapmasını sağlamak son derece önemli bir konu haline gelmiştir. Sermaye piyasalarına yabancıların yatırım yapmaları teşvik edilerek sığ olan piyasanın derinleşmesi, döviz kazandırıcı işlemler sebebiyle cari açığa katkıda bulunulması, firmalara finansman sağlaması ve yeni yatırım alanlarının keşfedilmesi yabancı portföy yatırımlarının olumlu fonksiyonlarını oluşturmaktadır.

Yabancı portföy yatırımcıları, yatırım kararları verirken ülke kredi risk notu, CDS primleri, Merkez bankası döviz rezervi, borsa istikrarı, döviz kuru, makro ekonomik değişkenlerden etkilenmektedir. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası (ECB), Amerikan Merkez Bankası (FED) para politikası kararları da ülkeye yönelecek yatırımın büyüklüğünü ve yönünü belirlemede rol oynamaktadır.

Bu çalışmada resmi kuruluş ve resmi sitelerden Borsa İstanbul'da yer alan yabancı yatırımcı portföy büyüklükleri, yabancı yatırımcı sayıları gibi veriler elde edilerek, Yabancı yatırımcı portföy büyüklüklerinin Bist-100 Getiri endeksi üzerine etkisi ele alınmaktadır.

Bu çalışmanın birinci kısmı olan teorik çerçeve ve giriş bölümünde, araştırmanın amacı, önemi ve yöntemsel çerçevesi hipotezlerle birlikte sunulurken Dünya'da ve Türkiye'de borsa ve pay piyasası üzerine yapılmış araştırmalar incelenecektir.

Çalışmanın ikinci kısmı olan finansal küreselleşmenin gelişimi Dünya'da ve Türkiye'de küreselleşme adımlarına değinilecektir. Ayrıca yabancı sermaye hareketlerinin sınıflandırma kriterleri incelenerek portföy teorileri ve risk getiri düzleminde portföy yönetimlerine ilişkin modeller, portföy yatırım kararlarında etkili olan faktörler ve portföy yatırımlarında kullanılan finansal araçlar analiz edilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Borsa İstanbul incelenerek borsanın tarihçesi, üyelik ve ortaklık yapısı, Borsa İstanbul'da yer alan piyasalar ve yatırım enstrümanlarına değinilecektir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde veri setleri okuyucuya tanıtılacak olup verilerin analiz edilmesinde kullanılmış olan istatistiksel korelasyon modeli, Augmented Dickey

Fuller testi, gecikme uzunluğu belirleme yöntemi ve Granger Nedensellik analizi gibi kullanılan ekonometrik modeller tartışılacak ve hipotezin ne şekilde test edildiğine dair okuyucunun bilgilendirilmesine olanak sunulacaktır. Ayrıca bu kısımda kullanılan yöntemsel süreç çalışmanın geçerliliği ve güvenilirliği açısından da tartışılacaktır.

Çalışmanın beşinci bölümünde ekonometrik modelleme sonucunda elde edilen bulgular okuyucu ile paylaşılarak, hipotezlerimiz ile bulgular arasındaki ilişkiler incelenecek, çıktılar ile örtüşen ve örtüşmeyen hipotezler ayrıntılı olarak ele alınacak ve değerlendirilerek okuyucuya sunulacaktır. Çalışmanın son bölümü olan altıncı bölümde sonuçlar değerlendirilecek, literatürde yer alan benzer çalışmalar ile kıyaslamalar yapılacak ve araştırmanın geliştirilmesi için önerilere yer verilecektir.

## **1.2 Çalışmanın Amaç ve Kapsamı**

Bu çalışma, küresel ekonomi ve finansal piyasaların entegrasyonu ile sermaye hareketliliğinin hız kazanması bağlamında, Türkiye'nin finansal piyasalarındaki yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul (BİST)-100 getiri endeksi üzerindeki etkisini ve bu etkinin yönünü analiz etmeyi hedeflemektedir. Teknolojik gelişmelerle birlikte yatırım ürünlerinin çeşitlendiği ve yatırım faaliyetlerinin kolaylaştığı bir dönemde bu ilişkinin anlaşılması makroekonomik politika kararları, finansal aracı ve yatırımcılar için önemlidir. Yabancı sermaye cari açıkların giderilmesi, yeni yatırımlar için finansman ihtiyacı sağlaması, sermaye piyasalarının derinleşmesi anlamında bir dizi olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Nitekim, Çevik ve Çankaya (2020) yabancı portföy yatırımları ile birlikte döviz açıklarının kapatılacağı, yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanı için kaynak oluşturacağı bu durumun katalizör görevi görerek ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunacağını belirtmişlerdir.

Bu kapsamda bu çalışma, Türkiye'deki finansal piyasaların ve makroekonomik yapıların dinamiklerini, özellikle Borsa İstanbul (BİST)-100 getiri endeksi ve yabancı portföy yatırımlarının etkileşimini daha geniş bir bağlamda anlamayı hedeflemektedir. Bu, küreselleşen finansal piyasalar düzeninde, özellikle global sermaye akışlarının yorumlanmasını ve anlaşılmasını sağlayarak, finans ve ekonomi literatürüne önemli bir katkı sağlayacaktır. Yabancı portföy yatırımlarını etkileyebilecek birçok makro-

ekonomik değişken bulunmaktadır ve her bir değişken yatırım kararlarına farklı düzeylerde etki edebilmektedir. Örneğin, Koy ve Karaca (2018) yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin; faiz oranı, iktisadi büyüme, döviz kuru gibi ülkeye özgü makroekonomik değişkenler olmakla birlikte, Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi uluslararası finans kuruluşlarının para politikası kararları gibi küresel ekonomiye etki edecek çok sayıdaki faktöründe, gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy yatırımlarının yön ve miktarını tayin ettiğini dile getirmişlerdir.

Neticede bu araştırma ile yabancı yatırımların Türkiye ekonomisi ve özellikle BİST-100 üzerindeki etkisi konusunda derinlemesine bir bilgi sağlaması, ülkemizdeki finansal piyasaların daha iyi anlaşılmasına ve yönetilmesine yardımcı olabilir. Bu araştırma, finansal piyasalar ve makroekonomik analiz alanında bilimsel literatüre katkı sağlamayı amaçlarken aynı zamanda yatırımcıların ve finansal aracılardan yabancı sermaye hareketliliğinin ve yerel borsa endekslerinin etkileşimlerini daha iyi anlamalarını sağlayarak, daha bilinçli yatırım ve risk yönetimi stratejileri geliştirmelerine yardımcı olmayı amaçlamaktadır. Mevcut literatürde de tartışıldığı gibi, rasyonel bir yatırımcı, aynı risk oranında daha yüksek getiriyi ya da aynı getiri düzeyinde riski az olan finansal enstrümanlara yatırım yapmayı tercih etmektedir (Markowitz, 1952). Örneğin, Markowitz (1952), Modern Portföy Teorisinde; yatırımcının portföydeki varlıkların getirisi normal dağılıyor ise yatırımcının hedefi minimum risk alarak portföyün beklenen getirisini maksimum yapmaktır tezini öne sürmektedir. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırımlarının ve BİST-100 getiri endeksinin birbirleriyle nasıl ilişkilendiğini anlamak, yatırımcıların risklerini daha iyi yönetmelerine ve daha bilinçli yatırım kararları almalarına yardımcı olabilir. Bu nedenle, bu çalışma hem akademik hem de pratik bir öneme sahiptir.

Bu amaçlar ışığında, bu çalışma yabancı portföy değerlerindeki değişiklikler ile BİST Pay Piyasası arasındaki korelasyon bağı ve bu korelasyona Granger nedensellik yöntemi uygulayarak aradaki ilişkinin yönünü bulmayı hedeflemektedir. Pay piyasasında baz alınan BİST-100 endeksidir. BİST-100 endeksinin BİST-30 ve BİST-50 endeksleri içerisinde yer alan şirket paylarını kapsamaması, Borsa İstanbul pay piyasasında ana endeks olarak BİST-100 endeksinin temel gösterge olarak alınması, mevcut çalışmada temel olarak yer almasının ana etkeni olmuştur. 2010-2021 dönemleri arasında çeyreklik bazda

yabancı portföy değerleri ile aynı dönem içerisinde BİST-100 pay piyasası kapanış değerleri arasındaki ilişki bu kapsamda incelenecektir. Çalışmada öncelikle veriler arasında anlamlı bir korelasyon bağı olup olmadığı korelasyon analizi ile test edilecektir. Veriler arasında ilişkinin bulunması durumunda İlgili ilişkinin yönü Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger Nedensellik test metodu kullanılarak araştırılacak olup elde edilen bulguları anlamlandırmak için birim kök testi, durağanlık analizi, eş bütünleşme analizi gibi ekonometrik yöntemler kullanılacaktır.

Bu çalışmada 2010-2021 tarih aralığındaki yabancı portföy yatırımlarının portföy büyüklük oranları ile BİST-100 endeks getirileri arasındaki ilişki incelenecektir. Çalışma dönemi olarak 3'er aylık zaman dilimleri baz alınacaktır. Çalışmada BİST-100 fiyat endeksi yerine getiri endeksi kullanılmıştır. Bunun nedeni getiri endeksinin fiyat endeksinden farklı olarak temettü ödemelerini de dikkate alması, hisse senedindeki fiyatların ortalama değişiklikleri ile temettü getirisini de endekse yansıtabilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda kurulan sıfır hipotezler aşağıdaki gibidir:

Hipotez 0= Borsa İstanbul-100 Getiri Endeksi, Yabancı Portföy Büyüklüğünün nedenidir.

Hipotez 1= Yabancı Portföy Büyüklüğü, Borsa İstanbul-100 Getiri Endeksinin nedenidir.

Özetlemek gerekirse, bu çalışma özelinde kurulan yukarıdaki hipotez yabancı portföy yatırımları ve BİST 100 getiri endeksi arasındaki ilişkiyi ve muhtemel ilişkinin yönünü tespit etmeyi amaçlamaktadır.

### **1.3. Literatür Taraması**

#### **1.3.1. Türkiye'de Yapılmış Çalışmalar**

Finansal piyasaların giderek daha entegre hale geldiği ve uluslararası yatırımcıların özellikle gelişmekte olan ekonomilerde önemli bir rol oynadığı bir dönemde Borsa İstanbul'daki yabancı portföy yatırımları ve bu yatırımların pay piyasası getiri endeksi (BİST-100) üzerindeki etkilerini inceleyen mevcut çalışmamız literatüre katkı sağlayacaktır. Bu bağlamda, bu çalışma kapsamında literatür taraması gerçekleştirilirken,

küresel finansal piyasalardaki değişimlerin ve yabancı yatırımcıların Türkiye'nin pay piyasası getirileri üzerindeki etkilerini daha iyi anlamaya yönelik öncü çalışmalar irdelenmiştir. Ülkemizde yer alan çalışmalara aşağıdaki örnekleri verebiliriz.

Akar (2008) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üzerinde çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışmasında, 1997-2005 yılları arasında İMKB endeks fiyatları ile net yabancı işlem hacmi arasında nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Toda Yamamoto modeli ile verilerini analiz eden Akar, elde ettiği sonuçlar ile iki yönlü nedensellik bulgularına ulaşmıştır. Çalışmasında endeks fiyatlarında net yabancı işlem hacmine doğru istatistiksel olarak daha güçlü bir nedenselliğin olduğunu ileri sürmüştür.

Arslan ve Kanat (2011), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki yabancı kurumsal yatırımcıların rolü ve etkisi üzerine araştırmalar yapmışlardır. Model olarak panel veri analizinin kullanıldığı çalışmalarda, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin borsa endeksleri üzerinde anlamlı etkileri olduğuna yönelik hipotezleri ileri sürmüşlerdir.

Aydoğan ve Gürsoy (2000) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki oynaklık ve para otoritelerinin bu oynaklığa verdiği tepki arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışmalarında model olarak ARCH ve GARCH kullanılmıştır. Çalışmanın sonunda; yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin piyasa oynaklığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğuna yönelik bulgular elde etmişlerdir.

Atik (2020), Borsa İstanbul (BİST)-100 endeksi ile yabancı yatırımcı oranı arasındaki değişkenliği günlük bazlı ele alan bir çalışma gerçekleştirmiştir. Yaptığı çalışmada değişkenlerin birbiri üzerindeki etkileri incelemiştir. Çalışmanın yönteminde Vektör Otoregresif Model (VAR) analiz yöntemi kullanılmış, araştırmada, Toda Yamamoto nedensellik testleri kullanılarak, BİST-100 endeksi ve yabancı yatırımcı oranı arasındaki nedensellik ilişkisi ortaya çıkarılmıştır. Atik'in bulgularına göre, genellikle kabul gören görüşün aksine, BİST-100 endeksi üzerindeki değişikliklerin yabancı yatırımcı oranındaki değişikliklerden kaynaklanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Cifter (2013) Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki hisse senedi piyasası likiditesi üzerindeki etkisine yönelik incelemeler gerçekleştirmiştir. Model olarak Granger nedensellik testi ve eşbütünleşme analizi kullanılmıştır. Yapılan çalışmaların sonucunda,

yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin, Borsa İstanbul pay piyasası likiditesine anlamlı etkileri olduğu sonucu elde etmiştir.

Coşkun ve Seven (2016) çalışmalarında, Finansal gelişmenin gelir adaletsizliği ve yoksulluk üzerindeki etkisi incelenerek yabancı yatırımcıların bu süreçteki oynadığı rol ele alınmıştır. Dinamik panel veri analizi yöntemi kullanılarak, finansal gelişmenin gelir adaletsizliğini azalttığı, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin ise ekonomik büyümeye katkısı olduğuna yönelik bulgular elde etmişlerdir.

Doğukanlı ve Çetenak (2008) yaptıkları çalışmada yabancı portföy yatırımlarının, hisse senedi getirisi üzerine etkisini incelenmiştir. Yöntem olarak Var modeli ile ekonometrik Testler gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarında, hisse senedi getirisi ile yabancı portföy yatırımları arasında bir nedensellik ilişkisinin bulunduğunu, İMKB’de yatırım yapan yabancı yatırımcıların fiyat değişikliklerini dikkate alarak alım ya da satım kararları aldığına yönelik bulgular elde edilmiştir.

Durmuşkaya ve Mayıl (2014), yabancı yatırımcıların türev piyasalar üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmalarında model olarak Granger nedensellik testleri ve Toda-Yamamoto yaklaşımları ile veri analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda İMKB’de işlem yapan yabancıların payları ile VOB Endeks 30 Sözleşmesi getiri oranları arasında iki yönlü bir nedensellik ilişki bulgusunu tespit etmiştir.

Eğricanlı ve Gömleksiz (2016) Yabancı yatırımcıların işlem aktivitelerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üzerindeki etkisine yönelik incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmalarına genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans (GARCH) yöntemi kullanmıştır. Yapılan çalışmaların sonucunda, yabancı yatırımcıların işlem hareketliliğinin, hisse senedi piyasası volatilesi üzerinde anlamlı etkileri olduğu bulunmuştur.

Korap (2010), yılında gerçekleştirdiği bir araştırma, Türkiye'deki portföy yatırımları üzerinde itici ve çekici faktörlerin etkisini analiz etmiştir. Bu analiz için 1992-2009 yılları arasındaki döneme ait 209 aylık bir veri seti kullanılmıştır Metodolojik yaklaşım olarak, Korap, değişkenler arasındaki dinamik ilişkileri belirlemek ve birbirine karşı tepkilerini analiz etmek için yapısal Vektör Otoregresif Model (VAR) metodunu seçmiştir. Korap'ın bulguları, itici faktörlerin portföy yatırımlarının belirlenmesinde

önemli rol oynadığını, çekici faktörlerden ise yurtiçi reel faiz oranlarının negatif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Korkmaz ve Çevik (2007) çalışmalarında, makroekonomik faktörler ile İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)-100 endeksi arasındaki ilişkiyi ele alarak yabancı yatırımcıların bu süreçteki rollerine ilişkin incelemelerde bulunmuşlardır. Yöntem olarak eş bütünleşme analizinin kullanıldığı çalışmada, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin, makroekonomik faktörler ve borsa endeksi arasındaki ilişkide önemli bir etken olduğuna yönelik bulgular elde etmişlerdir.

İskenderoğlu ve Karadeniz (2011) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 100 endeksi getirisi ile yabancı yatırımcıların portföy piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu analiz, 5 Ocak 2009 ile 31 Mayıs 2011 tarihleri arasındaki süreci kapsayan günlük veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizde İMKB 100 endeksi getirisi ve yabancı yatırımcıların portföy piyasa değeri arasında tek yönlü bir etkileşim olduğu tespit edilmiştir. İMKB 100 endeksi getirisinin, yabancı yatırımcıların portföy piyasa değerlerinde değişikliklere sebep olduğu, bununla birlikte, yabancı yatırımcıların portföy değeri, İMKB 100 endeksi getirisinde herhangi bir değişikliğe yol açmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Okuyan ve Erbaykal (2011) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (İMKB) yabancı yatırımcıların etkisini "tabanın genişlemesi" hipotezine dayanarak ele almıştır. Bu hipotez, yabancı yatırımcıların piyasaya girişi ve genişlemesiyle piyasa derinliğinin ve likiditenin artacağını ve bu durumun da hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkileyeceği hipotezine dayanak oluşturmuştur. Çalışmada, 1997-2009 dönemine ait aylık veri setini kullanarak Sınır Testi ve Ototegresif Dağılım Gecikme (ARDL) modelleme tekniklerini uygulamıştır. Çalışmanın sonunda, yabancı yatırımcıların işlem hacmi ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemli bir pozitif ilişki olduğu elde edilmiştir. Bununla birlikte, kısa dönemde yabancı yatırımcıların işlem hacmi ile hisse senedi getirileri arasında belirgin bir ilişki bulunamamıştır. Bu da yabancı yatırımcıların etkisinin, daha uzun zaman dilimleri üzerinde değerlendirildiğinde daha belirgin hale geldiği sonucunu vermiştir.

Onay ve Ünlü (2012) çalışmalarında Türkiye'deki yabancı portföy akımlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi üzerine araştırmalar gerçekleştirmiştir. Yöntem

olarak Dinamik panel veri analizi kullanmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda yabancı portföy akımlarının, hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı etkileri olduğuna yönelik tespitler gerçekleştirmişlerdir.

Özlen ve Ergun (2012) çalışmalarında yabancı portföy yatırımlarının İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) üzerindeki etkisi ve nedensellik bağına yönelik incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmada, Granger nedensellik testi ve eş bütünleşme analizi yöntemini kullanmışlardır. Yapılan çalışmanın sonucunda; yabancı portföy yatırımlarının, İMKB üzerinde anlamlı etkileri olduğu ve değişkenler arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir.

Şenol ve Koç (2018), yabancı portföy yatırımlarının BİST, faiz oranı ve döviz kuruna etkisine yönelik incelemelerde bulunmuştur. Çalışmalarında Granger nedensellik testi ve var modelini uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda döviz kurunun yabancı portföy yatırımlarının nedeni olduğu, yabancı portföy yatırımlarının döviz kuru, borsa ve faiz oranı tarafından açıklandığı sonucuna ulaşmışlardır.

Şit ve Telek (2020), çalışması, Türkiye'ye yönelik yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul 100 (BİST-100) Endeksi üzerindeki potansiyel etkisini araştırmıştır. Bu inceleme, 2005'in dördüncü çeyreğinden 2019'un dördüncü çeyreğine kadar olan 57 çeyrek dönemlik veri seti üzerinde gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın analitik çerçevesi, Hatemi-J eş bütünleşme testini ve Hacker ve Hatemi-J Bootstrap Toda-Yamamoto Nedensellik testini içermiştir. Çalışmanın sonuçları, yabancı portföy yatırımları ve BİST-100 endeksi arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi (eş bütünleşme) olduğunu ve her iki değişken arasında çift yönlü nedensellik olduğunu göstermiştir. BİST-100 endeksi ve yabancı portföy yatırımları arasında karşılıklı etkileşim olduğunu ve birinin diğerini etkileyebileceğine yönelik bulgulara ulaşılmıştır.

Ünver ve Kuloğlu (2016) çalışmasında, Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarının finansal piyasalar üzerindeki etkilerine yönelik incelemelerde bulunmuştur. Çalışmada VAR (Vektör Otoregresyon) modeli ve Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'deki finansal piyasalar üzerinde anlamlı etkileri olduğu ve finansal piyasaların yabancı portföy yatırımlarından etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca, yabancı portföy yatırımlarının, hisse senedi ve tahvil piyasalarında farklı etkiler gösterdiğine yönelik bulgular elde edilmiştir.

Yılmaz (2014) Yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'deki hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerine yönelik çalışmalar gerçekleştirmiştir. Model olarak granger nedensellik testi ve eş bütünleşme analizini kullanmıştır. Çalışmalarının sonucunda, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin, BİST pay piyasası getiri endekslerine anlamlı etkileri olduğuna yönelik sonuçlar elde etmiştir.

### 1.3.2 Dünya’da Yapılmış Çalışmalar

Yabancı portföy yatırımlarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi, birçok çalışmaya konu olmuş araştırma alanı olarak karşımıza çıkmaktadır. Küreselleşme ve finansal entegrasyonun artmasıyla birlikte yatırımcılar, farklı ülke piyasalarına sermaye akışı sağlayarak uluslararası portföy çeşitlendirmesi gerçekleştirmektedir. Uluslararası finansman enstrümanlara yatırımların artması, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların dinamiklerini etkilemektedir. Yabancı yatırımcıların ülke finansal piyasalarına katılımı; piyasa likiditesi, oynaklık ve getiriler üzerinde önemli bir rol oynayarak, ulusal ekonomilere faydalar sağlayabilmekte veya finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımlarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi dinamik bir konu olarak varlığını korumaktadır. Bu kapsamda uluslararası alanda bu alanda öncü olmuş çalışmalara yönelik incelemelere yer verilmiştir.

Albuquerque, Loayza ve Servén (2005) çalışmalarında Yabancı doğrudan yatırımların dünya hisse senedi piyasalarının bütünleşmesi üzerindeki etkisi incelemiştir. Veri olarak Dünya genelindeki hisse senedi piyasaları kullanmış ve regresyon modeli ile analiz yapılmıştır. Sonuç itibarıyla Yabancı yatırımcıların, dünya hisse senedi piyasalarının bütünleşmesinde önemli bir rol oynadığına yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Bekaert ve Harvey (2000) çalışmalarında Yabancı yatırımcıların piyasaya katılımının, gelişmekte olan ülke piyasalarında likidite ve risk primi üzerinde etkisi olduğuna yönelik incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmalarında Model olarak Genel Denge Modeli ve GARCH kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı yatırımcıların

gelişmekte olan piyasalarda işlem yapma eğilimlerinin piyasa likiditesini artırdığı ve risk primini düşürdüğü bulunmuştur.

Bohn ve Tesar (1996) ABD yatırımcılarının yurtdışındaki hisse senedi yatırımlarının, portföy yeniden dengelenmesi veya getiri kovalama amacıyla yapıldığına yönelik çalışmalar yürütmüşlerdir. Çalışmanın verisi olarak ABD dışındaki piyasalara yönelik portföy akımlarını kullanmışlar ve regresyon yöntemi ile analiz gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucunda ABD yatırımcılarının yurtdışındaki hisse senedi yatırımlarının, yerel piyasalardaki getiri ve risk faktörlerine yanıt olarak gerçekleştiği bulgularına erişmişlerdir.

Clark ve Berko (1997) çalışmalarında, Meksika hisse senedi piyasalarına odaklanmıştır. İncelemeleri, aylık veri setlerinin analizine dayanmaktadır ve çeşitli testler aracılığıyla yabancı yatırımcıların piyasa payları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi değerlendirmiştir. Elde edilen bulgular, yabancı yatırımcıların piyasa paylarındaki artışın hisse senedi getirilerinde de pozitif bir etki yarattığına işaret etmektedir. Bu sonuçlar, yabancı yatırımcıların piyasa dinamikleri üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu ve bu etkinin genellikle hisse senedi getirilerini olumlu yönde etkilediğini göstermiştir.

Choe, Chan ve Stulz (1999) çalışmalarında Yabancı yatırımcıların piyasada işlem yapma eğilimlerinin, hisse senedi piyasasının oynaklığı üzerinde etkisi olduğu hipotezini test etmişlerdir. Çalışmanın verisi ve yöntemi olarak Kore'deki hisse senedi verileri kullanılmış ve panel veri ve regresyon analizi uygulamışlardır. Yabancı yatırımcıların işlem hacmindeki değişikliklerin piyasa oynaklığı ile ilişkili olduğu ve yabancı yatırımcıların 1997'deki Kore krizi sırasında hisse senedi piyasasını istikrarsızlaştırdığına yönelik bulgular elde etmişlerdir.

Dvorak (2005) çalışmasında yerel ve yabancı yatırımcıların işlem başarısı ve piyasadaki avantajları arasındaki farkları incelemiştir. Çalışmasında veri ve yöntem olarak Kore'deki hisse senedi verilerini kullanmış ve regresyon analizini uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda Koreli yatırımcıların, yabancı yatırımcılara göre piyasada avantajları olduğu ve daha fazla bilgiye sahip olduklarının bu durumu tetiklediğini savunmuştur.

Froot, O'Connell ve Seasholes (2001) çalışmasında yabancı yatırımcıların yatırım stratejilerinin ve portföy akımlarının, hisse senedi piyasaları üzerindeki etkilerine yönelik incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmalarında veri ve yöntem olarak Portföy akımlarını ve hisse senedi getirilerini kullanmışlar ve regresyon analizi uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda, yabancı yatırımcıların geçmiş hisse senedi getirilerine göre yatırım yaptıkları ve bu davranışın fiyatların aşırı dalgalanmasına yol açabileceği bulguları elde etmişlerdir.

Griffin, Nardari ve Stulz (2004) çalışmasında yabancı yatırımcıların çapraz sınır portföy akımlarının yerel ve global faktörlerle ilişkisini ele almışlardır. Çalışmaların veri ve yönteminde; günlük çapraz sınır portföy akımlarını kullanarak regresyon analizi yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, yabancı yatırımcıların hisse senedi alımlarının ve satışlarının, yerel ve global faktörlerle açıklanabileceğine yönelik bulgular elde etmişlerdir.

Kaminsky, Lyons ve Schmukler (2004) çalışmasında yabancı yatırım fonlarının gelişmekte olan ülke piyasalarındaki stratejileri ve kriz dönemlerindeki davranışlarına yönelik incelemelerde bulunmuştur. Araştırmalarında veri ve yöntem olarak gelişmekte olan ülke piyasalarındaki yatırım fonlarının performansı kullanılmış ve regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda yabancı yatırım fonlarının, gelişmekte olan ülkelerde risk yönetimi ve kriz dönemlerinde performansını etkileyen stratejiler kullandığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Kim ve Wei (2002) çalışmasında yabancı portföy yatırımcılarının kriz öncesi ve kriz dönemlerindeki davranışlarının ve etkilerinin incelemiştir. Çalışmada veri ve metod olarak Asya hisse senedi piyasalarında gerçekleşen yabancı portföy akımlarını kullanmış ve bu verilere regresyon analizi yapmışlardır. Sonuç itibariyle yabancı portföy yatırımcılarının kriz dönemlerinde daha istikrarsız oldukları ve bu istikrarsızlığın fiyatları düşürdüğü bulgusunu elde etmişlerdir.

Richards (2005) çalışmasında yabancı yatırımcıların işlem davranışları ve fiyat etkilerinin, Asya'daki gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında nasıl değiştiğine yönelik incelemeler yapmıştır. Sonuç olarak yabancı yatırımcıların işlem davranışlarının ve piyasa etkilerinin, farklı Asya hisse senedi piyasalarında önemli ölçüde farklı olduğu bulgusuna erişmiştir.

## 2. FİNANSAL KÜRESELLEŞMENİN GELİŞİMİ VE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Küreselleşme ülkelerin ekonomik, sosyal, kültürel, siyasi açıdan birlik haline gelip bütünleşmesi, ülkelerin ortak politikalar ve kararlar alarak uygulamaya koyması şeklinde tanımlanabilir. Küreselleşme fikrinin temeli 18. Yüzyılda Adam Smith tarafından dile getirilen, ticaret ve emeğin serbest dolaşımı ile ülkeler arası entegrasyonun artması ve dünya genelinde uluslararası bir topluluk oluşacağı düşüncesinden gelmektedir. Bakan ve Şentürk (2012), küreselleşme olgusu içerisinde ekonomik küreselleşme kavramının akıllara ilk gelen bileşeni olduğunu iddia eder. Bakan ve Şentürk (2012), ekonomik küreselleşme, dünya reel ve finansal piyasaları faaliyetlerinin iç içe geçmesi; mal, hizmet, sermaye ve bilginin serbest dolaşımı ile dünya ekonomilerinin birbiri ile bütünleşip tek bir pazar halini aldığı piyasa olarak ifade edilebilir.

Küreselleşme esasen ekonomik bir argüman olarak karşımıza çıksa da diğer boyutları göz ardı edilemez. Günsoy'a (2006) göre küreselleşme, kapsamlı bir şekilde ele alındığında sürekli aynı hızda değişen ve ülkeler arasında homojen dağılımı olan bir süreç değildir. Küreselleşme tüm boyutları ile ilerleyen, gelişim gösteren yer yer durağan ya da gerileyen bir seyir izlemektedir. Ekonomik küreselleşmenin ivme kazanmasının ardından siyasi, sosyal, toplumsal, kültürel süreçler de dönüşüm geçirmektedir. Bir başka deyişle, Günsoy'a (2006) göre, ekonomik küreselleşmenin gelişimi, diğer boyutlarında gelişim dinamiklerini ateşlemektedir.

Küreselleşme ile beraber fon fazlası bulunan ülkeler ile bu fondan faydalanmak isteyen ülkeler arasında bağlar çeşitlilik kazanmış ve ülkeler arasındaki ilişkiler yoğunlaşmıştır (Akgönül, 2000). Bu kapsamda çeşitli ülkelerdeki finansal kuruluşlar ülke sınırlarını aşarak yabancı ülkelere finansal yatırımlarda bulunmakta ve bu sayede risk ve getiri arasındaki verimliliği sağlayacak enstrümanlara erişme imkanı yakalamaktadır. Akgönül'e (2000) göre, uluslararası piyasalarda oluşan büyük fonlar finansman ihtiyacına bu şekilde cevap verebilmektedir.

Bottery (2003), ekonomik küreselleşmenin üç belirgin özelliği olduğunu savunur. Birincisi teknoloji, bilgi yoluyla ülkede sermaye hareketlerinin hacim kazanmasıdır. İkinci özelliği ise Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ticaret Örgütü gibi uluslararası kurumların ortaya çıkışıdır. Bu kuruluşlar küresel serbest piyasa ekonomisinde sermaye akışını hızlandıran ve aynı zamanda kolaylaştıran kuruluşlardır. Son özellik ise uluslararası şirketlerin etki değerinin artmasıdır. Bottery'e (2003) göre, şirketlerin değerlerinin ülke gayrisafi milli hasılasından daha yüksek değerlere ulaşması ülkelerin bu şirketleri kendi topraklarında yatırım yapmalarını cazip kılacak vergi indirimleri, finansal teşvikler sunarak birbirleri ile rekabet etmektedir.

Demircan (1971), uluslararası sermayeyi aktif ve pasif sermaye olarak nitelendirebileceğimizden bahseder. Aktif sermaye yatırıma dönüştürüldüğü ülke ekonomisinde istihdamın artması toplam hasılanın artması gibi doğrudan katkı sağlarken; pasif sermaye daha çok altın, gümüş, kıymetli madenler gibi bazı yatırımlara dönüştürülen sermaye olarak kendine yer bulur. Demircan (1971), ülkelerin büyüme oranlarında ve ülkeye gelen yatırım miktarlarında sermayenin aktif-pasif yapısı belirleyici özellik taşıdığını iddia eder. Ülke hasılasına önemli katkılarda bulunan ve aynı zamanda istihdam artışı sağlayan aktif sermaye, ekonomideki işsizlik ve hasıla eksikliği problemlerine çözüm sağlamakta, sermaye yetersizliği bulunan ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Özellikle gelişmemiş, az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları problem olan sermaye noksanlığı dikkate alındığında sermaye yapısının aktifleştirilmesinin hayati önemi ortaya çıkmaktadır. Sermaye noksanlığının giderilmesi için sermayenin aktif bir yapı kazanması gereklidir. Ulusal sermaye yapısı tüm uğraşlara rağmen bezen değişmemekte temelde bulunan sermaye kıtlığı problemi çözülememektedir. Bundan dolayı uluslararası sermaye daha da önem kazanmaktadır (Demircan 1971).

Efe'ye (2002) göre, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının başlangıcı Bretton Woods sisteminin çöküşü ile gelen sermaye hareketleridir. Bundan dolayı sermaye hareketlerinin 1970'li yıllarda gelişmeye başladığı literatürde yer almaktadır. (İnandım, 2005) Altın-dolar sabit kur rejimi ve sermaye kontrolü temeline dayanan Breetton Woods sistemi ABD ekonomisinin diğer ülke ekonomilerine oranla üstünlüğünün azalması ve dış ödemeler dengesinde baş gösteren sorunlar sebebiyle çökmüştür (Somçağ, 2006). Altın-dolar sabit endeksin çökmesiyle beraber ikinci dünya

savaşı sonrası ekonomik canlanma sona ermiş, ciddi ekonomik buhranlar baş göstermiş, kapitalist ülkeler krizlere sürüklenmiş ve çareyi liberalleşme hareketlerinde aramışlardır.

Sistemin çökmesiyle beraber faiz-kur politikası ile en yüksek kazancı elde etmek isteyen ülkeler arasında sermaye hareketleri hız kazanmış ve gelişmekte olan ülkeleri kendine bağımlı hale getirecek kadar güç kazanmıştır. (Çetenak, 2006:5)

Sermaye akımlarının serbestleşmesi aşamasında hızlı büyüme ile kalkınmayı amaçlayan fakat bunun için yeterli sermaye birikimi ve tasarrufu olmayan ülkeler finansal serbestleşme politikalarına yönelerek uluslararası sermayeden pay almak istemişlerdir. Liberalleşme yönünde atılan adımlar gelişmekte olan ülkeler açısından uluslararası sermayeye bağımlılığın adımı olmuştur.

Liberalleşme dalgasının sürekli büyüdüğü ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye ile entegrasyonu 1980'li yıllardan sonra hız kazanmıştır. Uluslararası sermayeyi sağlayan ülkeler ve bu sermayeden nemalanan ülkelerin karşılıklı menfaatleri bulunduğundan süreç çok hızlı gelişmiştir.

Yabancı fonun sağlayıcıları olan ülkeler, yurt içinde sahip oldukları kaynakların, elde ettikleri üretim teknolojisinin, bilgisinin ve deneyimlerinin değerlendirilebilmesi amacıyla tasarruflarını ülke dışına yönlendirir ve ülke sınırları dışında servet edinmeye çalışır. Elde edilen servet inşaat, fabrika, üretim tesisleri gibi fiziki sabit varlıklar olabilir. Doğrudan yatırım olarak da adlandırılan sabit sermaye yatırımlarının yanında yatırım fonları, tahvil, hisse senedi, eurobond gibi menkul değerler olarak da servet edinimi mümkündür. Dolaylı yabancı yatırımcı olarak da niteleyebileceğimiz bu durumda, sermaye daha çok portföy yatırımlarına yönelmektedir. Her iki durumda da kar elde etme güdüsüyle hareket eden sermayenin volatilitésinin finansal istikrarsızlığa yol açabilme, ekonomik koşullarda meydana gelen olumsuzlukta ülkeden çıkma gibi riskleri barındırmaktadır. Dolaylı yabancı yatırımlarındaki hareket kabiliyetinin daha yüksek olması, nakde dönüş hızının çok daha yüksek olması sebebiyle ortaya çıkabilecek risk doğrudan yatırımların çok daha ötesindedir. (Sarılı, 2010:25)

## 2.1. Küreselleşme Süreci

Küreselleşme kavramının tek bir yönü olmayıp finansal, sosyal çevresel, kültürel olmak üzere bir çok yönünün olması tarihsel olarak ne zaman başladığına dair farklı görüşlerin olmasına sebep olmuştur. Küreselleşmenin başlangıcına dair bazı bilim adamları, ilk insanların taştan yonttuğu baltalarını bir başkası ile değiştirmesi ile küreselleşme adımlarının oluştuğuna dikkat çekmektedir (Savaş, 2004).

Küreselleşme aşamasını Giddens (1999), ekonomi, siyaset, bilim ve teknoloji ile kültürel alandaki gelişmeler olarak beş ana başlıkta incelemektedir. Bu başlıklar Giddens tarafından şu şekilde özetlenmektedir:

**Ekonomik Alandaki Gelişmeler:** Tarım toplumundan sanayi toplumuna geçiş ile geleneksel sosyal ilişkiler zayıflamış, sermaye ve malların hareketliliğinde artış sağlanmıştır. Böylece ekonomik ilişkilerin metalaştırılması ve sembolik bir dolaşım ortamı olan para yaygınlaşmıştır. Küresel üretimin bu aşamasında en etkili olanı ulus ötesi firmaların ortaya çıkmasıdır. Batılı olmayan ülkeleri bir Pazar haline getiren birden fazla ülkede faaliyet gösteren bu şirketlerin faaliyet giderek büyümüştür.

**Siyaset Alanındaki gelişmeler:** Fransa'da ortaya çıkan milliyetçilik akımı ile birlikte mutlak monarşinin yıkılıp, yerine cumhuriyetin kurulması ve katolik kilisesinin ciddi reformlara zorlanması Dünya tarihi açısından önemli bir gelişme olmuştur. Ulus devletlerin ortaya çıkması, yurttaşlık bilincinin oluşması hukuk sisteminin başlangıcı gibi birçok alanda devrimsel değişiklikler yaşanmıştır. Birinci ve İkinci dünya savaşından sonra ülkeler yeni bir forma dönmeye başlamış SSCB'nin dağılması ile soğuk savaş dönemi sona ermiştir. Soğuk savaşın sonu sosyalist ve kapitalist alanda ayrılmış olan milletlerin dünyasında büyük kırılımlara neden olmuştur. Küreselleşme sürecini hızlandıran diğer önemli husus uluslararası örgütlerdir. Birleşmiş Milletler (BM) ve Avrupa Birliği (AB) ulus devletleri ortak bir çatı altında toplayan kuruluşlardır.

**Bilim ve Teknoloji Alanındaki Gelişmeler:** Dünya'nın güneş etrafında döndüğünün ispatlanması, modern coğrafyanın başlangıcı, telgraf ve telefon kullanımının başlangıcı, radyo yayıncılığı, televizyon yayıncılığının ortaya çıkması, diğer kitle iletişim

araçlarında meydana gelen gelişmeler, havacılığın gelişmesi, ulaşımın gelişmesi gibi küreselleşmeye katkıda bulunan bilimsel gelişmeler dünyadaki bilgi, hizmet, ürün ve insan hareketlerinde büyük değişimler meydana getirmiş, mesafeler ve sınırlar ortadan kalkmış dolayısıyla insanların her şeye ve her yere erişimi kolay hale gelmiştir.

**Kültür Alanındaki Gelişmeler:** Dizi, sinema, film, gibi medya araçları ile; Twitter, Instagram, Facebook, Youtube, Tiktok gibi sosyal medya vasıtasıyla geniş kitlelere ulaşılması, gazete, dergi, kitap gibi basım yayın yoluyla insanlara erişilmesi, dünya çapında yarışmaların yapılması, olimpiyatların düzenlenmesi, uluslararası sergiler, Nobel ödülleri ve diğer uluslararası ödüller önemli gelişmeler olarak sıralanabilir.

Küreselleşme sürecini üç dönemde inceleyen (Ar, 2007) bu dalgalanmaları şöyle açıklamaktadır. İlk küreselleşme dalgasını, buharlı makinelerin kullanılmaya başlandığı 1870'li yıllarda ulaşımın ucuzlaması sonucu deniz ulaşımı vasıtasıyla ülkeler arası dolaşımın başladığı zamanlar oluşturmaktadır. Bu zamana denk gelen süreçte İngiltere ve Fransa arasındaki gümrük sınırlarının kaldırılması anlaşması bir başka önemli gelişme olmuştur.

İkinci küreselleşme dalgasını 1945'li yıllarda Avrupa kıtasında yer alan ülkelerinin ortak Pazar kurmak amacıyla birleşmeye başladıklarını görüyoruz. Sanayi ve hizmet ticareti alanlarında yaşanan gelişmelerden gelişmiş ülkelerin yararlandığı, bu doğrultuda çok uluslu şirketlerin ortaya çıktığı fakat gelişmekte olan ülkeler ile diğer gelişmemiş ülkelerin ise bu sürecin dışında kaldığı bir süreç yaşanmıştır.

Üçüncü küreselleşme dalgasında ise 1980'li yıllarda ucuz emeğin ve yüksek işgücünün bulunduğu gelişmekte olan ülkelere üretimin artması ve mal fiyatlarının ucuzlaması ile ihracatın arttığı bir dönem olmuştur. Rekabetçi gücü yükselen gelişmekte olan ülkelerin refah seviyesi de bu doğrultuda gelişme göstermiştir. Yine bu dönemde Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nin (SSCB) sosyalizmden serbest piyasa ekonomisine geçişi (1985) 1989'da Berlin Duvarının yıkılması ile Doğu Almanya'nın batı ile birleşmesi ve serbest ekonomik modele adım atması 1991'de ise Sovyetler Birliğinin (SSCB) ikiye ayrılmasından sonra küreselleşme faaliyetleri ivme kazanmıştır (Ar, 2007).

Ekonomide yaşanan küreselleşme, genel küreselleşme adımlarının kuşkusuz en önemli aşamasını oluşturmaktadır. Ekonomideki küreselleşme; reel ekonomide yaşanan küreselleşme ve finansın küreselleşmesi olarak iki boyutlu olarak karşımıza çıkmaktadır.

## 2.2. Finansal Liberalizasyon Süreci

Finansal liberalizasyon politikalarının temeli McKinnon ve Shaw (1973) tarafından atılmıştır. Finansal liberalizasyon sürecinde asıl amaç ekonomik büyümedir ve bu da iki yöntem ile mümkündür. Bu yöntemlerden ilki faiz oranlarının serbest bırakılması ile tasarrufların artışına katkıda bulunmaktır. Bu yöntemde mevduat faiz oranı yatırımın marjinal verimlilik oranından az ise insanlar nakit ihtiyacında bulunmayacaktır. Dolayısıyla giderlerinin büyük kısmını finansal aktif olarak elinde stoklayan tasarruf sahiplerinden dolayı, likidite talepleri azalacak, yatırım için kredilerin daha kolay bulunmasının önü açılacaktır.

İkinci yöntem ise finansal liberalizasyonla beraber finansman kaynaklarına erişim daha kolay hale gelecektir. Finansal aracı kuruluşlar, potansiyeli yüksek projelere kaynak sağlama eğiliminde olduğundan bankacılık sistemi gelişme gösterir ve rekabet artar. Artan rekabetten dolayı finansal piyasalar daha nitelikli hale gelir ve getirisi yüksek nitelikli projelere kaynak aktarımı sağlanır. Nihayetinde katma değeri yüksek nitelikli alanlara yönelen kaynak ile yatırımların ortalama verimliliği artar ve ekonomik büyüme sağlanır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Finans piyasalarının küreselleşmesi ekonomik faaliyetlerin ülkeler ve kıtalar arasındaki sınırlarının kalkmasını, ülkelerin birbiri ile entegre olmuş hale gelmesini, ülkeler arasındaki ekonomik faaliyetlerin gelişmesini ifade eder. Finansal liberalizasyon sürecinde gelişmekte olan ülkeler finansal faaliyetlerde küresel payını arttırmak için finans piyasalarındaki denetim ve kısıtlamaları en aza indirmiş, böylelikle uluslararası sermaye hareketleri de artış göstermiştir.

Küreselleşmeyi karşı konulamaz ve kaçınılmaz olarak gören neoliberalizm, Devletlerin küreselleşme sürecinden nemalanması için yapısal reformları hayata geçirmesinin kaçınılmaz olduğunu dile getirir. Uluslararası sermaye hareketinden,

gelişmiş teknolojiden ya da neoliberalizmin diğer küreselleşme avantajlarından bu şekilde yararlanılabileceğini savunmuştur. Bu durumda gelişmekte olan ülkelerin yerel piyasalarını küresel sermayeye açmalarını ve çok uluslu bu yapıya entegre olmalarını ülkelerin yararına olduğunu savunmuştur (Yeldan, 2004).

Finansal serbestleşme olarak da adlandırılan finansal liberalizasyon süreci sanayileşmiş ülkelerde 1970’li yıllarda başlamış, 1980’li yıllarda genişleyerek gelişme aşamasında olan ülkeleri de içine alarak küresel bir hal almıştır. Bunun nedeni 1970’li yıllara kadar özellikle gelişmiş ülkeler mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlandırılması, kredi politikalarını belirleme görevinin devlet tekeline bırakılması, sermaye hareketlerinin ülkeler arası dolaşımının sınırlandırılması gibi finans piyasalarına müdahalede bulunmuşlardır. Sabit döviz kurları ve kontrollü sermaye hareketlerine dayanan Bretton-Woods sisteminin çökmesi ile ülke ekonomilerinin gelişmesi ve finansal piyasalara müdahalenin en aza indirgenerek bu piyasaların serbestleşmesi fikri ortaya çıkmış, böylelikle küreselleşme süresi finansal piyasalarda hız kazanmıştır (Gündem ve Tunç, 2010).

Finansal serbestleşmenin hız kazandığı bu dönemde aynı zamanda gelişmiş ülkelerde finansal liberalizasyon politikalarını savunan İngiltere’de Thatcher, ABD’de Reagan, Fransa’da Mitterand hükümetleri seçim kazanmışlardır. Hükümet değişiklikleriyle beraber devletin ekonomi içerisindeki payının azaltılması yani kamu sektörünün elinde bulundurulmuş işletmelerin özelleştirilmesi ya da satılması, emek piyasalarında esnekliğin sağlanması, yüksek gelir grubunda bulunan sermayenin gelir vergisinin azaltılması gibi uygulamalar küreselleşme sürecine katkı sağlamıştır (Mandelbaum, 2002).

### **2.2.1. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Süreci**

1920’li yılların başında Türkiye gelişmemiş bir tarım ülkesi konumundadır. 13 milyon nüfusa sahip ülkede İstanbul ve İzmir’de nadir de olsa endüstri bulunsa da ülke genelinde endüstriyel kuruluşlar yok denecek kadar azdır. Cumhuriyetin kuruluş dönemi öncesi yaşanan yaklaşık 10 yıllık savaş dönemi üretimin zayıfladığı, enflasyonun süregeldiği bir

dönem olmuş, bunların ötesinde uzun süren savaş koşulları eğitilmiş insan gücünün büyük bir çoğunluğunun savaşlarda yitirildiği bir döneme neden olmuştur (Akyıldız ve Eroğlu 2004).

Cumhuriyetin kuruluşunun ilk yıllarında İzmir İktisat Kongresi (17 Şubat- 4 Mart 1923) kararları doğrultusunda: Türkiye Cumhuriyeti ekonomik kalkınmayı özel sektöre teşvikler vererek hatta bu uğurda devlet bankası kurulması kararı alarak liberal politika fikirleri ortaya atılmış; buna karşın 1929 yılında patlak veren Dünya ekonomik buhranı, sermaye birikiminin özel sektör elinde olmaması gibi nedenlerle arzu edilen sonuca ulaşmamıştır. 1929 yılında yaşanan ve Dünya'yı etkisi altına alan ekonomik krizinin Türkiye Cumhuriyeti üzerindeki olumsuz etkileri, uygulanan ekonomi politikalarının yeniden gözden geçirilmesine, dış ticaret ve genel ekonomi alanında köklü değişikliklere gidilmesine sebebiyet vermiştir (Kılıçbay, 1991).

1929 ekonomik buhranın etkisiyle ithal ikameci bir ekonomik model benimsenmiş, ekonomi yönetiminde temel hedef; kendi kendine yeterli bir yapıya bürünmek olmuştur. Bu dönemde iç piyasalarda üretim yapılarak temel ihtiyaçların karşılanmasına yetecek endüstriler kurulmaya çalışılmış bu endüstrilerin hammaddesi yurt içinden tedarik edilmesi için yüksek gümrük vergileri ve kambiyo denetimi politikalarıyla korunmaya çalışılmıştır (Kılıçbay, 1991).

2. Dünya savaşı sonrasında, finansal liberalizasyon adına önemli adımlar atılmış, uluslararası ticaretin gelişmesi adına ithalattaki sınırlamalar gevşetilmiş, 1947 yılında Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) kuruluşlarına üye olunmuş, 1948 yılında ise Truman Doktrini çerçevesinde Marshall yardımlarından faydalanmak isteyen Türkiye'nin Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (OEEC) giriş anlaşması imzalamıştır (Dış İşleri Bakanlığı, 2023).

1950'li yıllarda izlenen liberal dış ticaret politikası 1953 yılında yaşanan döviz kıtlığı sebebiyle terk edilmiştir. 1955 yılında devalüasyon ilan edilmiş, "İthal ikameci ve korumacı" politikalara dönülerek, sanayileşme alanında gelişmek için çaba sarf edilmiştir. Ne var ki artan dış ticaret ve borçlar sebebiyle 4 Ağustos 1958 tarihinde "İktisadi İstikrar Tedbirleri" uygulanarak yeniden bir devalüasyon uygulanmıştır (Şener, 2005).

1960 darbesi ve ardından gelen yeni anayasa ile beraber Türkiye Cumhuriyeti devleti “Sosyal Devlet” sıfatıyla nitelendirilmiştir. 1960 yılından itibaren ekonomi ve dış ticaret politikalarında devlet eliyle kalkınma planları hazırlanmış, birinci kalkınma planı 1963 yılında uygulamaya konulmuştur. 1970’li yıllara kadar olan dönemde ihracattan vazgeçilmiş, yerel pazara yönelik üretim yapan sanayi kuruluşlarına ağırlık verilmiştir (Şener, 2005).

1970’li yılların başında baş gösteren petrol krizi Türkiye’yi derinden etkilemiştir. OPEC 1973 yılında petrol fiyatını yaklaşık 4 kat arttırmıştır. Petrolü özellikle üretim girdisinde ve tüketim amacıyla kullanan ihracatı zayıf gelişmekte olan ülkeler bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Bu olumsuz koşullar Türkiye’nin ihracat gelirini ancak petrol ithalatını karşılayacak düzeye getirmiştir.

1974 yılında Kıbrıs çıkarması ile ABD Türkiye’ye ambargo koymuş, döviz kıtlığı ile beraber üretim durma noktasına gelmiş, ödemeler dengesinde büyük açıklar oluşmuştur. Keynes iktisadi politikaların benimsenmesi sebebiyle kamu finansman açıkları oluşmuş Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon ve ekonomik istikrarsızlık ile karşı karşıya kalmıştır (Akyıldız ve Eroğlu, 2004).

1980 yılına gelindiğinde *24 Ocak Kararları* ile beraber daha önce açıklanan ekonomi paketlerine kıyasla köklü değişiklikler içeren politikalar yürürlüğe konulmuştur. Paketin temel amacı ülke ekonomisinin ithal ikamesine dayanan ekonomi politikalarını terk ederek ihracata dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. Bu doğrultuda ekonominin serbest piyasa koşullarına göre işlemlerini sağlamak ve dünya ekonomisine entegre olmak temel amaç haline almıştır. 24 Ocak kararlarının en belirgin tarafı liberalizasyonun ve dışa yönelimin açıkça dile getirilmesidir. Bu dönem ekonomi politikasının üçlü saç ayağı: enflasyonun aşağı çekilmesi, ekonomiyi dışa açık hale getirerek döviz getirileri elde etmek, piyasa ekonomisi modelini uygulamak olarak sıralayabiliriz. Böylece ülkemiz ekonomisinde radikal bir liberalleşme süreci başlatılmıştır. Bu kapsamda 1984 yılında 1 ve 2 sayılı liberasyon listeleri uygulamadan kaldırılarak dış ticarete serbestleşme ve küresel ekonomiye entegrasyon süreci başlatılmıştır. Kur politikasında daha önce uygulanan sabit kur rejimi terk edilerek yerine esnek kur rejimi benimsenmiştir. Özellikle bu doğrultuda 30 sayılı karar olan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkındaki kararın ardından 32 sayılı kararın

devreye alınması, Türkiye’de döviz ithalinin tamamen serbestleşmesinin önünü açmıştır. Döviz kuru rejiminin serbestleşmesiyle beraber Türkiye’de ikamet eden insanların döviz bulundurması, dövizle işlem yapabilmesi, mevduat hesabının döviz cinsi üzerinden açtırması serbest hale gelmiştir. Bunlara ek olarak Türkiye’de yerleşikler mal ve hizmet karşılığı olarak aldığı yabancı parayı ülkeye serbestçe getirebilecektir. Yurt içinde yerleşik olmayan kişilerin ülke içinde menkul kıymet alıp satmaları, yerleşik olanların ise yurt dışı borsalarından menkul kıymet almaları, döviz cinsi üzerinden çıkarılmış hazine bonusu ve devlet tahvili alma ve satmaları serbest hale getirilmiştir. Bunlara ek olarak yurt dışından döviz üzerinden kredi almak serbest hale getirilmiştir (Kazgan, 2002).

Eğilmez’e (2022) göre, 32 sayılı kararla; kişi ve kurumların döviz bulundurmaları, döviz hesabı açabilmeleri, yurt dışına döviz transferi gerçekleştirebilmeleri, değerli taşlar ve madenleri ithalatı ve ihracatı, ihracat bedellerinin tasarrufu serbest bırakılmış oldu. TL’nin yabancı paralara karşı değerinin korunması Merkez Bankası tekeline bırakıldı ve böylece konvertibl bir para yaratılmış oldu (Eğilmez, 2022).

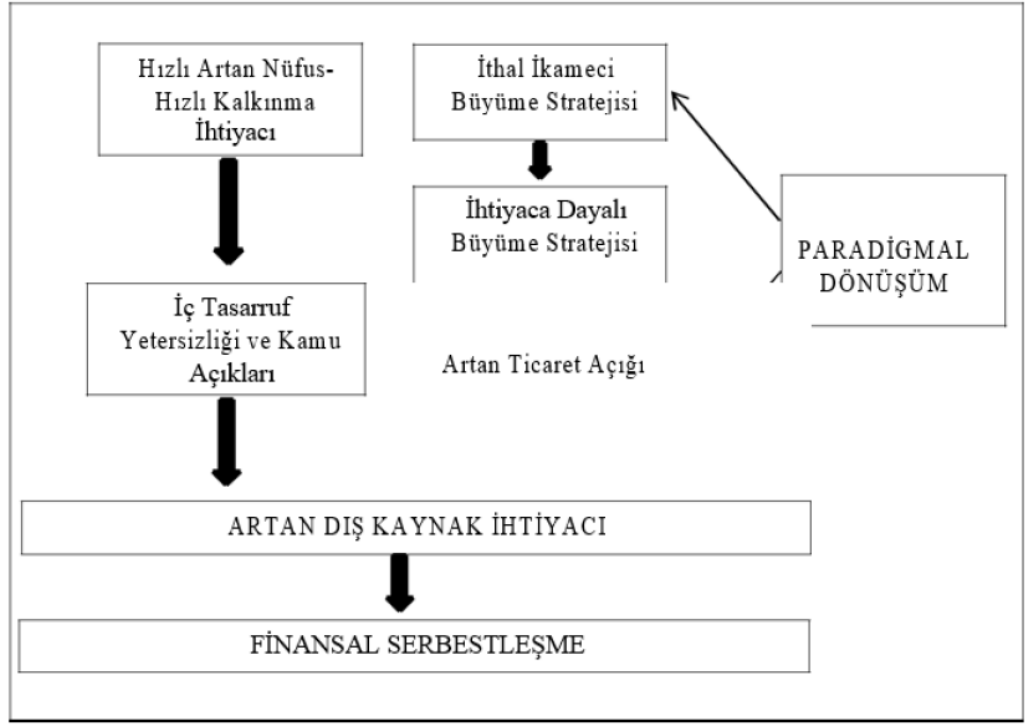
1980’li yıllarda Sermaye Piyasası alanında da önemli gelişmeler yaşanmıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve yeni yatırım araçları repertuvara girmiştir. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. Bu oluşumla birlikte bankalar ve diğer finans kurumlarının sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetleri sermaye piyasası kanununa tabi olup yürüttükleri faaliyetlerden ötürü sermaye piyasası kurulunun denetimi altına girmişlerdir (Çetenak, 2006). 1985 yılına gelindiğinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulur ve böylece finans sisteminin dünya piyasalarına entegrasyonu konusunda önemli bir eşik atlanmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının Türkiye’ye çekilmesi İMKB ile hedeflenmiştir (Çatıkkaş ve Okur, 2008).

1990’lı yıllar Türkiye ekonomisinde yol kazalarının yaşandığı kayıp yıllar olarak nitelendirilebilir (Dikkaya ve Özyakışır). Siyasi ve ekonomik istikrarın bulunmadığı, sık sık seçimlerin yenilendiği, popülist seçim ekonomisi sebebiyle Hazine ve Merkez Bankası kaynaklarının hoyratça savrulduğu, spekülatif para hareketlerinin finansal piyasalarda sıkça görüldüğü, bununla beraber yüksek enflasyon ve faiz çıkmazının yaşandığı bu yıllar Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini beraberinde getirmiştir (Tıgılı, Kaya ve Demir 2016). Kısa zaman diliminde yaşanan bu krizlerin ardından 15 Mayıs 2001 tarihinde kamuoyuna; ekonomik istikrarsızlığın ivedilikle giderilmesini amaçlayan,

başta ekonomi olmak üzere kamu yönetimini yeniden yapılandırmak üzere reformların yer aldığı bir paket olan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” tanıtılmıştır. (Turgut, 2021). Program Türkiye’nin kalkınma problemine herhangi bir çözüm getirmemekle beraber sanayileşme gayesi olmayan program 1980’li yıllardan bu yana uygulanan ucuz emeğe ve taşeronlaşmaya dayalı ihracat yapısını değiştirecek, ulusal sanayinin rekabet gücüne katkı sağlayacak vizyonerlikte hazırlanmamıştır. (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2015).

Susam ve Bakkal’a (2007) göre Büyük krizlerin baskısı altında 2000’li yılları yaşayan Türkiye, kriz sonrası uygulamaya aldığı sıkı para ve maliye politikaları ile krizi dizginlemeyi başarmıştır. Bu dönemde uluslararası piyasalarda ortaya çıkan finansal genişleme adımları da Türkiye’nin ekonomik istikrar alanında güçlü adımlar atmasına yardımcı olmuştur. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan likidite bolluğu, Türkiye’nin yüksek reel faiz oranı doğrultusunda Türkiye yatırımlarını, uluslararası piyasalar dikkate alındığında cazip hale getirmiştir.

Yıldırım’a (2010) göre Türkiye finansal serbestleşme döneminde 1999, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler ile uğraşmak durumunda kalmıştır. Her üç krizde de IMF ile *stand-by* (destek) anlaşmaları kapsamında istikrar programları uygulamaya alınmış, ekonomi normleştirilerek istikrarlı bir yapıya bürünmesi amaçlanmıştır; fakat programların arzu edilen güvenilirliği yaratmaması sebebiyle istenilen sonuçlara ulaşılamamıştır. Türkiye’nin finansal serbestleşme sürecine hazırlık ve geçiş aşamalarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:



**Şekil 1:** Türkiye'deki Finansal Serbestleşme Süreci

Kaynak: (Turgut, 2021).

### 2.3. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların yetersiz kalması sebebiyle, yeni yatırımlar için ihtiyaç duyulan kaynağı ülkeye çekmek zaruri hale gelmiştir. Açıkalın ve Ünal (2009) yatırım olmaksızın ülke ekonomisinin kalkınamayacağını, istihdam ve üretim artışının gerçekleşmeyeceğini dile getirmişlerdir. Ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi için tasarrufların sabit sermaye yatırımlarını karşılaması gerekir. Aksi durumda dış kaynağa olan ihtiyaç baş gösterecektir (Açıkalın, Ünal, 2009).

Güzel'in (2018), 'Doğrudan yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi seçme kriterleri ile yüksek nitelikli iş gücü göçünde ülke seçim kriterlerinin analizi' adlı yürüttüğü çalışmada; işletmelerin kendi ülkeleri dışında başka bir ülkenin piyasasına yatırım amacıyla girmelerinin en önemli sebebi kar güdüsüyle hareket etmeleridir. Kar elde etmenin dışında dış piyasaya iten itici sebeplerde bulunmaktadır. Bunlar;

- İşletmenin büyüme eğilimi içerisinde olması

- İç pazarda yaşanan durgunluk
- Uluslararası piyasalardaki talep fazlalığından yararlanmak
- Gelişmekte olan ülkelerdeki fırsatları değerlendirip kazanç elde etmek

olarak sıralanabilir.

Yabancı sermaye olarak dile getirilen uluslararası sermaye; bir ülke yatırımcısının başka bir ülkeye *know-how* (teknik bilgi), teknoloji, işletmecilik bilgisini de getirmesine yol açan mevcut bir firmayı satın alması ya da kurulacak olan bir firmaya sermaye sağlaması veyahut yabancı ülkede çıkartılan tahvil hisse senedi gibi yatırım araçlarını alarak ülkenin sermaye stokuna yaptığı katkıyı ifade etmektedir (Karluk, 2009).

Yabancı sermaye yatırımları, mevcut alandaki çalışmalarda farklı şekillerde sınıflara ayrılmıştır. Bazı çalışmalar bu ayrımı aktif ve pasif sermaye olarak dile getirirken kimi çalışmalar ise doğrudan ve dolaylı sermaye yatırımları olarak ele almaktadır. Örneğin, Aslan'ın (2001) çalışmalarında yer alan aktif ve pasif yabancı sermaye sınıflandırmasına göre; ekonomiye doğrudan hasıla sağlayan ve yeni istihdam yaratan sermayeye aktif, bunun dışında kalan sermaye türüne ise pasif sermaye denilmiştir. Karluk (1997) ise sermaye sınıflandırmalarını üç ana başlıkta ele almıştır: Özel sermaye hareketleri, kalkınma hibe ve kredi amaçlı resmi sermaye hareketleri, son olarak da doğrudan yabancı sermaye hareketleridir. Kılıçoğlu (1998) ise ekonomik kalkınma amaçlı sermaye hareketleri ile özel yatırımlar şeklinde sınıflandırmaya gitmiştir. Karagül (2010) Sermaye hareketlerini kullanım amacı, kullanımı ve kullanım süresine göre kategorize etmiştir. Bu gruplandırmanın ayrıntıları aşağıdaki şekilde gibidir:

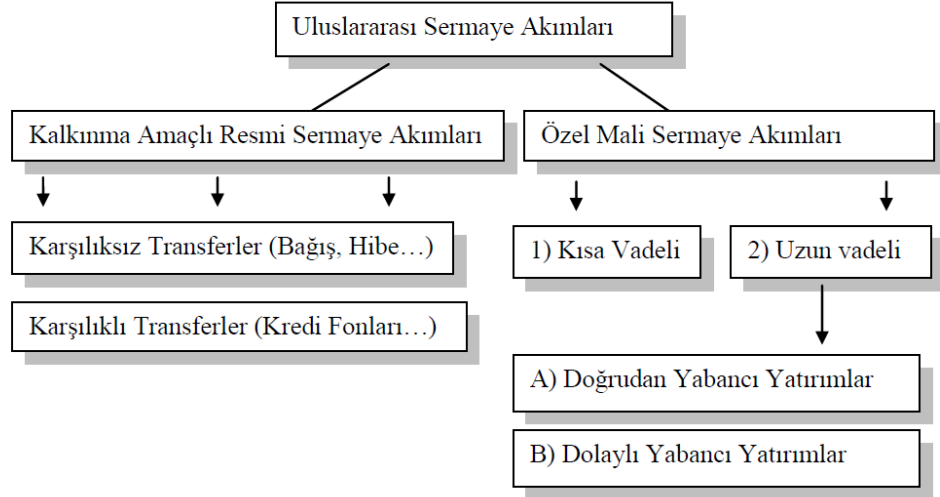
- Kullanımına göre sermaye hareketleri: doğrudan ve dolaylı sermaye hareketleri
- Kullanım itibarıyla sermaye hareketlerini: Özel ve resmi sermaye hareketleri
- Süresine göre sermaye hareketlerini: Kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri

olarak ele almıştır. TCMB tarafından hazırlanan ödemeler dengesi hesabında finans hesabı adı altında:

- Doğrudan yatırımlar

- Portföy yatırımları
- Diğer Yatırımlar olarak sınıflandırılmıştır (Çelik, 2008).

Dursun (2004) Yabancı doğrudan yatırımlar ve belirleyicileri adlı çalışmasında uluslararası sermaye hareketlerini aşağıda belirtilen şekildeki gibi sınıflandırmıştır.



**Şekil 2.** Uluslararası Sermaye Akımları

**Kaynak:** (Dursun, 2004).

Literatürde uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırmasına dair çok sayıda sınıflandırmaya rastlamak mümkündür. Bu çalışmada referans olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının yapmış olduğu sınıflandırma dikkate alınmıştır. Bu çerçevede doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yatırımlar incelenecektir.

### 2.3.1. Doğrudan Yatırımlar

Krugman ve Obstfeld (2006), uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni olan doğrudan yabancı yatırımları, birçok farklı türde ülke ekonomilerinde yer alacağını belirtmişlerdir. Bu kapsamda ülkede bulunan işletmelerin ülke sınırları dışında yeniden bir işletme kurması formatında olabileceği gibi halihazırda kurulmuş bir işletmenin geliştirilmesi formatında da mümkündür. Karluk'a (2003) göre Bir ülkede bulunan halihazırdaki bir işletmeyi satın almak ya da yeni kurulacak olan bir işletme için

finansman sağlamak veya kurulmuş bir işletmenin sermayesine katkıda bulunmak amacıyla ilgili ülkede bulunan işletmeler tarafından diğer ülkedeki işletmelere yapılan sermayenin ötesinde teknoloji, yönetim, işletme bilgisi, yatırımcıya yönetime katılma ve kontrol yetkisini de getiren yatırımlardır. Tanımında yer aldığı gibi bu yatırım türünde sermayenin transferinde piyasa işlemi söz konusu olmamakta, nihayetinde bir ülkeden başka bir ülkeye sermaye aktarılmaktadır. Becker ve Noone (2009) yapmış olduğu çalışmada doğrudan yabancı yatırımları büyük bir neden olmaksızın ülke ekonomisinden çıkmayan bir yatırım türü olduğunu dile getirmiş ve bu niteliğinden ötürü bu tür yatırımları “Soğuk yatırımlar” olarak adlandırmıştır. Rienda vd. (2018) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımı yapmak isteyen şirketlerin birçok alternatifinin olduğunu belirtmiştir. Bu yatırım seçenekleri:

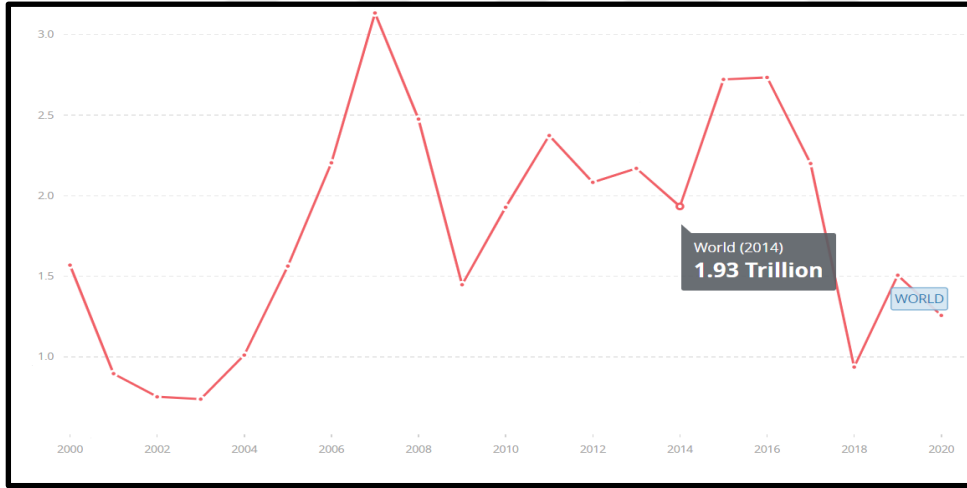
- Yerel bir firma ile ortak girişim yapmak
- Yerel bir firmayı doğrudan satın almak ya da birleşmek
- Sabit sermaye yatırımında bulunmak
- Stratejik işbirliği yapmak
- Ülkesindeki işletmelerde üretilen ürünleri ihraç etmek

Olarak sıralamışlardır. Doğrudan yabancı yatırım yapmak isteyen firmaların bu alternatifler arasından seçim yapmasını, firma gelişmişlikleri, satın alma tecrübesi, ev sahibi ülke tecrübesi, endüstri, kültürel ve idari mesafeler, G20 ittifakına ya da devlete ait bir işletme olmak etkilemektedir. Kandır'a (2008) göre, doğrudan yabancı yatırımlar ülke sınırları dışında şirket açmak, mevcut şirkete sermayedar olmak ya da şirketin tamamını satın almayı kapsayan uzun vadeli yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımcı olmanın kıstası yabancı firmanın en az %10'luk hisse payına sahip olunması ya da yüzde 10'un altında şirketin hisse payına sahip olunması durumunda şirket kontrol gücünün elinde bulundurulması gerekir. Ergül (2004) ise doğrudan yabancı yatırımı yerleşik oldukları ülkeden farklı bir ülkede faaliyette bulunmak isteyen şirketlerin sermayelerini, teknolojilerini, bilgi ve tecrübelerini, yönetim kabiliyeti ve tekniğini birleştirerek oluşturdukları girişim olarak nitelemektedir. Ekonomik kalkınma ve İş birliği Örgütü

(OECD) kıstaslarına göre doğrudan yabancı yatırımlar ise, bir ülkeye yerleşik kişi ve kurumların başka bir ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını ifade etmektedir.

Seyidoğlu'na (2003) göre doğrudan yabancı yatırımlar ağırlıklı olarak çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Bu şirketler belli bir merkezi bulunan ve merkeze bağlı farklı ülkelerde faaliyet yürüten şubelerden, iştiraklerden ya da bağlı birimlerden oluşan işletmelerdir.

Çok uluslu şirketler; merkeze bağlı bir şekilde faaliyet gösteren şube veya bağlı bulunduğu ortaklığın yönetim ve denetim hakkına sahip olmanın karşılığında, maddi ve gayri maddi imkanlar sağlamak ve yatırım yapmaktadırlar. Sermaye transferinin ötesinde şirketin teknolojisi, lisans, patent, marka değeri, *know-how* (teknik bilgi), nitelikli işgücü temini, yönetim tecrübesi aktarımı gibi sınai haklar sağlamaktadır. Bu kapsamda şube veya bağlı ortaklık kazandığı karın belli bir kısmını ya da tamamını ana merkeze transfer etmektedir (Çerçi, 2004).



**Şekil 3.** Dünya 'da Net Doğrudan Yabancı Yatırım Girişimi

**Kaynak:** (Dünya Bankası, 2022)

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.GSR.INSF.ZS?end=2020&start=2000&view=chart>

(erişim: 09.07.2022)

Şekil 3'te 2000-2020 yılları arasında dünyada net doğrudan yabancı yatırımcıların giriş miktarları dolar cinsinden gösterilmiştir. Tablonun yan sütununda yer alan rakamlar yabancı yatırımcıların trilyon dolar cinsinden yatırım tutarlarını, aşağıda ise yıllar belirtilmiştir. Tablodan anlaşılacağı üzere, dünyada en çok doğrudan yabancı yatırım girişi 2007 yılında 3 trilyon doları üzerinde gerçekleşmiştir. 2008 yılında baş gösteren

*mortgage* (emlak kredisi), diğer deyişle, uzun vadeli ipotekli konut kredisi krizi ile beraber doğrudan yatırımcı girişı azalarak 2009 yılında 1.5 trilyon doların altına inmiştir. 2004 yılından bu yana dünyadaki en düşük yabancı yatırım girişı tutarı 2018 yılında yaklaşık 1 trilyon dolar değerinde olmuştur. Bu durumun sebebi 2017 yılında ABD’de çıkarılan vergi reformunun çok uluslu şirketlerin biriken yabancı kazançlarının 2018 ilk iki çeyreğinde ülkeye dönmesinden kaynaklanmaktadır. (UNCTAD, 2022)

### 2.3.1.1. Doğrudan Yatırımların Olumlu Yanları

Demir (2020) yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların (DYY), ev sahibi ülkeye avantajlarını şu başlıklar altında sıralamıştır.

- Bu yatırımlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin kaynak açığıını finanse ederek çıktı atışına katkı sunacaktır.
- DYY’ler yalnızca şirket açmamakta, bununla beraber bilgi, tecrübe, yönetim, teknoloji gibi kazanımları da getirmektedir.
- Bu yatırımlar uzun vadeli yatırım olduğundan olağanüstü durum olmaksızın ülkeden hızla çıkışı zordur.
- DYY’ler gittiği ülkede yeni istihdam alanları oluşturmakta, nitelikli iş gücü olmasına katkıda bulunmaktadır.
- Yatırımların sahipleri gittiği ülke vergi mevzuatı kapsamında mükellef olarak vergi gelirlerinin artmasına katkıda bulunmaktadır.
- DYY’ler gittiği ülkelere yeni ürünler getirerek ürün çeşitliliğinin artmasına katkıda bulunmakta, ülke içindeki rekabet ortamını yaratmaktadır.
- Uluslararası piyasada deneyim sahibi olan özellikle çok uluslu firmalar gittiği ülkelere deneyimlerini de aktararak ülkenin küresel pazarlara açılmasına katkı sağlamaktadır.

### 2.3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Olumsuz Yanları

Doğrudan yabancı yatırımların gittiği ülkede yarattıkları olumsuzlukları, Demir (2020) aşağıdaki gibi sıralamıştır:

- Gelişmekte olan ülkeler üretim sürecinde geleneksel modelleri kullandığından, DYY ile ülkeye gelen işletmelerin teknoloji ağırlıklı üretim sürecinin bulunması ekonomideki dengesizlikleri beraberinde getirmektedir.
- Ev sahibi ülkelerin yerli firmaları korumak adına uyguladıkları koruyucu dış ticaret politikaları DYY'ler sonucunda ortadan kalmasına neden olmaktadır.
- DYY'lerin araştırma ve geliştirme çalışmalarının gittiği ülkede değil kendi merkezlerinde yapması sebebiyle yatırım yapılan ülke teknoloji transferinden mahrum kalmakta, bu malları ithal ederek dışa bağımlı hale gelmektedir.
- DYY'ler genellikle ülkenin gelişmiş yerlerinde yoğunlaşmaktadır. Dolayısıyla zaten var olan bölgesel gelişmişlik düzeyi arasındaki farklar artmakta, dengesiz bir gelir dağılımına neden olmaktadır.
- Bu yatırımlarda hammaddelerini kendi merkezlerinden sağlayan DYY'ler, kazançlarını kendi ülkelerine transfer ederek yatırım yaptığı ülkedeki ödemeler dengesinde bozabilmektedir.

### 2.3.2. Dolaylı Yatırımlar

Sarıtaş'a (2007) göre ulusal sermaye piyasalarının serbestleşmesi ve uluslararası piyasalarla entegre olmasına paralel olarak yabancı yatırımcıların tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetleri alıp satmaları kolay hale gelmiş dolayısıyla uluslararası portföy yatırımları ciddi şekilde artış göstermiştir. Aslan'ın (1995) yürütmüş olduğu çalışmada, yabancı yatırımcıların ülke dışındaki piyasalara girmelerindeki en büyük amacın riskini minimize ederek oluşabilecek fırsatlardan yararlanmak istemeleri yer almaktadır. Öte yandan yatırımı alan ülke bu sıcak parayı kendi topraklarına çekerek özel sermayenin kalkınmaya olan katkısından yararlanma amacı gütmektedir. Atik (2020) yabancı portföy yatırımlarını; hisse senedi, tahvil ve doğrudan yabancı yatırımın konusuna girmeyen

borçlanma araçları ve banka kredilerine aracılığı ile yapılan yatırımlar olarak nitelemektedir. Yabancı yatırımcının hisse senetlerine yaptığı yatırımın oransal olarak %10'un altında kaldığı yatırımlar portföy yatırımları olarak değerlendirilirken, %10'dan daha fazla yapılan yatırımın ise doğrudan yatırım olarak değerlendirilmektedir. Buradaki önemli olan diğer kıstas ise hisse senetlerinin yatırım amacıyla mı yoksa kontrol amacıyla mı alınmış olduğudur (Atik, 2020). Telek, Şit ve Danacı (2020) uluslararası portföy yatırımlarını ellerinde fon fazlası bulunan yabancı yatırımcıların siyasi risk, ülke riski, kur riski gibi riskleri de göz önünde bulundurarak gelir etmek amacıyla diğer ülkelerin hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması şeklinde tanımlamıştır.

Portföy yatırımları kısa vadeli olduklarından dolayı literatürde bu tür yatırımlara sıcak para hareketi de denilmektedir (Çapraz ve Demircioğlu, 2003). Hirt ve Block'un 2003 yılında yapmış olduğu çalışmada portföy yatırımlarının dolaylı ve dolaysız portföy yatırımları olabileceğini belirtmişlerdir. Bu anlamda başka bir piyasada yer alan şirketin hisse senedini satın almak doğrudan portföy yatırımı olarak nitelendirilir iken, çok uluslu bir şirketin hisse payını satın almak ya da dünya genelinde yatırımları olan bir yatırım fonu almak dolaylı portföy yatırımları olarak değerlendirilebilir.

Yabancı portföy yatırımlarında kısa vadede kar elde etmek istenmesi aynı zamanda likiditenin de yüksek olması nedeniyle buldukları ülkenin siyasi ikliminden ve ekonomik koşullardan etkilenmektedirler (Bostan, 2010). Portföy yatırımcılarında piyasanın durumuna göre ani tepki kabiliyeti olduğu için buldukları ülkede her an mali kriz tehlikesi yaşatabilirler. Yabancı portföy yatırımcıları piyasada olumsuz bir durum sezdiklerinde ülkeden çıkmakta ve ülke büyük bir ekonomik krizin eşiğine gelmektedir. 1994 Meksika krizi, 1997 Güneydoğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi ve ülkemizde görülen 2001 mali krizi bunlara örnek teşkil etmektedir (Arıkan, 2006).

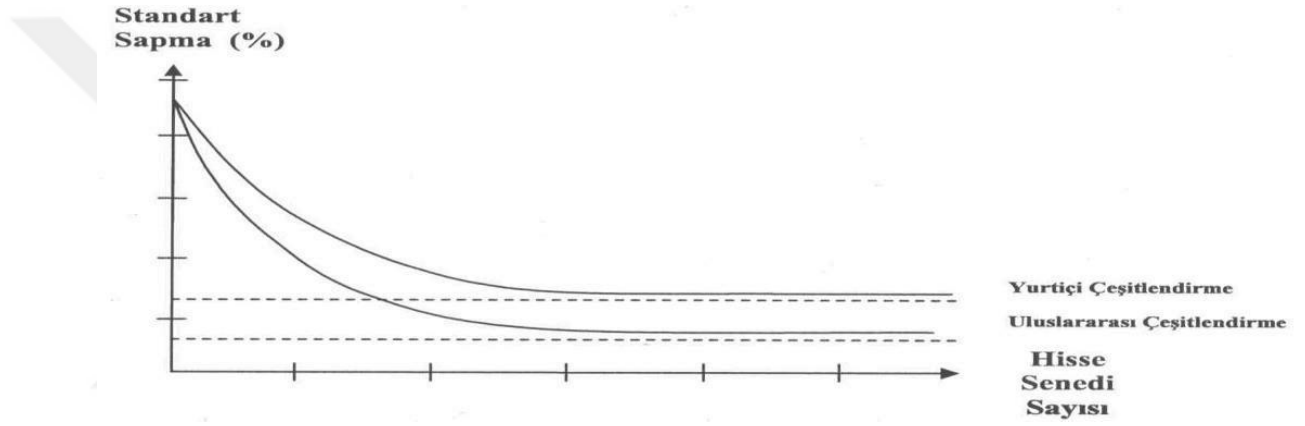
Yabancı portföy yatırımlarını döviz kuru istikrarı, makroekonomik istikrar, ülkenin toplam döviz rezervleri, bankacılık sisteminin dayanıklılığı, tahvil ve hisse senedi piyasasının likiditesi, ülkenin kredi derecelendirme notları, CDS primleri gibi faktörler belirlemektedir (Öztekin ve Erataş, 2009). Şenol ve Koç'a (2018) göre yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girişlerini sağlayan en önemli etkenlerin başında yerel borsa performansı gelmektedir. Borsanın istikrarlı oluşu yabancı yatırımcının dikkatini

çekmektedir. Borsa performansı baz alınarak yapılan yatırımlarda yatırım yapanlar için daha fazla kazanç amaçlanırken yatırım yapılan ülke açısından düşük maliyetli ve uzun vadeli finansman erişimi sağlanmaktadır. (Şenol ve Koç, 2018). Koy ve Karaca (2018) yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin; faiz oranı, iktisadi büyüme, döviz kuru gibi ülkeye özgü makroekonomik değişkenler olmakla birlikte, Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi uluslararası finans kuruluşlarının para politikası kararları gibi küresel ekonomiye etki edecek çok sayıdaki faktöründe, gelişmekte olan piyasalara yönelik portföy yatırımlarının yön ve miktarını tayin ettiğini dile getirmişlerdir. Koy ve Karaca'ya göre (2018), portföy yatırımları ana ülkeye yüksek kazanç ile dönme hedefi olduğundan döviz kuru, faiz oranı ve varlık getirileri öncelikle gözetilen faktörlerdir. Bunun yanında bir ülkenin borçlarını ödeme kapasitesinin en önemli göstergelerinden olan kredi temerrüt swap (CDS) primleri, yatırımcılar için önemli bir ülke riski parametresi olup, yabancı yatırımcılar tarafından dikkatle takip edilmektedir.

Yıldız'a (2012) göre yabancı portföy yatırımlarını belirleyen içsel(çekici) ve dışsal(itici) faktörler bulunmaktadır. Çekici faktörler olarak enflasyon, borsa endeksi, devlet tahvili ve hazine bonusu borçlanma senetlerinin faiz oranları, büyüme, cari denge gibi içsel değişkenleri belirtirken; itici faktörleri Avrupa, ABD gibi ülkelerin borsa endeksleri, büyüme hızları, faiz oranları gibi ülkeden sermaye çıkışına sebep olacak faktörler olarak sıralamıştır.

Yatırımcılar, birbirleri ile düşük korelasyona sahip hisse senedi, tahvil gibi yabancı kıymetlerden portföy oluşturarak portföy riskini minimize edebilir. Burada minimize edilen risk sektör ya da şirkete ait sistematik olmayan risklerdir. Portföy çeşitlendirmesi yapmak sistematik riski bertaraf etmek anlamına gelmemektedir. Sistematik risk bütün çeşitlendirilmiş portföylerde mevcuttur keza ekonomide yaşanacak muhtemel bir durgunluğun piyasalara ve şirketlere tesir etmesi portföy çeşitlendirilmesi ile giderilemez. Diğer taraftan sistematik olmayan risk ülkelere özgü durumlardan ötürü engellenebilir. Bir ülkede ekonomik büyüme ivme kazanmış iken, bir başka ülkede resesyon görülebilir. Bu sebeple farklı ülke piyasalarına yatırım yapılması hareket kabiliyetini arttırarak ilgili dalgalardan kaçınılabilmesine olanak tanır (Melvin, 2004). Eiteman, Stonehill ve Moffet'e (2001) göre portföyü sadece yerel menkul kıymetlerle oluşturmak riskte sınırlı bir azalma yaşatır. Riskin minimize edilmesi, portföye yabancı ülkelerin menkul

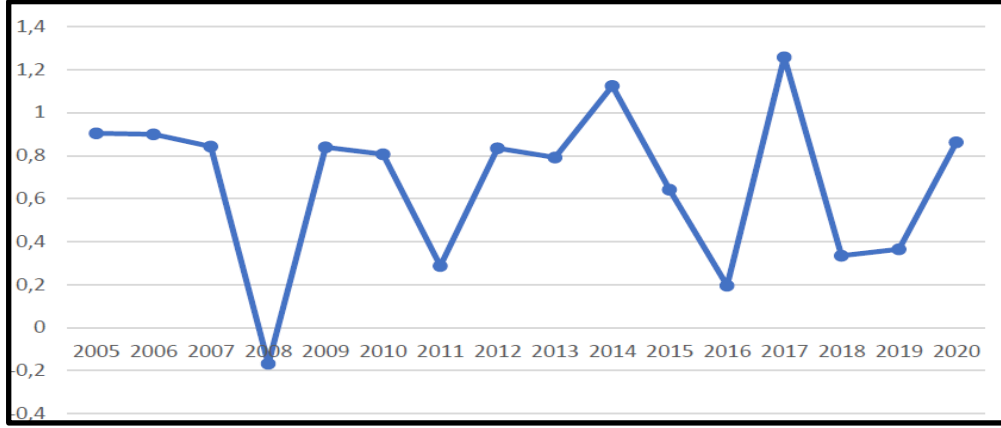
kıymetlerinin eklenmesi ile gerçekleşir. Benzer bir yaklaşım Seyidoğlu (2003) tarafından da dile getirilmiştir. Yatırımcı portföy çeşitlendirmesinde, farklı sektörlerin kıymetlerini almayı tercih edebilir, fakat bu davranış riski azaltmak için yeterli olmayabilir. Sektörler farklı olsa bile nihayetinde aynı ülkenin kıymetleri olduğundan politik, ekonomik ve diğer koşullara tabi olduklarından benzer şekilde sirayet edecektir. Farklı ülkelerin kıymetlerine yatırım yapıp portföy çeşitlendirmesine gidilirse, ülkeler arası korelasyonun düşük olması sebebiyle bu dalgalanmalardan etkilenmeler farklı olacak, olumlu ve olumsuz etkilenmeler birbirini dengeleyebilecektir.



**Şekil 4.** Uluslararası Çeşitlendirme

**Kaynak:** (Solnik, 1996: 106)

Şekil 4'te yer alan Solnik'in (1996) çalışmasına göre; yabancı kıymetlerle çeşitlendirilmiş bir portföyün, yurt içi kıymetlerden oluşan bir portföye göre riski oldukça düşüktür. Bunun sebebi ise, yatırım araçlarının riskleri ve beklenen getirilerini kapsayan risklerin, çok sayıda menkul kıymetten oluşan bir portföyün etkin yönetilmesi ile minimize edilebilmesidir. Dolayısıyla uluslararası çeşitlendirme yoluyla portföy yatırımcıları risk-getiri dengesini yönetebilmektedirler (Berk, 2003).



*Şekil 5. Dünya'da Net Portföy Özsermaye Girişi*

**Kaynak:** (World Bank, 2021).

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD>

Yukarıdaki tabloda; dikey sütunda trilyon dolar olarak dünyadaki net portföy özsermaye girişi, altta yer alan sütunda ise yıllara göre dağılımı yer almaktadır. 2005-2020 yıllarını kapsayan bu grafikte en çok portföy yatırım girişinin 2017 yılında 1.2 trilyon üzerinde olduğunu görüyoruz. 2008 yılı, küresel krizin de etkisiyle portföy yatırım çıkışının en yüksek olduğu dönem olmuştur.

### 2.3.2.1. Dolaylı Yatırımların Avantajları

Çevik ve Çankaya (2020) yapmış olduğu çalışmada, ülke borsa getirilerinin istikrarlı ve kazançlı olması durumunda yabancı portföy yatırımcılarının bu borsalara ilgisinin artacağını belirtmişlerdir. Dolayısıyla yapılacak olan yatırımlar birlikte döviz açıklarının kapatılacağı, yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanı için kaynak oluşturmakta bunun da katalizör görevi görerek ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunacağını belirtmişlerdir. Benzer şekilde Açıklın ve Ünal (2007) gelişmiş ülkelere yönelen portföy yatırımlarının, kaynakların verimli kullanılmasına katkıda bulunduğu, sermaye maliyetlerini azalttığı, yatırımlara hız kazandığını belirtmişlerdir. Pal (2006) ise yabancı portföy yatırımlarının olumlu katkılarını üç başlık halinde belirtmiştir: Birincisi herhangi bir borç yükü yaratmayan bu kaynakların döviz girdisi yaratarak ülkedeki döviz baskısını gidereceği ve bu şekilde yatırım mallarının ithalatının kolaylaşacağı, ikinci olarak yabancı portföy yatırımlarında

kaynak transferi, getirisi az olan gelişmiş ülkelerden getirisi yüksek az gelişmiş ülkelere gittiği, dolayısıyla sermayesi az olan ülkelerin kaynak ihtiyacının karşılandığı ve bu finansmanların yatırıma yönelip üretim çıktısına katkıda bulunduğu, son olarak altını çizdiği katkısı yerel piyasada fiyatları yukarı çekmesi ve fiyat/kazanç rasyosuna önemli katkıda bulunmasıdır. Yüksek fiyat/kazanç rasyosu finansman maliyetlerini aşağı çekip yatırımların önünü açabilir. Aynı zamanda sermaye maliyetinin aşağı çekilmesi menkul kıymet piyasasında talep doğurucu etki yaratarak hisse senedi ihracı için teşvik edici olabilir.

### **2.3.2.2. Dolaylı Yatırımların Dezavantajları**

Oktar'a (1995) göre sermaye akışkanlığı sonucunda, döviz bolluğu yaşanacak ve ulusal para yabancı para karşısında değerlenecektir. Yerli malların yabancı mallar karşısında pahalı hale gelmesi sebebiyle ihracat gerilerken ithalat ise hıza kazanacaktır. Nihayetinde cari işlemler hesabında açık meydana gelecek ve bu durum devalüasyon beklentisini gündeme getirecektir. Bunların ötesinde gelişmekte olan ülkelerde sık sık değişen ekonomi politikası, siyasi belirsizlikler portföy yatırımlarındaki fonların ani çıkışı tehlikesi ile karşı karşıya kalmakta bu durum ülkenin finansal dalgalanmalar ile karşı karşıya kalma riskini doğurmaktadır. Khan ve Haque'e (1988) göre meydana gelen krizlerin derinleşmesinde kuşkusuz aniden gerçekleşen sermaye çıkışları rol oynamaktadır. Döviz kurlarındaki aşırı değerlenme yerli varlıklar yerine yabancı varlıkları tercih etmede etkili olup, kurlarda meydana gelen düşüş de beraberinde devalüasyon beklentisi ve faiz oranlarında düşme beklentisi oluşturmaktadır. Jayasuriya (2005) yaptığı çalışmada; liberalizasyon ile beraber hisse senetlerinin yabancı yatırımlara açılması ile birlikte ülkedeki finansal piyasaların ülke dışında gelişen olaylardan daha fazla etkilenmesi anlamına gelecektir. Bu durum ise getiri oynaklığını arttıracak piyasalarda volatiliteye sebebiyet verecektir.

### **2.3.3. Diğer Yatırımlar**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ödemeler dengesi istatistiklerinin yapmış olduğu sınıflandırma kapsamında; diğer yatırımlar hesabı, yabancı portföy yatırımları, doğrudan

yabancı yatırımlar ve rezervler dışında kalan tüm sermaye yatırımları kalemlerini kapsamaktadır. Bu kalemler krediler, efektif mevcutları, mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülüklerden oluşmaktadır (TCMB, 2022).

Eser'e (2012) göre diğer yatırımların kendi içerisinde uzun vadeli ve kısa vadeli yatırımlar olmak üzere ikiye ayrıldığını belirtmektedir. Diğer uzun vadeli yatırımların, portföy yatırımları dışında kalan vadesi bir yıldan fazla yurt içi borçlanmaları, borç ödemelerini ve borç vermeleri kapsamaktadır. Bunların dışında diğer uzun vadeli yatırımlar içerisinde; kamu kesiminin kredi kullanımları, uluslararası finansal piyasalardan sağlanan diğer orta ve uzun vadeli krediler, kredi mektubu ihtiva eden döviz tevdiat hesapları da yer almaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi bir yılı aşmayan sermaye hareketleri olarak tanımlayıp, vadesi bir yılı aşmayan ticari kredileri, kısa vadeli özel ve kamu borçlarını kapsadığı dile getirilmiştir (Rodric ve Velasco, 1999).

Karahan ve İpek (2013) diğer yatırımları, kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri olduğunu dile getirmişlerdir. Uzun vadeli yatırımlar, vadesi bir yılı aşan ülke içi borçlanmalardan kaynaklanmaktadır. Bankaların devletten, özel şirketten ya da yurtdışından sağlamış oldukları krediler diğer yatırımlar içerisinde değerlendirilmektedir. Bahse konu krediler istikrarlı olarak çeşitli projelerin finansmanında kullanılmakta bu itibarla sermaye çıkışı riski barındırmamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, ülkeler arasında kur ve faiz farkından yararlanılarak kazanç sağlamak adına yapılan yatırımları içermektedir. Bu yatırım türünde piyasaları yakından takip etmek ve meydana gelen olaylar karşısında hızlı aksiyon almak gerekir. Kısa vadeli yatırımlar makroekonomik göstergelere duyarlı bir yatırım türü olduğundan spekülatif bir nitelik de taşımaktadır.

Vergil ve Karaca (2010) kısa vadeli diğer sermaye hareketleri ile portföy yatırımları arasındaki farka dikkat çekmiştir. Bu kapsamda portföy yatırımlarının kısa vadeli sermaye hareketlerine daha uzun vadedir. Aynı zamanda kullanılan yatırım araçları bakımından da farklılıklar söz konusudur. Portföy yatırım aracı olan kıymetler, daha çok tahvil ve hisse senedi iken; kısa vadeli diğer yatırım araçları, ticari banka krediler ve diğer krediler gibi araçlardır.

## **2.4. Portföy Teorileri ve Portföy Yönetimi**

Portföy teorisi, yatırımcılara aynı risk oranında beklenen getirinin daha yüksek olmasını ya da beklenen getirilerin aynı olması durumunda bunu daha düşük bir risk oranı olarak gerçekleştirmesine imkan veren portföylerin oluşturulmasını sağlar. Finans literatüründe portföy seçiminde kullanılan temel iki portföy yönetim yaklaşımı bulunmaktadır. Birincisi “Geleneksel Portföy Yönetimi” olarak nitelenen daha çok basit çeşitlendirme ilkesine dayanan yaklaşım; ikincisi ise 1950’li yıllarda gerçekleştirilen istatistik ve matematik temellerine dayanan ‘Modern Portföy Teorisi’ yaklaşımıdır (Berk, 2003). Aksoy (2014) da geleneksel portföy teorisi ve modern portföy teorisi olmak üzere başlıca iki portföy yönetim yaklaşımı olduğunu dile getirmiştir. Bunların yanında modern portföy teorisinin parçası olarak görülen sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM), uluslararası sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (ICAPM) ve Faktör modellerinin bulunduğunu dile getirmiştir.

### **2.4.1. Geleneksel Portföy Teorisi**

Geleneksel portföy teorisinde, yatırımcılar maruz kaldıkları risk seviyesine oranla getirilerini maksimize etmeye çalışmaktadır. Yatırımcılar portföyünde yatırım aracı çeşitliliğine giderek aynı zamanda risklerini de minimize etmeyi hedefler. Bunu sağlamanın yolu ise portföy oluşturmaktan geçmektedir. Portföyü oluşturan finansal kıymetlerin tamamının aynı yönde hareket etmeyeceği, bazıları getiri sağlarken bazılarının zarar edeceğinden dolayı portföyün riski tek bir finansal varlığın neden olduğu riskten daha az olacaktır. Bu nedenle bu yaklaşımın temel amacı, portföydeki kıymetlerin çeşitlendirilmesine dayanır. Yatırımcılar rassal seçimde bulunsalar dahi finansal kıymetlerin birbirini telafi edecek getirileri riski aşağı çekecektir (Kalfa, 2010). Aksöyek ve Yalçınır’de (2011) yapmış oldukları çalışmada, geleneksel portföy yaklaşımının finansal kıymetler ile getirileri arasındaki ilişkiyi ihmal edip sadece çeşitlendirmeye odaklanmasından bahsetmişlerdir.

Aykaç’a (1996) göre finansal varlıkların ideal çeşitlendirmesi ile portföy riskinin azaltılarak piyasanın sistematik risk seviyesi ile aynı olması hedeflenmektedir. Bu durumun olumsuz tarafları arasında;

- Risk-getiri oranları ideal seviyede olmayan finansal varlıkların portföye dahil edilmesi
- Portföy çeşitlendirmesinden dolayı yönetiminin zorlaşması
- Çok sayıda finansal varlığın portföyde yer alması sebebiyle araştırma maliyetinin artacağı
- Çok sayıda finansal varlığın portföye taşınması sebebiyle yüksek işlem komisyonları ve yönetim ücretlerine maruz kalınacağı belirtilmiştir.

#### **2.4.2. Modern Portföy Teorisi**

Modern portföy teorisi, Harry Markowitz tarafından 1952 yılının Mart ayında Journal of Finance’de yayınlanan makalesi ile finans literatürüne girmiştir. Bu kapsamda modern portföy yaklaşımı; portföyde yer alan varlıkların, belirli bir risk seviyesi ile mümkün olan maksimum getirinin nasıl elde edeceğini araştıran bir çalışmanın ürünü olmuştur. Teoriye göre, yalın bir çeşitlendirme yoluna giderek risk azaltılamaz çünkü portföyde yer alan varlıkların doğrusal ya da ters yönlü hareket ettikleri kabul edilir. Markowitz, portföy riskinin portföyü oluşturan kıymetlerin riskinden daha düşük olabilir ve sistematik olmayan risk sıfır seviyesinde olabilir açıklamasıyla Modern Portföy Teorisi kuramını geliştirmiştir (Çevik, 2020). Diğer bir deyişle; Markowitz teorisinde; belirli bir risk düzeyinde beklenen getirinin artırılması ya da kabul edilen getiri düzeyinde riskin azaltılabileceğini belirtmiştir. Dolayısıyla; geleneksel yaklaşımın finansal varlıklar arasındaki ilişkiyi göz ardı eden, varlıkların getirisine odaklanarak portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılabileceğini kabul etmez.

Modern portföy kuramını ortaya atan Markowitz yaklaşımına göre, yatırımcılar risk ve getiriye dikkate alarak hareket ederler. Portföydeki varlıkların getirisi normal dağılıyor ise yatırımcının hedefi minimum risk olarak portföyün beklenen getirisini maksimum yapmaktır. Başka bir deyişle, daha yüksek getiri için kabul edilebilir bir risk seviyesi belirlemekte ya da düşük bir risk ile belli bir kazanç elde edilmektedir (Aksoy, 2014).

Markowitz yaklaşımında portföy riskinin azaltılması, menkul kıymetler için ayrılmış kaynakların oranlarına, menkul kıymetlerin standart sapmalarına ve menkul kıymetin sağlamış olduğu getiriler arasındaki kovaryanslara bağlı olarak değişiklik göstermektedir (Civan, 2007).

Çevik (2020) modern portföy teorisinin dayandığı varsayımları şu şekilde sıralamıştır:

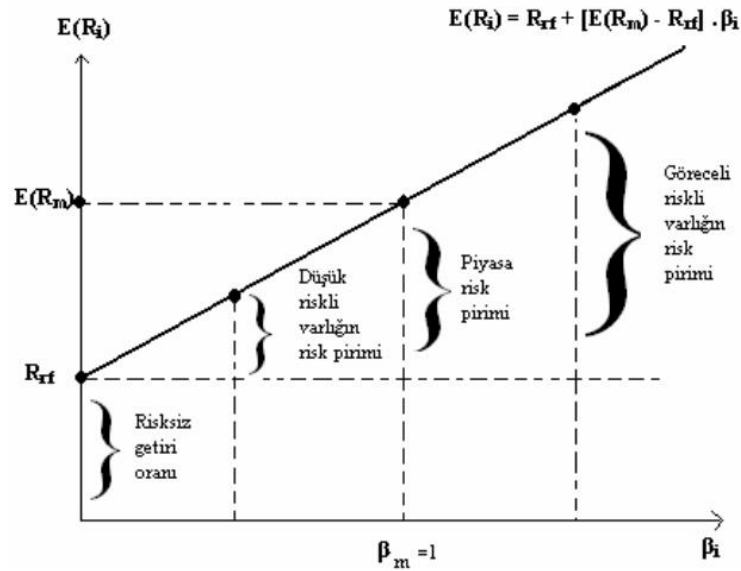
- Borsalarda işlem gören menkul kıymetlerin arzında hiçbir kısıtlama bulunmamaktadır.
- Yatırımcılar istedikleri menkul kıymete dilediği oranda yatırımda bulunabilirler
- Herhangi bir şirket ya da piyasa ile alakalı bilgiye ulaşma maliyeti bulunmamaktadır.
- Piyasalara tüm bilgiler anında ve eksiksiz olarak yansımaktadır.
- Yatırımcıların belli bir faiz oranıyla borçlanmasının önünde engel yoktur.
- Borçlanmak için özkaynak şartı aranmamaktadır ve birden çok kaynaktan borçlanmak mümkündür.
- Piyasada yapılan işlemler ve sağlanan gelirler üzerinden herhangi bir vergi yükümlülüğü doğmamaktadır.
- Yatırımcıların tamamı menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonlarına ilişkin aynı beklentiler içerisindedir ve risk seviyesi benzer olan varlıklar içinde her zaman getirisi yüksek olan varlığı tercih etmektedirler.

#### **2.4.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)**

Kulalı'ya göre (2016) Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli Markowitz'in portföy modeli üzerine inşa edilen bir modeldir. Halka açık hisse senetlerinin beklenen getirileri ve risklerini açıklamak üzere; Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilen modelde, risksiz finansal varlıkların Markowitz yaklaşımına eklenmesiyle sermaye pazarı teorisi yaratılmıştır.

$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{im} (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_i$  ile formüle edilen CAPM modelinde varlık getirileri beta, alfa ve sigma olarak belirtilmiştir. Beta, varlığın sistematik riskini ölçmektedir. Beta'sı yüksek olan finansal varlık pazarda meydana gelecek dalgalanmalara karşı daha duyarlıdır. CAPM'a göre alfa, tüm varlıklar için 0 olmalıdır. Modele göre alfa, menkul kıymetin getirisinin riske göre uyarlanmış getirinin üzerindeki kısmını hesaplamaktadır. Son olarak sigma ise varlığın sistematik olmayan riskini göstermektedir. Sistematik olmayan risk ile sistematik risk arasındaki korelasyon bağı bulunmamaktadır.

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, sıklıkla başvurulan bir fiyatlama modelidir. Etkin işleyen bir pay piyasasında, bu modele dayanarak hisse senedi fiyatlarının belirlenmesi mümkün olmaktadır. Bu modelde riskli pay senetlerinin yanında, yatırımını risksiz bir faiz oranında değerlendirmenin mümkün olduğu belirtilmektedir (Seyidoğlu, 2003:391).



Şekil 6. Sermaye Varlık Fiyatlama Doğrusu

Kaynak: (Brigham ve Gapeski, 1999 aktaran Taçali, 1999)

Sermaye Varlık Fiyatlama Doğrusu (SVFD), beta katsayısı ile ölçülen risk ve beklenen getiri oranı arasındaki doğrusal ilişkinin grafiksel gösterimidir. Bu nedenle her risk seviyesindeki varlığın beklenen getiri oranları SVFD üzerinde yer alır.

SVFD ve Denklemi, denge durumunda tüm varlıkların, betalarının artan doğrusal bir fonksiyonu olduğunu ortaya koyar. Beta değeri yatırımcının varlığı elinde tutmak için aldığı riski ifade eder. Risk getiri matrisinde beta değerinin yüksekliği yatırımcının beklediği getiri oranı ile paralel bir şekilde hareket etmekte olup sistematik riski ne kadar yüksek ise, varlığı elinde tutmanın getirisi de o kadar yüksek olmaktadır.

Değeri sıfır olan beta değeri ise risksiz varlığı ifade etmektedir. Yukarıda yer alan doğrunun dikey ekseni kestiği  $r_f$  noktası varlığın risksiz getirisini ifade etmektedir. dolayısıyla risksiz getiri oranı, doğrunun dikey ekseni kestiği noktada yer alır. SVFD'nin eğimi ( $E(R_m) - R_f$ ) ekonomide riskten kaçınma derecesine göre şekil almaktadır. Riskten kaçınma ne kadar yüksek ise SVFD o kadar dikleşir (Taçali, 2008).

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (SVFM) temel varsayımlarını aşağıdaki gibi belirtmiştir (Demirel, 2011; Deniz, 2014).

- Piyasa çok sayıda yatırımcı bulunmasına karşın, yatırımcıların tasarruflarının varlık fiyatlarını değiştirecek ölçekte değildir.
- Tam rekabet koşulları geçerlidir.
- Pazar dengededir. Yüksek ve düşük fiyatlı ürünün olmadığı varsayılır.
- Tasarruf sahiplerinin bilgi edinmesi hızlı ve maliyetsizdir.
- Bütün yatırımcılar piyasa ile ilgili homojen beklenti içerisindedirler.
- İşlem maliyeti bulunmamaktadır.
- Markowitz'in etkin portföy yaklaşımı, piyasada yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılmaktadır.

Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinde geçerli olan varsayımların, gerçek hayattan uzak olması sebebiyle yeni çalışmalar ortaya çıkmıştır. Bunlardan bir kaçısı aşağıdaki gibidir. (Taçali,2008)

- Sıfır Beta SVFM (The Zero-Beta CAPM)
- Çok Dönemli SVFM (The Multiperiod CAPM)

- Çok Betalı SVFM (The Multibeta CAPM)
- Tüketim Temelli SVFM (The Consumption-Based CAPM)
- Uluslararası SVFM (International CAPM)

#### 2.4.4. Portföy Yönetimi

Portföy; çeşitli menkul kıymetlerden oluşan, ağırlıklı olarak tahvil, hisse senedi gibi menkul değerlerden ve bunların türevlerinden meydana gelen finansal kıymetlerin, belirli bir kişi ya da grubun elinde bulunmasını ifade etmektedir (Zengin, 2006; Ceylan ve Korkmaz, 1998). Benzer bir tanımlamayı Karşlı (2004) dile getirmiştir. Karşlı (2004) portföyü; bir gerçek ya da tüzel kişinin sahipliğinde hisse senedi, tahvil ve diğer değerli kıymetlerin oluşturduğu menkul kıymetler olarak tanımlamıştır.

Rodoplu (2001), hane halkı ya da tüzel kişi belirli dönemlerdeki kazançlarından, tüketim amacıyla yapılan harcamalar ve giderlerini düşüktükten sonra kalan kısmı olan tasarruflarını, ilave gelir sağlamak amacıyla değerlendirmektedir. Bu amaçla tasarrufların bir kısmı gayrimenkul, arsa, ev, altın gibi reel varlık edinmek için; bir kısmı ise hisse senedi, tahvil, bono, döviz, türev ürünler gibi finansal varlık edinmek amacıyla kullanılır. Bu finansal varlıklardan oluşan küme “Menkul Kıymet Portföyü” olarak adlandırılmaktadır.

Ceylan ve Korkmaz’a (1998) göre portföy yönetimi denilen iş uzmanlık alanı gerektiren bir iş niteliğindedir. Genellikle, bankalar, aracı kuruluşlar ve diğer uzman kuruluşlar tarafından yerine getirilmektedir. Karşlı (2004) ise portföy yönetilmesinin uzman bir kuruluşa teslim edilebileceği gibi, varlığın bizzat sahibi tarafından basit çeşitlendirme yöntemiyle uzmanlık gerektirmeyecek metot ile yönetilebilir.

Karan (2011) Portföy yönetimini, yatırımcının daha az risk alarak maksimum gelir elde etme amacıyla finansal enstrümanları yönetme faaliyeti olarak tanımlamıştır. Demirtaş ve Güngör (2004) portföy yönetim sürecinin çeşitli aşamalarının bulunduğunu, bu aşamalardan en önemlilerinin;

- Hangi finansal kıymetin seçileceği

- Seçilen finansal enstrümandan ne kadar alınacağına karar verilmesi
- Portföye ilave edilecek zamanın seçilmesi
- Piyasada yaşanan duruma göre nasıl değişiklikler yapılması gerektiği

süreçleri oluşturmaktadır.

Portföy yönetiminde karar alma ve uygulama süreçleri dinamik bir yapıda olup bunlar aşağıda belirtilen süreçlerden oluşmaktadır. (Baykan, 2010; Fevzi, 2020)

- Portföyün planlanması
- Yatırım analizi
- Portföy seçimi
- Portföy değerlendirmesi
- Portföy revizyonu

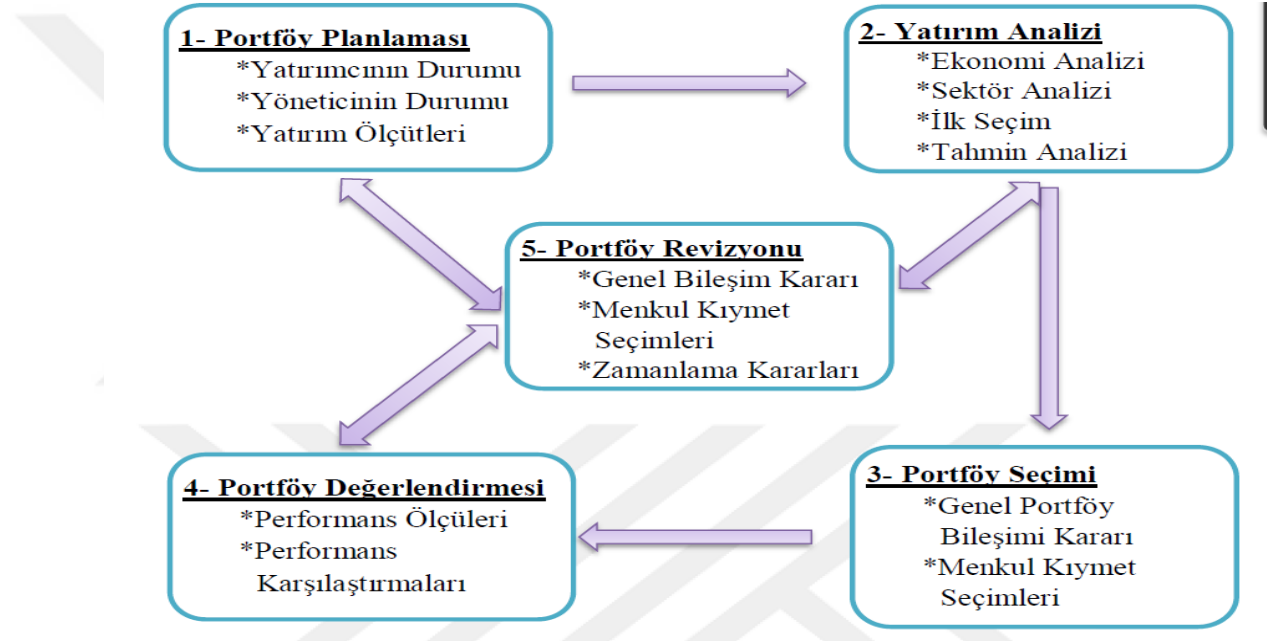
Portföy planlaması; yatırımcı profili ve portföy yöneticisinin belirlenmesi, yatırım kısıtlarının çıkarılması aşamasından oluşmaktadır. Yatırım planlamasında ise yatırım vadesi ve yatırımcının beklentileri belirlenerek optimal getiri için kullanılacak yöntemler belirlenir.

Yatırım analizi kısmında portföye eklenecek finansal kıymetlerin özellikleri, performansları ve potansiyelleri belirlenmektedir. Finansal kıymetin geçmiş performansına bakılarak ekonometrik modeller kurulmakta ve gelecekle ilgili tahminler yapılmaktadır. Farklı finansal kıymetlerin getiri performansları kantitatif olarak ölçülmektedir.

Portföy seçimi; risk ve getiri dikkate alınarak yapılan değerlendirmede, portföyde hangi varlıkların olması gerektiğinin belirlenmesidir. Portföy yöneticisinin analiz ettiği finansal varlıklardan hangilerinin ne ölçüde portföye eklenmesi gerektiğini yatırımcı belirlemektedir.

Portföy Değerlendirmesi; Portföy performansının beklenen getiriye karşılayıp karşılamadığının değerlendirildiği aşamadır. Portföy, finansal varlığın eklendiği zaman öngörülen getiriye sağlamamış ise portföyde güncellemeler yapılmaktadır. Değerlendirme süreci dinamik bir süreç olduğundan portföyler zaten düzenli aralıklarla değerlendirmeye tabi tutulmaktadır.

Portföy revizyonu; Portföy değerlendirilmesi yapıldıktan sonra portföyden çıkarılacak menkul kıymetlerin ve portföye eklenmesi gereken enstrümanların belirlenmesi ve gerçekleştirilmesi sürecidir. optimal portföyü yaratmak için portföydeki finansal varlıkların ağırlıklandırılmasında değişiklikler yapılmaktadır. (Kalfa, 2010)



*Şekil 7. Portföy Yönetiminde Karar Alma ve Uygulama Süreçleri*

**Kaynak:** (Çevik, 2020).

Çevik (2020) yapmış olduğu çalışmada; Portföy yönetim sürecinde hem karar alma hem de uygulama süreçleri dinamik bir yapıdadır ve sürekli etkileşim içerisinde olan eylemler zinciridir. Portföy yöneticisinin bu süreçleri her an izlemesi, sürekli analizler yapması, portföyün getirisini maksimize etmesi için en iyi zamanda en doğru kararı vermesi gerekmektedir.

## 2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Sağvul (2007) yürütmüş olduğu çalışmada; uluslararası portföy yatırımlarında yatırımcıların, risk ve getiri beklentilerini göz önünde bulundurarak yatırım kararı aldıklarını belirtir. Yatırımcılar, sermaye piyasası ürünlerine yatırım yapacağı ülkeyi belirlerken; getiri ya da risk oranlarını dikkate almaktadırlar. Rasyonel bir yatırımcı, aynı risk oranında daha yüksek getiriye ya da aynı getiri düzeyinde riski az olan finansal enstrümanlara yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yıldız (2012) ise sermaye piyasalarında daha fazla getiri sağlamanın daha fazla risk almakla mümkün olacağını belirtir. Burada yatırımcının tercihi ön plana çıkmaktadır. Bazı yatırımcılar yüksek risk alıp daha fazla getiri elde etmeyi hedeflerken, bazı yatırımcılar ise daha az risk alıp getirisi düşük olan finansal varlıklara yönelmektedir. Gürkan, Çevik ve Korkmaz (2014), uluslararası portföy yatırımı yaparken yatırımcıların göz önünde bulunduracağı en önemli etkenin risk ve getiri oranı olacağını belirtmişlerdir. Bunun yanında kültürel coğrafi, bölgesel iş birliği, ortak para gibi hususlarında gözetileceğini belirtmişlerdir. Koy ve Karaca (2018) uluslararası portföy yatırımlarını belirleyen hususların dövizdeki kur dengesi, faiz oranı, iktisadi büyüme karnesi gibi makroekonomik değişkenler olabileceği gibi küresel ekonomiye etki eden FED, ECB gibi kuruluşların para politikaları kararlarının da etkili olduğunu savunur.

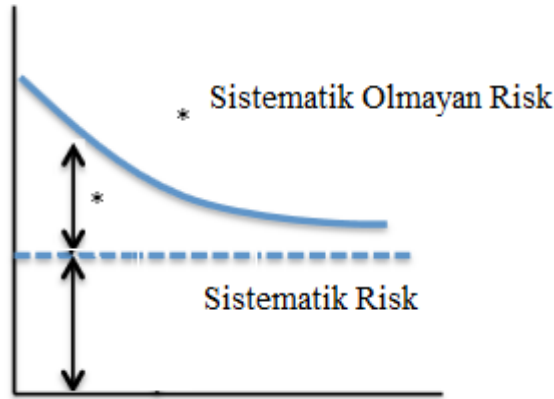
Özcan (2018) yürütmüş olduğu çalışmada, uluslararası portföy yatırımlarını belirleyen hususları aşağıdaki gibi sıralamıştır.

Beklenen getiri, Yatırım yapılan portföyden beklenen getiriye ifade etmektedir. Portföyün beklenen getirisi ise portföyde yer alan finansal enstrümanların getirilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir.

Risk: portföy yatırımcısı açısından gelecekte beklenen getiri ile gerçekleşecek olan getirinin farklı olma olasılığını ifade etmektedir. Risk bu belirsizliğin ölçümü olarak ifade edilebilir. Kaya (2014) portföye dahil edilecek menkul kıymet çeşitliliği ne ölçüde olursa olsun sabit bir küresel riskin her dönem mevcut olacağını savunmuştur. Küresel riskin, uluslararası portföy yatırımlarını bu denli etkilemesinin nedeni ise uluslararası piyasalarda yaşanan entegrasyon ve finansal liberalizasyon sürecinden kaynaklandığını dile getirmiştir.

Ülke riski: Kara ve Karabıyık (2015) ülke riskini, bir ülkenin dış borç yükümlülüklerini kısmen ya da tamamen karşılayamama olasılığı olduğunu belirtmişlerdir. Portföy yatırımları açısından ise finansal, ekonomik ve politik risk bileşenlerinden oluşan ve portföy çeşitlendirmesi ile giderilemeyen sistematik bir risk olarak tanımlamıştır. Ovalı (2014) yabancı portföy yatırımcılarının, ülke seçerken derecelendirme kuruluşlarının verdiği ülke riskinin göstergesi olan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notlarını dikkate aldığını belirtmiştir. Ovalı (2014) uluslararası portföy yatırımları açısından ülke riskinin; politik, ekonomik ve finansal risk unsurları barındırdığını, derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notlarını bu kriterleri gözetererek verdiğini savunur.

Demirtaş ve Güngör (2004) literatürde riski, kontrol edilebilirlik kriterini baz alarak sistematik ve sistematik olmayan risk olarak sınıflandırıldığını belirtmişlerdir. Buna göre sistematik riskin yatırımcı ya da işletme tarafından kontrol edilmesinin mümkün olmadığı, sistematik olmayan riskin ise riske sebebiyet veren faktörlerde yapılacak değişikle kontrol edilmesinin mümkün olduğunu dile getirmişlerdir.



*Şekil 8. Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk*

**Kaynak:** Pedersen, 2014.

Sistematik Riski; Okka (2013) yapmış olduğu çalışmada, piyasayı etkileyen faktörlerden kaynaklı, menkul değerlerin tamamına aynı seviyede etki eden, portföy çeşitlendirmesi yoluyla ortadan kaldırılması mümkün olmayan risk olarak tanımlamıştır. Bu riskleri ise aşağıdaki şekilde özetlemiştir;

- Faiz oranı riski
- Piyasa (pazar) riski
- Döviz kuru riski
- Enflasyon (satın alma gücü) riski
- Politik risk

Sistematik olmayan risk Chambers (2010), yılında yapmış olduğu çalışma; şirkete özgü nedenlerden kaynaklanan ve çeşitli menkul kıymetleri olumsuz yönde etkileyen, portföy çeşitlendirmesi yoluyla ortadan kaldırılması mümkün olan riskler olarak tanımlamıştır. Firmada yaşanan işçi grevleri, firma aleyhine verilmiş yasal karar, büyük ihaleleri kaybetme, ar-ge çalışmalarında yaşanan olumsuzluklar bu risklere örnek olarak verilebilir. Yine Chambers (2010) bu riskleri ise, iş ve endüstri riski, finansal risk ve yönetimden kaynaklı risk olarak üç farklı alanda sınıflandırıldığını belirtmiştir.

Özgen (2018), uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen diğer faktörleri ise bölgesel işbirlikleri, benzer ülke grupları, piyasalar arasındaki coğrafi, kültürel ve dilsel yakınlık, sermaye piyasalarındaki işlem maliyetleri, özelleştirmeler, ki bu sayede yabancı yatırımcıların kamu işletmelerini cazip fiyatlardan satın alma imkanı bulacaklarını belirtir, dış ticaret, finansal araç çeşitliliği, ülkenin para biriminin uluslararası ticarete kullanım oranı olarak sıralamıştır.

## **2.6. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar**

ACCA (2012) Finansal araçları tanımlarken ortaklık hakkı sağlayan finansal araçlar ve alacak hakkı sağlayanlar olmak üzere iki gruba ayırarak sınıflandırmıştır. Hisse senedi ve türevlerini ortaklık hakkı sağlayan finansal araçlar olarak kabul edilirken, tahvil ve türevleri olan finansal varlıkları ise alacak hakkı sağlayan kıymetler olarak değerlendirmiştir.

### **2.6.1. Yatırımcısına Alacak Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar**

Ceylan ve Korkmaz (2012) uluslararası portföy yatırımlarının sadece hisse senedinden ibaret olmadığını, bunun yanında sabit getirili finansal kıymetler olan tahvil ve bono gibi finansal araçlarında, yabancı portföy yatırımı içerisinde yer aldığını belirtmişlerdir. Dahası aynı risk düzeyinde tahvil, bono gibi sabit getirili kıymetlere yapılan yatırımın getirisinin, hisse senedi yatırım getirisinden yüksek olabileceğini dile getirmişlerdir. Aslan'a (1997) göre uluslararası finansal piyasalarda, ihraççıyı borç yükümlülüğü altına sokan, yatırımcısına ise alacak hakkı tanıyan finansal kıymetler; uluslararası tahvil ihraçları, finansman bonoları ve mevduat sertifikalarıdır.

#### **2.6.1.1. Tahviller**

Devlet ya da özel sektör eliyle çıkarılan, vadesi bir yıldan uzun olan, orta ve uzun vadeli finansman kaynağı elde etmek amacıyla ihraç edilen borçlanma senetleridir (SPK, 2022). Uluslararası piyasalara ihraç edilenler, uluslararası tahviller olarak nitelendirilir. Madura (2012) Uluslararası tahvil ihracının üç önemli sebebi olduğunu belirtmektedir. Birincisi yapılacak olan tahvil ihracına talebin daha yüksek olacağı, ikincisi proje finansmanı için firmalar tarafından belirlenmiş döviz ihtiyacı, üçüncüsü ise yatırım maliyetlerini aşağı çektiği için kur riskini göze alarak faiz oranı düşük bir para birimine yatırım yapma ihtiyacıdır. Eun ve Resnick (2007) Uluslararası tahvillerin, euro tahvil ve yabancı tahvil piyasasından ihraç edilerek işlem gördüğünü belirtmiştir. Yabancı tahviller, ihraç edileceği ülkenin sermaye piyasasında o ülkenin birimiyle ihraç edilir. Örneğin, İtalyan birçok uluslu şirketin ABD sermaye piyasasında dolar üzerinden tahvil ihracı yabancı tahvildir. Euro tahvil ise belirli bir para birimi üzerinden ihraç edilen tahvillerin, çok sayıda ülkenin yatırımcısına sunulmasıdır. Örneğimizdeki İtalyan çok uluslu şirketin dolar para biriminden tahvil ihraç etmesi ve İngiltere, Almanya, Hollandalı yatırımcılar tarafından alınması bu duruma misal gösterilebilir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998). Seyidoğlu (2003), yabancı tahvillerin hükümetlerin fon sağlama aracı olduğunu belirtir, yabancı tahvil piyasalarının ise euro tahvil piyasasında görülmeyen kendilerine özgü kuralları ve yasal mevzuatları olduğunu söyler.

### **2.6.1.2. Bonolar**

İslatince (2018) kısa vadeli para piyasası aracı olan bonoların vadelerinin en fazla bir yıl olduğunu dile getirmiştir. Bonolar finansman bonusu ve hazine bonusu olmak üzere sınıflandırılmaktadır. İslatince (2018) hazine bonusunun tam tanımı olarak, Türkiye Cumhuriyeti hazinesi tarafından çıkarılan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) satışına aracılık ettiği, vadesi 3, 6, 9 ay gibi bir yıldan kısa vadeli, döviz ya da Türk lirası cinsinden ihraç edilen iç borçlanma senetleridir, ifadesini kullanmaktadır.

İslatince'ye (2018) göre Finansman bonusu ise güçlü ve kredibilitesi yüksek firmaların teminatsız olarak çıkardıkları borçlanma senetleridir. Bu borç senetlerini; anonim ortaklıklara haiz firmalar, mevzuat kapsamında, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsler, mahalli idareler ile bu idareler ile ilgili özel mevzuat gereği faaliyette bulunan kuruluş, idare ve işletmeler çıkarabilir. Ceylan (2007) finansman bonusu üzerindeki yazılı bedelin içerisinde, anapara ve faizin yer aldığını, vadesine göre belirlenecek iskonto oranının ise ihraç eden firma tarafından belirlendiğini ifade etmektedir.

### **2.6.1.3. Mevduat Sertifikaları**

Mevduat sertifikaları, vadeli mevduat hesabını içeren senetlerdir. Bankalara yatırılan mevduata karşılık olarak sahibine, yatırdığı tutarı ve vadesini gösterir. İlgili banka aldığı vadeli hesap bakiyesini hamiline yazılı bir sertifika ile belgelendirmektedir. Bu yüzden ikincil piyasada likiditesi yüksek bir araçtır. (İslatince, 2018)

### **2.6.2. Yatırımcısına Ortaklık Hakkı Sağlayan Finansal Araçlar**

Yatırımcısına ortaklık hakkı sağlayan finansal araçlar birçok formda gerçekleşebilmektedir. Ortaklık hakkı sağlayan finansal kıymetlerin yatırımcılar için anlamı, maruz kalınacak riske oranla elde edilecek getirinin değişiklik göstermesidir. Diğer bir deyişle; devlet tahvili, hazine bonusu gibi sabit getiriden farklı olarak risk-getiri çapasının bulunmasıdır. (Claessens, 1995) Hisse senedi ve türevleri olarak adlandırılan bu kıymetler Paylar, Depo Sertifikaları ve müşterek fonlardan oluşmaktadır.

### 2.6.2.1. Paylar

Anonim şirketler kanuni lafzından da anlaşılacağı üzere sermayesi muayyen olan şirketlerdir. Bu sermayenin her bir birimine ise pay denilmektedir. Dolayısıyla pay kavramının bize çağrıştırdığı ilk şey esas sermayenin bir parçası olduğudur. Anonim şirket ne kadar paylara bölündü ise yani şirkette ne kadar pay var ise aynı sayıda pay sahibi var demektir. Burada şirket payını pay sahibinin kişiliğinden ayırık olduğu sonucuna varabiliriz. Poroy ve Tekinalp'e (2017) göre her bir payın birbirinden bağımsız olarak ve hak sahibinin kim olduğuna bakılmaksızın hakların ve borçların kaynağı olarak görmek mümkündür.

Anonim ortaklıklarda esas itibariyle pay sahibinin haklarını, idari ve mali haklar başlığı altında incelemek mümkündür. İdari haklar; yönetime katılmayı ifade eden haklardır. Dolayısıyla, bu haklar katılma hakları olarak da literatürde yer alırlar. Genel itibariyle bu haklar pay sahibine oy verme hakkı, genel kurula katılabilme hakkı, bilgi alma hakkı inceleme hakkı, sorumluluk davası açma hakkını sağlamaktadır. (Uysal, 2016). 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ortaklık içerisinde yer alan pay sahiplerine bir takım mali haklar tanımıştır. Bunlar içerisinde en önemlileri: kâr payı alma hakkı, tasfiye bakiyesinden yararlanma hakkı, hazırlık devresi faizi hakkı, rüçhan hakkı (yeni pay almada öncelik hakkı), birleşme, tür değiştirme ve bölünmelerde ayrılma akçesinin talep hakkı ve denkleştirme talebi davası şeklindedir. (Poroy ve Tekinalp, 2017)

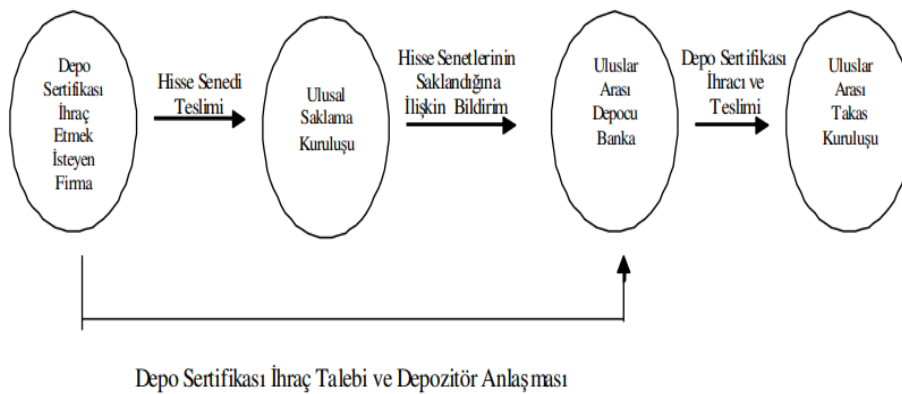
Demircan'a (2003) göre gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi alımı, uluslararası portföy yatırımları içinde en hızlı gelişen ve en çok başvurulan yöntem olmuştur. Finansal liberalizasyon süreci, muhasebe ve bilgi standartlarının gelişmesi, yaygın özelleştirmeler hisse senedi yatırımları için özendirici etkenler olmuştur. Arslan (1997) yabancı portföy yatırımcıları tarafından yerli pazardan alınan hisse senedinin, ülke ve ülkedeki firmalar adına önemli finansman kaynağı aracı olduğunu belirtmiştir. Yalçiner (2012) bu sürecin özellikle bireysel yatırımcılar açısından sakıncalar taşıdığını belirtir, buna neden olarak yatırım yapılacak firma hakkında bilgi edinme riskini ve işlem maliyetinin altını çizmektedir. Madura (2012) yaptığı çalışmada yabancı portföy yatırımcısının bulunduğu ülke dışında pay senedi yatırımı yapmasının; yüksek gelir beklentisi, yatırım yapacağı ülke ekonomik şartlarının kendileri lehine değişeceği beklentisi, portföy çeşitlendirmesi yöntemine başvurarak kendi ülkelerinde meydana gelebilecek bir riskin etkisinin azaltılabileceği nedenlerini sıralamıştır.

Madura (2012) yabancı portföy yatırımcılarının yerel piyasalardan doğrudan pay senedi satın almasının yanı sıra, küresel pazarlarda da firmaların pay senedi ihraç etmesi olanağı vardır. Büyük ölçekli şirketlerin, yerel pazarın dışına çıkarak uluslararası pazarlara yelken açması, bireysel ve kurumsal yatırımcıları, kendi toprakları dışında pay senedi yatırımı yapmaya yönlendirmiştir.

### 2.6.2.2. Depo Sertifikaları

Sermaye piyasası, depo sertifikaları için, bir depo kuruluşunu depo edilen belli bir miktardaki menkul kıymeti temsilen çıkarılan sertifikalardır. Bu sertifikalar, depo edilen menkul kıymetteki bütün haklara aynı oranda haiz olan eşdeğer finansal varlıklar olarak tanımlanmıştır (SPL, 2021). Dolayısıyla, depo edilen finansal varlıklar fiziki olarak bulundurulmadan bu varlıklara endeksli aynı getiri ve riske sahip türev araç sınıfında yer alan depo sertifikaları, firmalara yabancı sermaye piyasalarından finansman kaynağı sağlayan bir araçtır. Diğer taraftan uluslararası sermaye piyasalarına yatırım yapmanın da kolay bir yoludur. Depo sertifika işlemlerinin dört tarafı vardır;

- Depo sertifikası ihraç talebinde bulunan firma
- İhraççı ülkede saklama kuruluşu
- Uluslararası depocu banka
- Uluslararası takas merkezi



**Şekil 9.** Depo Sertifika Süreci

**Kaynak:** (Yalçınar, 2010).

depo sertifikası ihraç talebinde bulunan şirket, uluslararası depocu bir banka ile, tarafların görev, sorumluluk ve haklarının yer aldığı ve üzerinde uzlaşılacak depozitör anlaşma yapar. Tarafların anlaşmasına binaen, ihracat yapan şirket kendi yerel piyasasında işlem gören bir miktar hisse senedini, faaliyet gösterdiği ülkede yer alan saklama kuruluşunda güvence altına alır. Saklama faaliyetinde bulunan kuruluş pay senedinin belirtilen koşullarda teslim alındığını uluslararası depocu bankaya bildirerek güvence verir. Depocu banka saklama kuruluşunun bildirimine istinaden saklamaya konu hisse senetlerini temsil eden ve onunla aynı haklara haiz olan depo sertifikalarını ihraç eder ve ilgili borsaya kotasyon için talepte bulunur. Borsaya kote olmuş depo sertifikaları diğer pay senetleri gibi işleme tabi olur (Doğukanlı, 2012). Depo sertifikaları ihraç edildiği ülkelere göre adlandırılmaktadır. ABD hisse piyasasına ihraç edilenler ADR (American Depositary Receipt), Avrupa piyasalarına ihraç edilenler EDR (European Depositary Receipts), çeşitli uluslararası piyasalara ihraç edilenler ise GDR (Global Depositary Receipts) olarak adlandırılır (Yalçın, 2010).

### **2.6.2.3. Yatırım Fonu**

Menkul değerlere yatırım yapmak için yeterli düzeyde bilgi ve uzmanlığın olması gerekir. Bunun yanında bireysel portföyler yeterli büyüklüğe ulaşmadığından, oluşturulan portföyler de riskli olmaktadır. Tam da bu nedenden ötürü sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşları dediğimiz yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları oluşturulmuştur. (SPK, 2022) Yatırım fonları; küçük tasarruf sahiplerinden toplanan paralar karşılığı, profesyonel bir ekip tarafından inançlı mülkiyet esasına dayanarak tahvil, hisse senedi gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyü yönetmek amacıyla kurulan malvarlığı topluluğudur. Yatırımcının portföye ortak olmasını sağlayan belge ise katılma payıdır.

Genç (2015) yürütmüş olduğu çalışmada; uluslararası piyasalarda yatırım yapmak isteyen yabancı portföy yatırımcılarına imkan tanıyan fonlar; global, bölgesel ve ülke fonları olarak çeşitlendirildiğini belirtmiştir. Küresel (Global) yatırım fonları, yatırımcının kendi ülkesi dahil olmak üzere uluslararası piyasalardaki varlıklara yatırım yapmaya imkan veren finansal araçtır. Bölgesel fonlar ile belirli bölgelere yatırım yapılırken ülke fonları ile de belirli ülkelere yatırım yapılmaktadır.

Uzman bir ekip tarafından profesyonel bir şekilde yönetilen ülke fonları sayesinde, bireysel yatırımcılar pazar ve firmalar hakkında bilgi sahibi olmasına gerek kalmadan yatırımlarını yapabilmektedir. Genç'e (2015) göre birçok yatırımcı ülke fonlarını çeşitlendirilmiş endüstri kollarını kapsayan portföy yatırımı olarak nitelediğinden, bu finansal enstrümanı güvenilir bir yatırım aracı olarak görmektedir.



### 3. BORSA İSTANBUL

Sanayi devrimi ile beraber Avrupa’da anonim şirket türleri ortaya çıkmış ve bu şirketler hisse senedi ve tahvil ihraç etmeye başlamışlardır. Osmanlı’daki gayrimüslim tacirler de bu varlıklardan etkilenip Osmanlı topraklarında kullanmaya başlamışlardır. Osmanlı’da altın paranın tedavülde olması, kambiyo sınırlamalarının bulunmaması, varlıkların alım satımında kolaylık oluşturmuştur. Özellikle Tanzimat fermanından sonra Galata bankerlerinin öncülüğünde yurtdışından alınan menkul kıymetlerin alım satımı Osmanlı’da bu yönde bir piyasa oluşmasına katkıda bulunmuştur. (Fertegil, 2000)

Al ve Akar’a göre (2013), 1853-1856 yılında Kırım savaşı sebebiyle Osmanlı ilk dış borçlanmasını yapmış, borçlanmanın finansmanı olarak tahviller ihraç etmiş, bu tahvillerde 1854 yılında Galata Borsasında satılmıştır. Galata Borsasının günümüzdeki benzer işlemler yapan borsaya dönüşmesine bu hadise neden olmuştur. Kazgan’a (2006) göre resmi bir borsa olmayan Galata borsasının telgraf aracılığı ile Avrupa borsaları ile sürekli iletişimde olması onu Avrupa’nın en ünlü borsalarından biri haline getirmiş ve işlem hacmi gün geçtikçe artmıştır. Tüm bu gelişmeler İstanbul’da menkul kıymet pazarlarının oluşmasına vesile olmuş, galata bankerleri girişimleriyle de 1864 yılında dernekleştirilmiştir. Beşirli (2009), 1866 yılında çıkarılan bir kararname ile devlet kontrollü “Dersaadet Tahvilat Borsası” adıyla ilk borsamızın oluşturulduğunu dile getirmiştir. 1906 yılında isim değişikliğine giden bu borsa Esham ve Tahvilat Borsası adıyla Cumhuriyet dönemine kadar varlığını sürdürmüştür.

Kayıran ve Saygın’a (2019) Cumhuriyet dönemine kadar varlığını devam ettiren Esham ve Tahvilat Borsası, İzmir İktisat Kongresinde gündeme gelen borsaların millileştirilmesi, yabancı kambiyo oynaklıklarından piyasanın korunması kararlarından sonra 1929 yılında “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsalar Kanunu” ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olarak hizmet vermeye devam etmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarına kadar bir dizi yeni düzenlemelere tabi tutulan ve isim değişikliğine uğrayan borsa; 24 Ocak kararlarının ardından yaşanan gelişmeler ile birlikte 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adıyla açılarak 2 Ocak 1986

yılında faaliyetine başlamıştır. (İMKB, 1993; Fertegil, 2000), 2013 yılında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlemler Opsiyon Borsası tek çatı altında birleşerek “Borsa İstanbul” adı altında birleşerek faaliyete başlamışlardır (Borsa İstanbul, 2022)

### 3.1. Borsa İstanbul’un Ortaklık Yapısı

Borsa İstanbul’un ortaklık yapısı incelendiğinde hakim ortağın %80,60 pay oranı ile Türkiye Varlık Fonu (TVF) olduğu karşımıza çıkmaktadır. 5 Şubat 2017 tarihi itibariyle Hazineye ait olan payların TVF’ye devredilmesiyle birlikte ortaklık yapısı 2022 yılı itibariyle aşağıda tabloda belirtildiği gibidir:

*Tablo 1: Borsa İstanbul Ortaklık Yapısı*

Ortak Adı	Pay Adedi	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı %
Türkiye Varlık Fonu	34.112.660.441	341.126.604,41	80,60
QH Oil Investments LLC	4.232.340.000	42.323.400,00	10,00
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)	550.204.200	5.502.042,00	1,30
Borsa İstanbul A. Ş.	980.903.982	9.809.039,82	2,32
Diğer (Aracı Kurumlar, bankalar, kıymetli maden ve döviz şirketleri ile diğer şirketler)	2.447.291.377	24.472.913,77	5,78

**Kaynak:** Borsa İstanbul, 2022a

Tablodan anlaşılacağı üzere Türkiye varlık fonunun ardından en yüksek paya sahip %10 ile Katar Yatırım otoritesine ait olan QH Oil Investments LLC iştirakidir. 26 Kasım 2020 yılında yapılan anlaşma ile TVF'ye ait olan payların satışı gerçekleştirilerek TVF'nin Borsa İstanbul'daki hakim payı %80,6'ya düşmüştür. Aracı kurumlar, bankalar, döviz şirketleri ve kıymetli maden şirketleri Borsa İstanbul'da %5,80 oranında paya sahip olup kalan payların %2,32'si Borsa İstanbul A.Ş'ye %1,30'u ise Türkiye sermaye piyasaları birliğine aittir.

### **3.2. Borsa İstanbul Üyelik Yapısı**

Borsa İstanbul'da üye ya da üye olmayıp işlem yapma yetkisine haiz olabilmek için yetkilendirme yapılmaktadır. Borsa İstanbul üyeleri Sermaye Piyasasında faaliyet göstermek üzere yetkilendirilmiş olan aracı kuruluşlardan ya da Kıymetli Madenler Piyasasında işlem yapmak üzere yetkilendirilmiş kıymetli madenler aracı kuruluşlarından oluşmaktadır.

468 Kuruluşun işlem yetkisine haiz olduğu Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası en çok faaliyet gösteren kurumun yer aldığı piyasa olup (sınırlı yetki ile birlikte piyasadaki kurumların sayısı 516'ya ulaşmaktadır.) ardından 107 kuruluşun faaliyet gösterdiği Borçlanma Araçları Piyasası yer almaktadır. En az kuruluşun yer aldığı piyasa ise 17 kuruluş ile Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası olmuştur. 2022 yılı itibariyle Borsa İstanbul'un üyelik yapısı ve işlem yapma yetkisi bulunan kuruluşlar aşağıdaki tabloda ayrıntılı olarak gösterilmiştir:

**Tablo 2: Borsa İstanbul Üyeleri**

Piyasalar	Araç Kurumlar	Ticari Bankalar	Yatırım ve Kalkınma Bankaları	Katılım Bankaları	Kıymetli Madenler Araç Kurumları	Kıym. Maden Üretimi veya Tic. ile İstıgal Eden A.Ş.	Yetkili Müesseseler	Gerçek / Tüzel Kişi Kuyumcular*	Toplam
Pay Piyasası	72	0	1	0	0	0	0	0	73
Borçlanma Araçları Piyasası **	60	28	13	6	0	0	0	0	107
Para Piyasası **	15	16	5	1	0	0	0	0	37
Swap Piyasası **	4	23	11	4	0	0	0	0	42
Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası **	61	16	4	0	0	0	0	0	81
Kıymetli Madenler Piyasası **	0	16	3	6	16	16	22	0	79
Kıymetli Madenler Odunç Piyasası	0	10	0	3	0	2	2	0	17
Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası	0	2	0	2	4	6	15	439	468
Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası (Sınırlı Yetki)	0	0	0	0	0	0	0	138	138
	73	28	14	6	16	16	22	579	

**Kaynak:** Borsa İstanbul, 2022b

\*Gerçek/Tüzel Kişi Kuyumcular: Borsa İstanbul üyesi olmayıp kuyumculuk sektöründe faaliyet gösteren şirketleri ifade etmektedir. Elmas ve Kıymetli Taş Piyasasında işlem yapma yetkisi almış gerçek ve tüzel kişilerden oluşmaktadır.

\*\*Borçlanma Araçları Piyasası, Para Piyasası, Swap Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ve Kıymetli Madenler Piyasasında işlem yapma yetkisine haiz olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) üye niteliği bulunmamaktadır.

### 3.3. Borsa İstanbul'da Yer Alan Piyasalar

Borsa İstanbul'da şu piyasalar yer almaktadır:

- Pay Piyasası
- Borçlanma Araçları piyasası
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
- Kıymetli Maden ve Kıymetli Taşlar Piyasası

**Kaynak:** Borsa İstanbul, 2022c

### 3.3.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası

26.02.2023 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul resmi sitesinde pay piyasasına ilişkin: Farklı sektörlerde faaliyette bulunan şirket hisseleri, yeni pay alma hakları, gayrimenkul yatırım fonu ve girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları, gayrimenkul sertifikaları ve emtia sertifikaları, borsa yatırım fonları, varant ve sertifikaların işlem gördüğü ifade edilmiştir. (Borsa İstanbul, 2022d). Bu ürünlere yönelik bilgiler önceki bölümlerde yer alsa da toplu halde değerlendirilmesi amacıyla aşağıda kısaca değinilmiştir.

### 3.3.2. Borçlanma Araçları Piyasası

Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası, Türkiye'deki sermaye piyasalarında faaliyet gösteren özel sektör ve kamu kuruluşlarının borçlanma araçlarının işlem gördüğü bir piyasadır. Bu piyasa, önceden İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) olarak bilinen ve şu anda Borsa İstanbul olarak adlandırılan kurum çatısı altında yer almaktadır.

Borçlanma araçları piyasası, özellikle şirketlerin ve devletin borçlanarak kaynak elde etmeleri amacıyla çıkardıkları menkul kıymetlerin alım satımına olanak sağlar. Borçlanma araçları piyasasının temel işlevi, yatırımcılara düşük riskli yatırım araçları sunarak sermaye piyasalarının derinleşmesine ve gelişmesine katkıda bulunmaktır.

Borçlanma araçları piyasasında işlem gören finansal enstrümanlar ve bu enstrümanların özellikleri aşağıdaki gibidir.

**Devlet tahvilleri:** Devletin çıkardığı, belirli bir vade ve faiz oranıyla geri ödeme taahhüdünde bulunduğu borçlanma araçlarıdır. En az risk barındıran borçlanma araçlarından bir tanesidir. Devletin borçlanma gereksinimini karşılar.

**Özel sektör tahvilleri:** Özel sektör şirketlerinin çıkardığı borçlanma aracıdır. Belirli bir vade ve faiz oranıyla geri ödeme taahhüdünü içerir. Şirketlerin orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacına yöneliktir.

**Kira sertifikaları:** İslami finans prensiplerine uygun olarak çıkarılan ve yatırımcılara, çıkarılan varlık veya projeden belirli dönemlerde kira geliri elde etme hakkı sağlayan borçlanma araçlarıdır.

**Eurobondlar:** Türkiye'deki şirketlerin veya devletin döviz cinsinden borçlanma araçları olarak çıkardığı menkul kıymetlerdir. Bu araçlar, döviz cinsinden getiri elde etmek isteyen yatırımcılar için uygun bir seçenek sunar.

Borçlanma Araçları Piyasası, yatırımcıların ve ihraççıların borçlanma araçlarına yatırım yapabileceği bir platform sunarak, fiyat keşfi ve likidite sağlama, düşük işlem maliyetleri, yatırım çeşitliliği ve vergi avantajları gibi avantajlar sunar. Bu piyasa, sermaye piyasalarının derinleşmesine ve gelişmesine katkı sağlar ve düşük riskli yatırım araçları sunarak, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmelerine ve risklerini yönetmelerine yardımcı olur (SPK, 2022).

### 3.3.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

Vadeli İşlem Sözleşmeleri; Belirli bir vadede, önceden belirlenmiş olan fiyat, miktar ve nitelikleri belirlenmiş malı, finansal göstereyi, kıymetli madeni, döviz ya da sermaye piyasası aracını alma ya da satma yükümlülüğü doğuran sözleşmelerdir.

Opsiyon Sözleşmeleri; Opsiyon primi ödemiş tarafa yani opsiyonu alan tarafa, ödediği prim karşılığında belirli bir vadede önceden belirlenmiş olan fiyat, miktar ve nitelikteki malı, sermaye piyasası aracını, kıymetli madeni, döviz alma ya da satma hakkı veren sözleşmeleri ifade etmektedir. (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı, 2022).

BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP), Borsa İstanbul bünyesinde yer alan ve vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alınıp satıldığı düzenli bir piyasadır. VİOP, yatırımcılara ve işletmelere, risk yönetimi, korunma, arbitraj ve spekülasyon amaçlarıyla işlem yapma fırsatı sunmaktadır. Vadeli işlem ve opsiyon piyasasında; hisse senetleri, endeksler, dövizler, emtialar, faiz oranları ve enerji gibi farklı varlık türlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. VİOP, yatırımcılara gelecekteki fiyat dalgalanmalarına karşı korunma imkânı sağlarken, aynı zamanda piyasa

koşullarından yararlanarak kaldıraçlı işlemler gerçekleştirme şansı da verir. Bu piyasada yer alan finansal enstrümanlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

**Hisse senedi ve endeks bazlı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri:** Bu kategori, önde gelen endeksler (BİST 30, BİST 50, BİST 100 gibi) ve seçilmiş hisse senetlerine ilişkin vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini içermektedir.

**Döviz kurlarına dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri:** Euro, Dolar, İngiliz Sterlini gibi döviz çiftlerini baz alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu kapsamda yer alır.

**Emtia temelli vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri:** Altın, gümüş, bakır, buğday ve mısır gibi emtia ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu grupta yer almaktadır.

**Faiz oranlarına dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri:** Türk Lirası ve ABD doları para cinsinden referans faiz oranları dikkate alınarak düzenlenen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu kategoride bulunmaktadır.

**Enerji kaynaklarına dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri:** Elektrik, doğalgaz ve petrol gibi enerji ürünlerine ilişkin vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu kategoride bulunmaktadır (<https://tspb.org.tr/tr/>; <https://www.borsaistanbul.com/tr/>; Erişim Tarihi: 22.04.2023).

#### **3.3.4. Kıymetli Maden ve Kıymetli Taşlar Piyasası**

Borsa İstanbul Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası (KMTP), Türkiye'deki değerli maden ve taşların işlem gördüğü fiyatlandırma pazarıdır. Bu piyasa, yatırımcılar ve sektör profesyonellerinin altın, gümüş, platin gibi değerli madenler ve elmas, yakut, zümrüt gibi değerli taşlarla işlem yapmalarına vesile olur. KMTP, kıymetli madenler ve taşlar piyasasındaki arz ve talebin dengelenmesine, fiyatların şeffaf ve güvenilir bir şekilde belirlenmesine ve sektördeki düzenlemelere uyum sağlamaya katkıda bulunur (Borsa İstanbul, 2022e).

## 4. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ BORSA İSTANBULA ETKİSİ

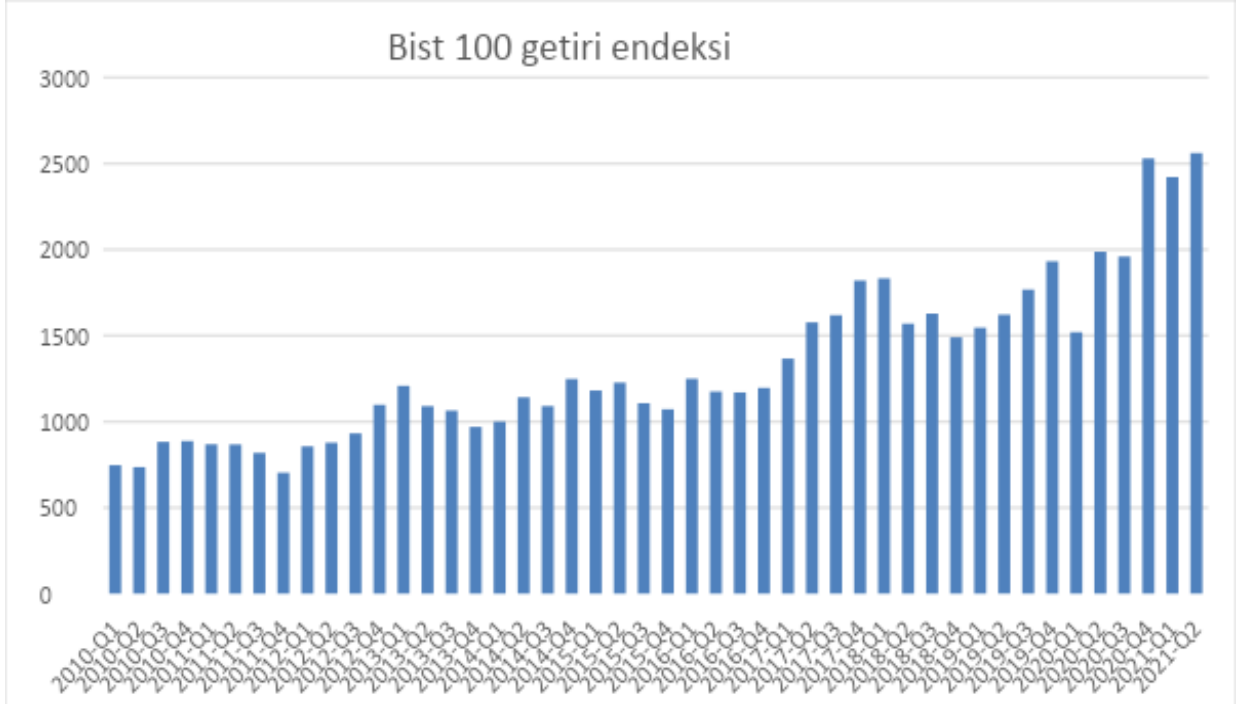
### 4.1. Çalışmanın Adımları

Bu çalışmanın amacı Yabancı Portföy değerlerindeki değişiklikler ile BİST Pay Piyasası arasındaki korelasyon bağı ve bu korelasyona nedensellik testi uygulanarak ilişkinin yönünü bulmaktır. Pay piyasasında baz alınan BİST-100 endeksidir. BİST-100 endeksinin BİST-30 ve BİST-50 endeksleri içerisinde yer alan şirket paylarını kapsamaması, Borsa İstanbul pay piyasasında ana endeks olarak BİST-100 endeksinin çapa olarak alınması, çalışmamızda temel olarak yer almasının ana etkeni olmuştur. 2010-2021 dönemleri arasında çeyreklik bazda yabancı portföy değerleri ile aynı dönem içerisinde BİST-100 pay piyasası kapanış değerleri arasındaki ilişki bu kapsamda incelenecektir. İlgili ilişkinin yönü Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger Nedensellik test metodu kullanılarak araştırılacak olup elde edilen bulguları anlamlandırmak için birim kök testi, durağanlık analizi, eş bütünleşme analizi gibi ekonometrik yöntemler kullanılacaktır.

### 4.2. Çalışmanın Veri Setleri

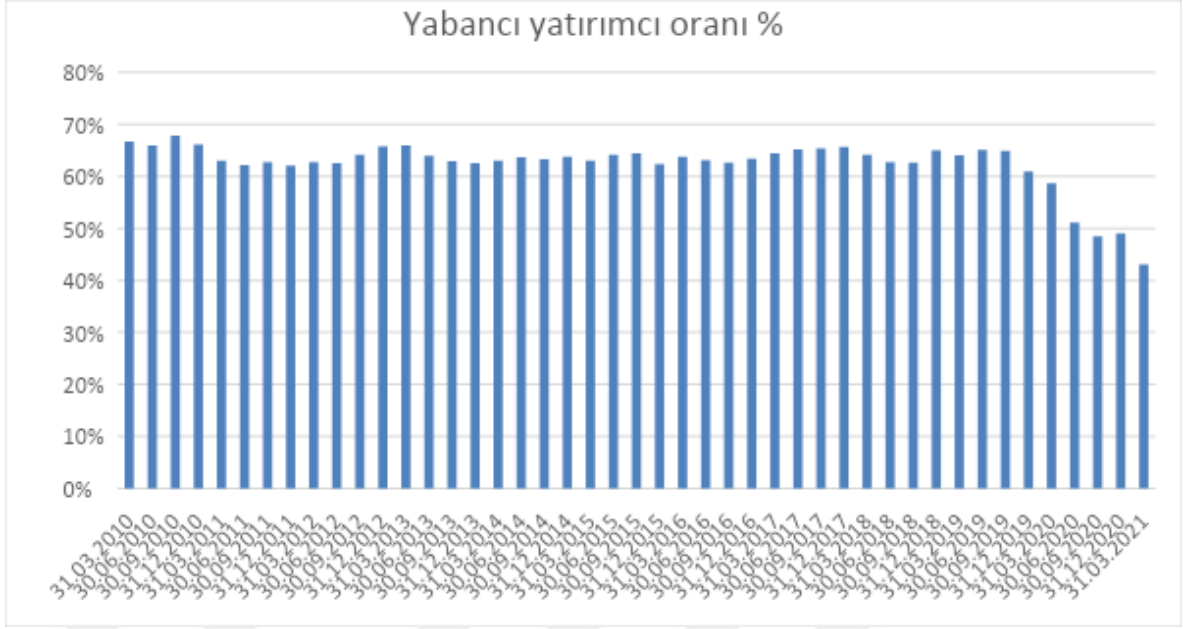
Bu çalışmada 2010-2021 tarih aralığındaki Yabancı portföy yatırımlarının portföy büyüklük oranları ile BİST-100 endeks getirileri arasındaki ilişki incelenecektir. Çalışma dönemi olarak 3'er aylık zaman dilimleri baz alınmıştır. Çalışmada kullanılan Yabancı yatırımcı portföy büyüklükleri, Borsa İstanbul yabancı yatırımcı sayısı ve oranları verileri, İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü aracılığı ile Merkezi Kayıt Kuruluşundan (MKK) talep edilmiş ve e-posta aracılığı ile ilgili veriler Excel formatında mevcut tezin yazarına iletilmiştir. Diğer veri setimiz olan BİST-100 getiri endeksleri ise Merkez bankasının Elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS) üzerinden elde edilmiştir. Çalışmada BİST-100 fiyat endeksi yerine getiri endeksi kullanılmıştır. Bunun nedeni getiri endeksinin fiyat endeksinden farklı olarak temettü ödemelerini de dikkate alması,

hisse senedindeki fiyatların ortalama değişiklikleri ile temettü getirisini de endekse yansıtabilmesinden kaynaklanmaktadır. Verileri analiz etmek amacıyla “Eviews 10” programından yararlanılmıştır.



*Şekil 10. BİST 100 getiri endeksi grafiği*

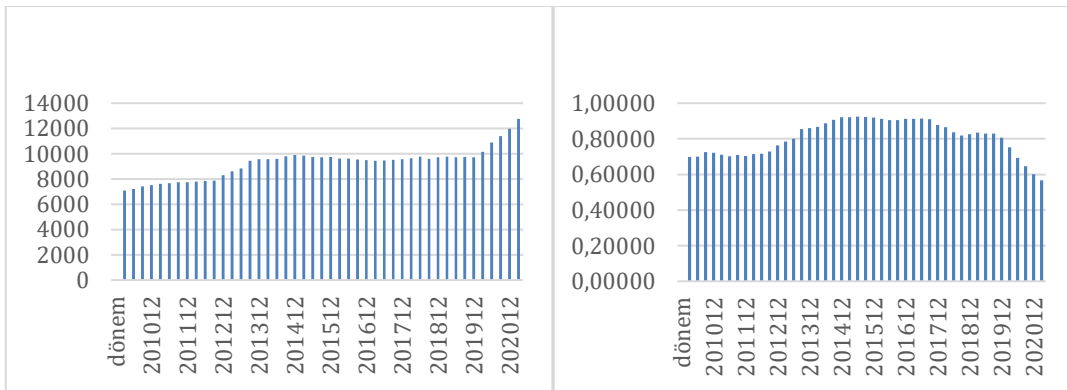
Şekil 10'dan anlaşılacağı üzere; BİST 100 getiri endeksi (Ek 1) dönemler itibariyle dalgalı seyir izlese de yükselen trend devam etmiş ve özellikle 2020-3. dönemden itibaren yükselen bir ivmede getiri sağlamıştır.



**Şekil 11.** Yabancı Portföy Değeri/Toplam Portföy Değeri

Yukarıdaki şekilden de anlaşılacağı üzere, 30 Eylül 2019 tarihinden bu yana yabancı yatırımcı oranlarının istikrarlı bir şekilde düşüş eğiliminde olduğu (detaylı sayılar için Ek 2), dünyayı etkisi altına alan pandemi salgını ile beraber yabancı oranlarının %50'nin altına düştüğü, 2021 ilk çeyrekte ise %42 düzeyinde olduğu anlaşılmaktadır.

Borsa İstanbul'da yatırımcı olarak yer alan yabancı uyruklu yatırımcıların verileri EK 3'te sunulan tabloda verilmiş olup bu tabloda yabancı portföy yatırımcı sayılarının dönemler itibariyle değişimi ve toplam Borsa İstanbul yatırımcı sayısı içerisindeki oranına yer verilmiştir.



**Şekil 12.** Yabancı Yatırımcı Sayısı ve Oranları

Yukarıda yer alan soldaki şekilde Borsa İstanbul'da yer alan yabancı portföy yatırımcı sayılarının dönemlik değişimi yer verilmiş, sağdaki şekilde ise yabancı sayısının toplam yatırımcı sayısı içerisindeki değişimi ele alınmıştır. Çalışmada, yabancı yatırımcı oranları dikkate alınırken, yatırımcı sayıları yerine portföy büyüklüklerinin ele alınması BİST içerisinde oluşan fiktif hesapların verileri etkileme potansiyelinden kaynaklıdır. Tek sicil uygulamasından kaynaklı olarak Pandemi dönemi ile halka arz furyasından nemalanmak isteyen yatırımcılar farklı kişiler üzerinden pay talebinde bulunabilmek için hesaplar açtırmış, açılan hesapla orantılı olarak yerli yatırımcının enflasyondan arındırılmış portföy değeri büyümemiştir. Analizin sağlıklı yapılabilmesi amacıyla bu çalışmada da yabancı yatırımcı oranları, yabancı yatırımcı portföy büyüklüğü üzerinden değerlendirmeye alınmıştır.

#### **4.3. Veri Analiz Yöntemleri ve Hipotez**

Bu çalışma niceliksel bir araştırma olup bu araştırma kapsamında çeşitli istatistiksel ve ekonometrik modeller ve testler kullanılmıştır. Çalışmanın ilk aşamasında veriler arasında anlamlı bir ilişkinin mevcudiyeti sorgulanarak korelasyon analizi uygulanmıştır. Korelasyon analizi, iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkinin yönünü ve gücünü belirlemek için kullanılan bir yöntemi ifade etmektedir. (Pearson, 1895). Çalışmanın ikinci aşamasında, gerçeklikten kopuk sahte tahminlere erişilerek yanıltıcı sonuçlara ulaşılmasını önlemek amacıyla serilerin durağanlık derecelerinin bilinmesi önem arz etmektedir ve bu nedenle verilere Augmented Dickey-Fuller testi uygulanmıştır. Greene'nin (2002) de açıkladığı gibi, Augmented Dickey-Fuller testi durağanlık değerlendirmesi olanağı sağlarken aynı zamanda eğilimlerin anlaşılmasına ve modelleme seçimlerine de rehberlik eder. Bu sunulan istatistiksel çerçeveye sıfır hipotezinin de test edilmesini sağlayarak verilerin durağanlıklarını test etmemize olanak sunar. Bu çalışma kapsamında, Augmented Dickey-Fuller testi verilerin durağanlıklarını değerlendirmek için kullanılırken, gecikme uzunluğunu belirlenmesi ve incelenmesi için gecikme uzunluğu testi ile sağlanmıştır (Greene, 2002). Bu kapsamda, verilerin farklı zaman noktaları içerisindeki dinamiklerini ve zamansal ilişkilerini daha iyi anlaşılması hedeflenmiştir. Gecikme uzunluğu belirlendikten sonra, endeksler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için Granger nedensellik yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada, iki ya da

daha fazla değişken veri arasında nedensellik bağı ele alınırken, değişkenler arasında bağımlılık bulunsa bile, bu bağımlılıktan yola çıkarak değişkenler arasında kesin bir neden sonuç ilişkisinin mevcut olduğu sonucu doğmamaktadır.

Gujarati (2001) konuya yönelik yapmış olduğu çalışmada;  $X_1$  ve  $Y_1$  gibi elimizde birbirini etkileyen iki değişkenin olduğunu ele alarak örnek vermiştir. Bu iki değişkenden  $X_1$  mi  $Y_1$ 'in nedeni ya da  $Y_1$ 'mi  $X_1$ 'in nedeni veya ele alınan bu iki değişken arasında birbirini etkileyen çift yönlü mü bir nedensellik bağı var gibi soruların cevabını Granger Nedensellik Testi ile verilebileceğini dile getirmiştir. Bu değişkenlerden, Ele alınan her iki değişkenin zamansal olarak birbirini etkileyebilme potansiyelinden kaynaklı olarak bu model tercih edilmiştir. Buradan hareketle  $X_1$  ve  $Y_1$ 'nin durağan varsayıldığı nedensel model ise aşağıdaki gibidir. (Granger, 1969: 431).

$$X_t = \sum_{j=1}^m a_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^m b_j Y_{t-j} + \epsilon_t$$

$$Y_t = \sum_{j=1}^m c_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^m d_j Y_{t-j} + n_t$$

Yukarıda yer alan model Granger tarafından geliştirilmiş bir modeldir. Bu model ile bir değişkenin halihazırdaki değeri ile diğer değişkenin geçmiş değerleri arasındaki ilişkiyi, yönü ve derecesini ölçebilmek mümkündür. Ana denklemimiz olan bu modeli çalışmamıza uygulayarak aşağıdaki modeller oluşturulmuştur. Aşağıda yer alan bu modellere gecikme uzunluğu ve durağanlık analizi tespiti yapılarak Granger testinde söz konusu modellere uygulanmıştır.

$$1.\text{model: } Y_{pd1} = \sum_{j=1}^2 b_j Y_{pd1-j} + \sum_{j=1}^2 c_j BİST_{t-1} + \epsilon_t$$

$$2.\text{model: } BİST_1 = \sum_{j=1}^2 b_j BİST_{t-1} + \sum_{j=1}^2 c_j Y_{pd1-j} + \epsilon_t$$

Yukarıda yer alan modeller kapsamında kurulan sıfır hipotezlerimiz aşağıdaki gibidir;  
Hipotez 0= Borsa İstanbul-100 Getiri Endeksi, Yabancı Portföy Büyüklüğünün nedenidir.  
Hipotez 1= Yabancı Portföy Büyüklüğü, Borsa İstanbul-100 Getiri Endeksinin nedenidir.

#### **4.4. Çalışmanın Geçerlik ve Güvenirliği**

Bu çalışmada kullanılan veri setleri ile istatistiksel ve ekonometrik testler tartışıldıktan sonra, bu son kısımda, çalışmanın yöntemsel olarak güvenirliliğinin ve geçerliliğinin nasıl sağlandığı aktarılacaktır. Öncelikle, bu çalışmada kullanılan veriler, bizzat Merkezi Kayıt Kuruluşu'ndan enstitü aracılığıyla ve Merkez Bankasının resmi elektronik veri dağıtım sistemi üzerinden temin edilmiş olup veri setleri güvenilir veri kaynaklarından temin edilmiştir. Güvenilir veri kaynaklarının kullanılması, çalışmanın güvenirliliğini ve geçerliliğini artırmaktadır. Ayrıca, çalışmadaki veri setinin, 2010'dan 2021'e kadar olan önemli bir zaman dilimini kapsamaması, yabancı portföy yatırımları ile BIST-100 getiri endeksi arasındaki ilişkinin kapsamlı bir şekilde analiz edilmesini sağlamakta, bu da çalışmanın geçerliliğini artırmaktadır. Üçüncü olarak, bu çalışmada birden fazla test ve istatistiksel yöntem kullanılması suretiyle, çalışmadaki değişkenler arasındaki ilişkiyi ve nedenselliği analiz etmek için sağlam bir yöntem kullanmayı amaçlamıştır. Kullanılan bu çoklu testler, birbirlerinin yöntemsel artı ve eksiklerini de tamamlamakta ve böylece analiz sonuçlarının güvenirliliğinin ve geçerliliğinin temin edilmesine katkı sunmaktadır. Bu sayede, niceliksel analizin en önemli güvenirlilik kriterlerinden birisi olan tekrarlanabilirlik, kullanılan metodolojilerinin okuyucu ile adım adım paylaşılması suretiyle de çalışmanın güvenirliliğinin artırılması hedeflenmiştir. Bu araştırma kapsamında şeffaf bir şekilde sunulan veri setleri kullanılacak bu istatistiksel adımlarla başka bir araştırmacı tarafından dahi yapılsa aynı sonuçların alınabilmesi mümkün kılınması sağlanmıştır. Genel olarak, bu çalışmada, sağlam bir metodoloji, güvenilir veri kaynakları ve elde edilen tekrarlanabilirlik net bulgulara çalışmanın geçerliliğinin ve güvenirliliğinin artırılması hedeflenmiştir.

## 5. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE BORSA İSTANBUL ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ VE DEĞERLENDİRMESİ

Bu çalışmada kullanılan 2010-2021 dönem aralığındaki yabancı yatırımcı portföy büyüklükleri ve BİST-100 getiri endeksi veri setleri 10 yıllık çeyrek dönemler olarak ele alınmıştır. Bu kapsamda, bir önceki kısımda da tartışıldığı üzere hem istatistiksel hem de ekonometrik modeller aracılığıyla değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı ve yönü incelenmiştir. Bu bölümde, veri analizleri iki ana başlıkta incelenecek olup birinci başlıkta çalışmanın ilk aşamasını oluşturan ve veriler arasında anlamlı bir ilişkinin mevcudiyetini sorgulamayı amaçlayan korelasyon analizinin sonuçları aktarılıp tartışılacaktır.

### 5.1 Korelasyon Analizi

Çalışmanın ilk aşamasında veriler arasında anlamlı bir ilişkinin mevcudiyeti sorgulanarak korelasyon analizi uygulanmıştır. Korelasyon analizi, iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkinin yönünü ve gücünü belirlemek için kullanılan bir yöntemi ifade etmektedir. (Pearson, 1895). Korelasyon katsayısı, -1 ile 1 arasında bir değere sahiptir. Değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı için bu değer mutlak değeri alınmaktadır. Katsayı 1'e ne kadar yakın ise değişkenler arasındaki ilişki de o kadar güçlü anlamı taşımaktadır. Pozitif bir korelasyon, bir değişkenin değeri arttıkça diğer değişkenin değerinin de arttığını Negatif bir korelasyon, bir değişkenin değeri arttıkça diğer değişkenin değerinin azaldığını, değişkenler arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu gösterir. Bu çalışma kapsamında uygulanan korelasyon testinden elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,783E+23	1	1,783E+23	1893,680	,000 <sup>b</sup>
	Residual	4,050E+21	43	9,418E+19		
	Total	1,824E+23	44			

a. Dependent Variable: VAR00001  
b. Predictors: (Constant), VAR00002

Coefficients <sup>a</sup>												
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-1,685E+10	4511214751		-3,735	,001						
	VAR00002	143138433,9	3289295,987	,989	43,516	,000	,989	,989	,989	1,000	1,000	

a. Dependent Variable: VAR00001

Collinearity Diagnostics <sup>a</sup>					
Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	VAR00002
1	1	1,947	1,000	,03	,03
	2	,053	6,072	,97	,97

a. Dependent Variable: VAR00001

## ➔ Regression

[DataSet0]

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
VAR00001	1,6910E+11	6,43829E+10	45
VAR00002	1299,0533	444,77314	45

Correlations			
		VAR00001	VAR00002
Pearson Correlation	VAR00001	1,000	,989
	VAR00002	,989	1,000
Sig. (1-tailed)	VAR00001	,000	,000
	VAR00002	,000	,000
N	VAR00001	45	45
	VAR00002	45	45

Variables Entered/Removed <sup>a</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	VAR00002 <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: VAR00001  
b. All requested variables entered.

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,989 <sup>a</sup>	,978	,977	9704381148	,978	1893,680	1	43	,000

a. Predictors: (Constant), VAR00002

Yukarıda yer alan korelasyon testinde değişkenler arasında ilişkinin düzeyinin 0,98 gibi değer yüksek olduğu, dolayısıyla çalışmada kullanılmasının anlamlı olacağı tespit edilmiştir. Bu test, bir sonraki aşamada kullanılacak olan ekonometrik modelde elde edilecek analiz sonuçlarının güvenilirliğinin ve geçerliğinin temin edilmesine birden fazla

test kullanılması yoluyla katkı sunmak amacıyla yürütülmüştür. Korelasyon analiz sonuçları detaylıca incelendikten sonra, çalışmanın ikinci aşamasında yürütülmüş ekonometrik analizlerin sonuçları tartışılacaktır.

## 5.2 Granger Nedensellik Analizi

Granger nedensellik analizinin uygulanabilir niteliğe ulaşması amacıyla durağan olmayan verilere Augmented Dickey-Fuller durağanlık analizi uygulanmış olup neticesinde, yabancı portföy değeri ve BİST-100 getiri endeks setine ait tanımsal istatistiklere aşağıda **Tablo 1’de** yer verilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı üzere yabancı portföy zirve değerine değerinin söz konusu dönemde 361053667127,16 en düşük değerin ise 86898060614,80 olduğu gözlemlenmiştir. BİST-100 getiri endeks değerlerini incelediğimizde en yüksek değerin 2528.71 puan, en düşük değerin 702.890 olduğu bulgularına erişilmiştir. Dönem ortalaması olarak BİST-100 getiri endeksinin 1177.650 olduğu sonucuna varılmıştır.

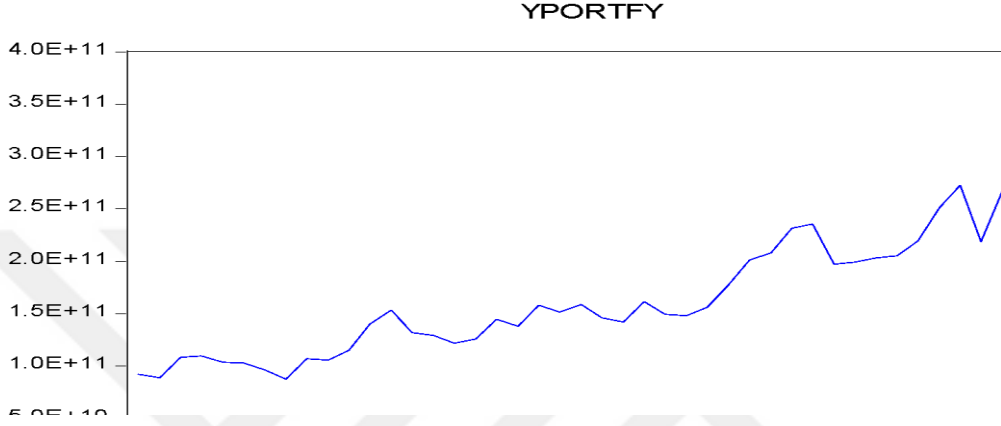
*Tablo 3: Yabancı Portföy Büyüklüğü ile BİST 100 Getiri endeksine ait İstatistik Veriler*

	En küçük Değer	En yüksek Değer	Ortalama Değer	Standart Sapma
<b>Yabancı Portföy Değeri</b>	86898060614,80	361053667127,16	1.50E+11	6.15E+10
<b>BİST-100 Endeksi</b>	702.8900	2528.710	1177.650	409.0037

**Kaynak:** TCMB verilerinden yararlanarak Eviews 10 Programı kullanılmıştır.

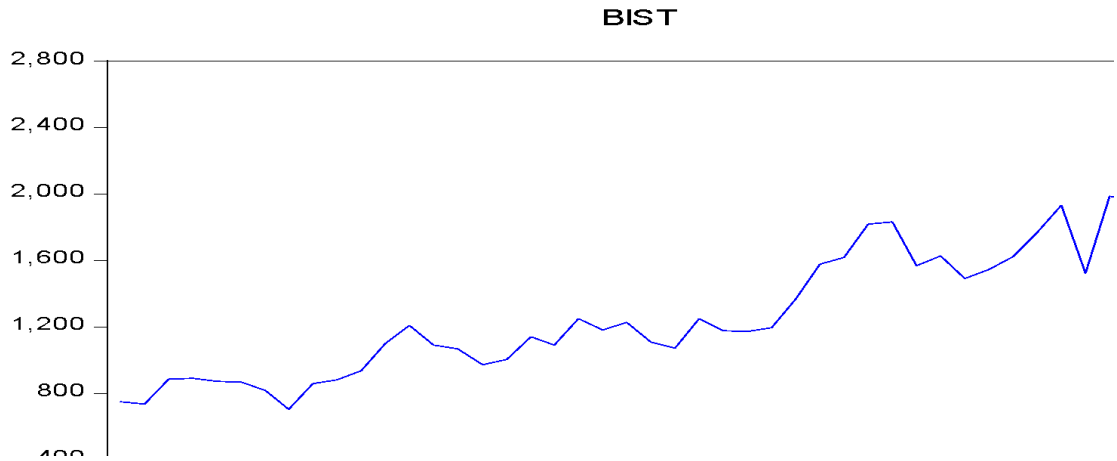
Yabancı Portföy Büyüklüğü ve Borsa İstanbul-100 getiri endeksi ilişkisini ele aldığımız bu bölümde bahse konu endeks serilerinin grafiklerine ayrıca yer verilmiştir. Yukarıdaki tabloda yer alan endeks değerlerinden yola çıkarak, yabancı portföy değerinin 2010 yılı ilk çeyrekte 91707132309,25 değerinden analizin son çeyreğinde 361053667127,163 seviyesinde gerçekleştiği dolayısıyla artan bir ivme içerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Aşağıda yer alan Yabancı Portföy değerine ilişkin grafiği

incelediğimizde bu durumu teyit edecek trend izlenebilmektedir (Şekil 13). Borsa İstanbul-100 getiri endeksi değerlerini incelediğimizde 2010-2021 dönem aralığında yükseliş trendi içerisinde yer alsa da sonraki dönemlerde dalgalı bir hal aldığı ve yükseliş trendini kırdığı gözlemlenmektedir. Şekil 14'te bu durumu yansıtan grafiğe yer verilmiştir.



**Şekil 13.** Yabancı Portföy Değeri Trendi 2010-2021

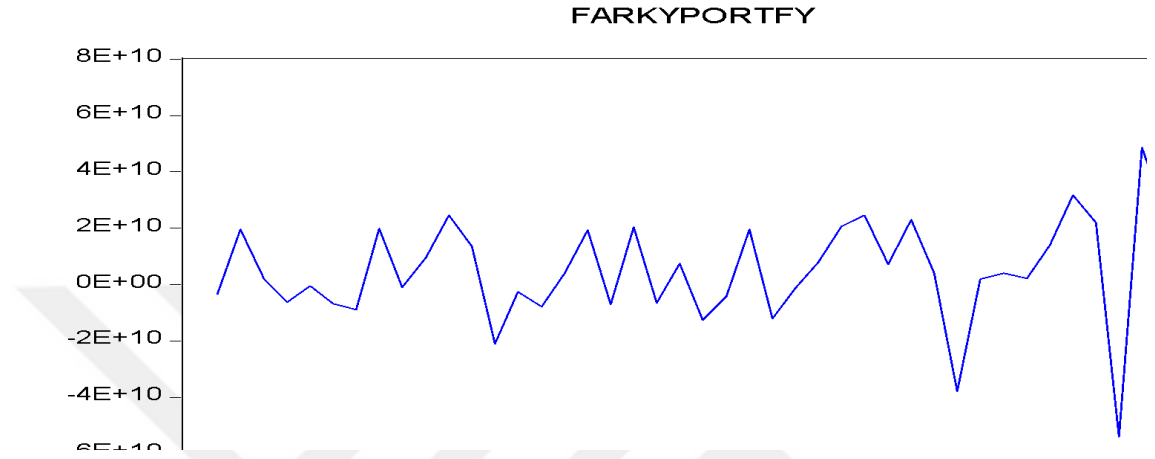
**Kaynak:** Eviews 10 Programı kullanılarak BİST verileriyle hazırlanmıştır.



**Şekil 14.** BİST- 100 Getiri Endeksi Trendi 2010-2021

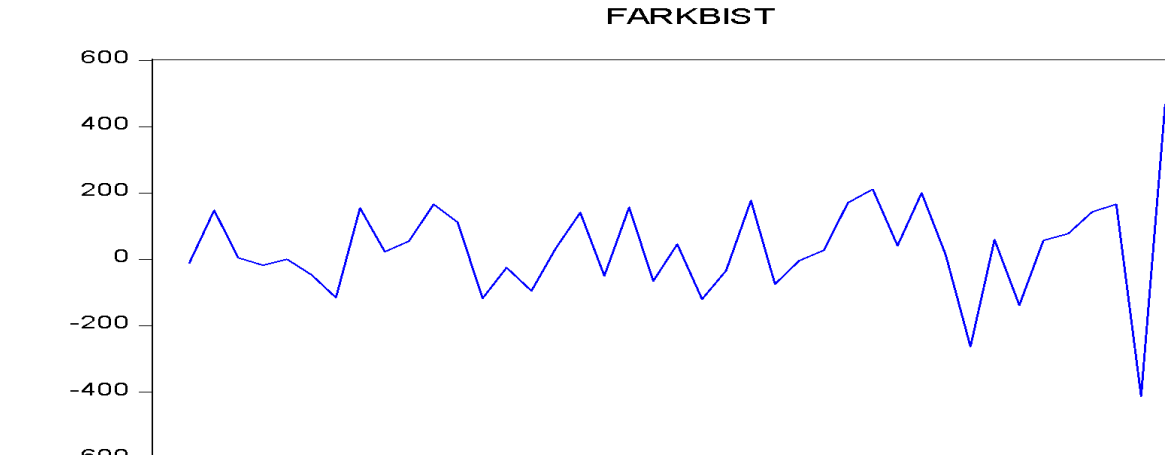
**Kaynak:** Eviews 10 Programı kullanılarak TCMB verileriyle hazırlanmıştır.

Yukarıda yer alan şekiller ve açıklamalardan da anlaşılacağı üzere söz konusu endekslerin seyrinin durağan olmadığı, dolayısıyla anlamlı sonuçlara ulaşmak için Augmented Dickey-Fuller testinin uygulanması gerektiği değerlendirilmiştir. Uygulanan Teste yönelik bilgiler aşağıdaki gibidir.



*Şekil 15. Durağan Hale Getirilmiş Yabancı Portföy Değeri*

**Kaynak:** BİST verilerinden faydalanılarak Eviews 10 Programı ile hazırlanmıştır.



*Şekil 16. Durağan Hale Getirilmiş BİST-100 Endeksi*

**Kaynak:** TCMB verilerinden yararlanılarak Eviews 10 Programı ile hazırlanmıştır.

Şekil 13 ve 14’te yer alan yabancı portföy değeri ve BİST-100 getiri endeksinin birinci farkı alındıktan sonra durağan hale gelmiş grafiği şekil 15 ve 16’da yer almaktadır. Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi, bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini belirlemek için kullanılır (Dickey & Fuller, 1979). Birim kök, bir zaman serisinin durağan olmadığını, yani ortalaması, varyansının değişken olduğunu içerir. Durağan olmayan zaman serileri ise hatalı ve yanıltıcı sonuçlara ulaşılmasına neden olabilir (Enders, 2014). Birim kök içeren zaman serileri farklılaştırılarak durağan hale getirilir (Gujarati & Porter, 2009). Bu yüzden ADF testi uygulanarak verilerin birim kök içerip içermediğine ilişkin test yapılmıştır.

**Tablo 4: Birim Kök Testine Yönelik Sonuçlar**

Method	Veri		t-istatistiği	Prob.
Augmented Dickey-Fuller (ADF)	Yabancı Portföy Değerleri	Sabit	1.068785	0.9966
		Sabit ve Trendli	-1.180923	0.9019
	Yabancı Portföy Değeri (Birincil Fark)	Sabit	-5.872599	0.0000
		Sabit ve Trendli	-6.140560	0.0000
	Hisse senedi Getirileri	Sabit	0.734477	0.9916
		Sabit ve Trendli	-2.469817	0.3407
	Hisse senedi Getirileri (Birincil Fark)	Sabit	-7.908001	0.0000
		Sabit ve Trendli	-8.045861	0.0000

İki veri setine de uygulanan ADF durağanlık analizi sonuçları Tablo 4’te yer almaktadır. Test çıktıları kapsamında, iki endeksin de veri düzey değerlerinin ADF istatistiklerinin mutlak değerleri alındığında %1 anlamlılık düzeyi olan Mac Kinnon kritik değerlerinin mutlak değerlerinden büyük olduğu, olasılık değerinin 0.05’de küçük olduğu sonucu elde edilmiştir. Birim kök varlığının reddedildiği istatistik bir ölçüt olan olasılık değeri 0.05 eşik değeridir. Netice itibariyle, ADF testi ile veri setlerinin durağanlaşmış olduğu sonucuna varılmıştır. Tablo 4’te yer alan sonuçlar dikkate alındığında, iki serinin de esasen düzey değerlerinde durağan olmadığı, bununla birlikte birinci farkları alındığında serilerin durağan hale geldiği ve nihayet serilerimiz için Granger nedensellik analizinin uygulanabilir niteliğe ulaştığı anlaşılmaktadır. Veri set aralığımız 2010-2021-2 dönemi kapsayan 10 yıllık çeyrek dönemleri içerdiğinden bu alanda yer alan literatürdeki çalışmalar da dikkate alınarak gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir.

**Tablo 5: Yabancı Yatırımcı Portföy Değeri Birincil Fark ve BİST-100 Getiri Endeksi Birincil Fark Gecikme Uzunluğu**

Gecikme Uzunluğu	*LogL	*LR	*FPE	*AIC	*SC	*HQ
0	-1193.078	NA	1.42e+24	61.28603	61.37134	61.31664
1	-1181.184	21.95793	9.46e+23	60.88122	61.13715	60.97304
2	-1170.693	<b>18.29127*</b>	<b>6.79e+23*</b>	<b>60.54837*</b>	<b>60.97492*</b>	<b>60.70141*</b>
3	-1169.404	2.116114	7.85e+23	60.68737	61.28454	60.90163
4	-1166.322	4.741646	8.30e+23	60.73444	61.50224	61.00992

Kaynak: Eviews programından faydalanılmıştır.

Tablo 5’te yer aldığı üzere yabancı yatırımcı portföy büyüklüğü ve BİST-100 getiri endeksi arasında en ideal gecikme uzunluğu \* simgesi tarafından gösterilmektedir. Yukarıda satırda yer alan en fazla yıldızın olduğu satır çalışmamız için optimal gecikme

uzunluğunu belirtmektedir. Bu kapsamda gerçekleştirilen testte ortak gecikme uzunluğu \*LR, \*FPE, \*AIC, \*SC ve \*HQ için “2” tespit edilmiştir. Söz konusu tespit doğrultusunda 2 gecikme için minimum değer yer aldığından model için uygun gecikme düzeyi olarak belirlenmiştir. Veri gruplarımıza durağanlık testi uygulanıp uygun gecikme uzunluğu saptandıktan sonra Granger nedensellik analizi uygulanmıştır. Analiz kısmının başında kurduğumuz modellerin (denklem 3 ve 4) sıfır hipotezleri aşağıda yer almaktadır.

$H_0$ = Pay senedi getirileri yabancı yatırımcı portföy değerinin nedenidir

$H_1$ = Yabancı yatırımcı portföy değeri pay senedi getirilerinin nedenidir.

Hipoteze göre Granger nedensellik testi çıktıları aşağıda Tablo 6’deki gibidir.

**Tablo 6:** Granger Nedensellik Analizi Çıktıları

<b>Bağımlı Değişken: BİST-100 Getiri Endeksi Birincil Fark Verileri</b>				<b>Sonuç</b>
	Chi-Sq	df	Prob.	Yabancı Yatırımcı Portföy Değerleri Hisse senedi getirisinin (BİST 100 getiri endeksinin), Granger nedeni değildir.
Yabancı Yatırımcı Portföy Değerleri Birincil Fark Verileri	5.156746	2	0.0759	
<b>Bağımlı Değişken: Yabancı Yatırımcı Portföy Değeri Birincil Fark Verileri</b>				
	Chi-Sq	df	Prob.	Pay senedi getirisi (BİST-100 getiri endeksi), Yabancı Portföy Değerinin Granger nedenidir.

Pay Senedi Getiri (BİST-100) Birincil Fark Verileri	6.705590	2	0.0350	
---	----------	---	--------	--

**Kaynak:** Eviews programı ile hazırlanmıştır.

Son olarak, yukarıda yer verilen Tablo 6-Granger Nedensellik Analizi çıktıları incelendiğinde; “Pay senedi getirileri (BİST-100 getiri endeksi) yabancı yatırımcı portföy değerinin nedenidir.” için  $H_0$  kabul edilmektedir. Fakat hipotezimizde yer alan diğer ilişkinin durumuna bakıldığında “ $H_1$ = Yabancı yatırımcı portföy değeri hisse senedi getirilerinin (BİST 100 getiri endeksi) nedenidir” için  $H_1$  reddedilmektedir.

Bu doğrultuda, yapılan analiz sonucu göstermektedir ki pay senedi getiri endeksi yabancı yatırımcı portföy değerinin nedenidir. Nedensellik yönü BİST-100 endeksinden Yabancı portföy değerine doğrudur.

## 6. SONUÇ

Sabit döviz kurları ve kontrollü sermaye hareketlerine dayanan Bretton Woods sisteminin çökmesi ile ülke ekonomilerinin gelişmesi ve finansal piyasaların serbestleşmesi için müdahalenin en aza indirgenmesi fikri ortaya çıkmış ve finansal piyasaların küreselleşme süreci hız kazanmıştır. Bottery'nin (2003) ifade ettiği gibi küreselleşme ile birlikte sermayenin önündeki engeller kalkmıştır. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ticaret Örgütü gibi kurumların ortaya çıkması küresel piyasalarda sermaye akışını hızlandıran ve aynı zamanda sermaye hacmini arttıran önemli kuruluşlar olarak yer almıştır. Diğer yandan teknolojinin hız kazanması ile birlikte yatırım araçları çeşitlendirilmiş ve farklı enstrümanlara yatırım yapmak için harcanan zaman azalmıştır. Ülkemizde ise uluslararası piyasalar ile entegrasyon süreci daha çok 1980 yılından sonra başlamıştır. Kazgan'a (2002) göre 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte ekonomi alanında köklü değişiklikler yaşanmış, ihracata dayalı ekonomi modelinin temelleri atılmıştır. Piyasa ekonomisinin benimsenmesi ve radikal liberalleşme sürecinin başlamasıyla birlikte Türkiye finansal piyasalarında köklü değişiklikler yaşanmıştır. Döviz kuru rejiminin serbest bırakılmasıyla yurt içinde yerleşik olmayan kişilerin ülke içinde menkul kıymet alıp satmaları, yerleşik olanların yurt dışından döviz üzerinden kredi alma olanağının getirilmesi gibi uygulamalar finansal piyasaların küresel piyasalara entegre olması anlamında atılan önemli bir adımı oluşturmuştur. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulunun ve ardından 1985 yılında Borsa İstanbul'un kurulmasının finans sistemimizi küresel piyasalara ile ilintili hale getirmiş, yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'ye çekilmesi İMKB ile hedeflenmiştir.

Sermaye piyasasının derinleşmesi, firmaların finansman sağlayarak yeni yatırım alanlarını keşfetmesi, ülkeye döviz kaynağı kazandırarak kur baskısının azaltılması ve kaynak maliyetlerini düşürerek planlanan projelerin hayata geçirilmesinde önemli bir etken olduğu için ülkemiz açısından yabancı portföy yatırımlarının sermaye piyasamıza yatırım yapması önem arz etmektedir. Her ne kadar portföy yatırımlarının nakde dönüş hızı ve bunun getirdiği hareket kabiliyeti, ülke ekonomisinden ani çıkış riskini

beraberinde getirirse de döviz açığı olan ülkeler için bu finansman kaynağına ihtiyaç duyulmaktadır.

Literatürde yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri olarak döviz kuru, makro ekonomik göstergeler, bankacılık sisteminin dayanıklılığı, kredi derecelendirme notları, cds primleri, toplam döviz rezervleri, borsa endekslerinin istikrarı gibi değişkenleri işaret ederek içsel değişkenlerden bahsedilmiş, dışsal etki olarak FED ve ECB gibi uluslararası finans kuruluşların uyguladıkları para politikası kararların gelişmekte olan ülkelere yönelecek portföyün yön ve miktarını tayin ettiği belirtilmiştir. (bkz. Öztekin ve Ertaş, 2009; İltter ve Gök, 2021)

Yabancı Portföy yatırımlarına yönelik bu çalışmaların yanında Borsa İstanbul'da yer alan şirketlerin hisselerini etkileyecek makro değişkenlere yönelik çalışmalar mevcuttur. İltter ve Gök'ün (2021) çalışmalarında da dile getirdiği gibi yabancı portföy yatırımlarını cazip kılacak hisse senedi fiyatlarını etkileyen çok sayıda değişken bulunmaktadır. Bu çalışmada pay piyasası getirilerini etkilediği düşünülen Yabancı Yatırımcı Portföy Büyüklükleri ve Borsa İstanbul Pay Piyasasının ana endeksi olan BİST-100 getiri endeksi arasındaki ilişki ve bu ilişkinin yönü incelenmiştir. İncelemeye konu Borsa İstanbul'da yer alan yabancı portföy yatırımcı sayısı ve oranları İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü aracılığı ile Merkezi Kayıt Kuruluşundan temin edilmiş, BİST-100 Getiri Endeksi ise Merkez Bankasının resmi sitesinde yer alan veri platformundan elde edilmiştir.

Veri seti olarak Yabancı Yatırımcı Portföy Büyüklükleri ve BİST-100 Getiri endeksi, 2010-2021 yılları arasında üçer aylık çeyreklik periyotlar dahilinde çalışmaya konu edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki durağanlık analizi, gecikme uzunluğu belirlenerek Granger nedensellik testleri ile irdelenmiştir.

Literatürde yer alan bu konudaki çalışmalarda, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinin sermaye piyasaları üzerinde etkili olduğuna dair bulgular elde eden araştırmalar mevcuttur (Choe, Kho ve Stulz, 1999; Froot, O'Connell ve Seasholes, 2001). Ancak, bu çalışmada elde edilen bulgular, Türkiye'deki hisse senedi piyasasının performansının yabancı yatırımcıların portföy değerlerinden bağımsız olarak hareket ettiğini göstermektedir. Diğer bir deyişle, Borsa İstanbul'daki yabancı portföy değeri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki çalışmamızda bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, Türkiye'deki hisse senedi piyasasının performansının, yabancı yatırımcıların portföy değerlerinden bağımsız olarak hareket ettiği anlamı çıkmaktadır.

Türkiye'de hisse senedi fiyatlarının yabancı yatırımcı portföy büyüklüklerinden bağımsız hareket etmesinin altında farklı dinamiklerin olduğu düşünülmektedir. Özetle bu durumlar:

- Yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarında, belirli sektörler ve şirketlere yönelebilirler. Sektör ve şirket bazında gerçekleşen performans, Borsa İstanbul-100 Getiri endeksinden farklı olabilir.
- Yabancı portföy yatırımcıları genellikle döviz üzerinden yatırımlarının performansını değerlendirirler. Yatırımcı hisse senedine yatırım yaparken anlık döviz kurunu ve hisse senedinden çıkış yaptığı andaki döviz kurunu kıyaslayarak kendi para birimi bazında ülkesinde gerçekleşen enflasyon verilerini de dikkate alarak reel getiri sağlamışsa getiri elde ettiğini düşünmektedir. Bu nedenler Türk lirasının döviz karşısındaki dalgalanmaları BİST-100 Getiri endeksinden ayrık düşebilir. (Adler, Dumas;1983)
- 2020 yılında gerçekleşen tek sicil uygulaması ile birlikte aynı kişi farklı aracı kurumlardan açtığı hesaplar ile halka arz edilen paylar için talepte bulunamamaktadır. Pandemi dönemi ve sonrasında gerçekleşen halka arzlarda şirket hisse performansında gerçekleşen tavan serileri yerli yatırımcıların rekor düzeyde Borsa İstanbul'a girişine vesile olmuştur. 2019 yılı başında bir milyon civarı olan yatırımcı sayısı 2020 yılı sonrasında iki milyonu aşmıştır. Tek sicil uygulaması ile birlikte halka arz edilen firmalardan yakınları üzerine hesap açarak talepte bulunmak isteyen yerli yatırımcı etkisi de bu artışa sebebiyet vermiştir. Yerel yatırımcıların risk toleransları ve beklentileri, hedefleri yabancı yatırımcılardan farklılık arz edebilir ve bu durum BİST-100 getiri endeksi üzerinde rol oynar. Nitekim, Bayraktar ve Koy (2022) çalışmalarında Pandemi döneminde halka arzlara olan ilginin rekor düzeyde yatırımcıyı Borsa İstanbul'a çektiğine değinmişlerdir.
- Pandemi dönemi ile birlikte kripto piyasasında meydana gelen yatırım akışı BİST-100 Getiri endeksinin performansını etkilemektedir. Yerel yatırımcıların pandemi sonrasında kripto borsalarına yoğun ilgisi Kripto paralarda balon fiyat oluşumuna sebep olmuş, 2018 son çeyreğinden 2019 üçüncü çeyreğe kadar yerli yatırımcının

bir kısmı Borsa İstanbul'dan ayrılmıştır. Mete, Ersoy ve Koy (2019) Kripto paralarda Varlık Balonu adlı çalışmasında Bitcoin fiyatında meydana gelen %2000'lik artışın yatırımcıların ilgisini arttırdığını dile getirmiştir.

- Ekonomik, siyasi ve sosyal etkilerde BİST-100 getiri endeksini, Yabancı portföy yatırımlarından bağımsız hareket etmesine neden olabilir. Yabancı yatırımcılar portföy yatırımlarının yanı sıra enflasyon oranları, hükümet politikaları, sosyal ve siyasi çatışmaların etkisi altındadır.

Ancak, bu sonuçlar kesin olarak yabancı yatırımcıların etkisinin olmadığını göstermez. Türkiye'deki finansal piyasaların dinamikleri ve yapısal özellikleri, yabancı yatırımcıların etkisinin farklı boyutlarını ortaya çıkarabilir. yabancı yatırımcıların etkisi, kısa ve uzun vadede farklı olabilir. Bu nedenle, gelecekteki çalışmalar, yabancı yatırımcıların Borsa İstanbul'daki etkisinin farklı yönlerini ve boyutlarını daha ayrıntılı bir şekilde incelemelidir. Özellikle, sektörel ve şirket düzeyindeki analizler, yabancı yatırımcıların etkisinin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunabilir. Ayrıca, dönemsel analizler ve farklı zaman dilimlerinde yapılan analizler, yabancı yatırımcıların etkisinin zaman içinde nasıl değiştiğini göstererek daha kapsamlı bir perspektif sunabilir.

Yöntem kısmında da detaylı bir şekilde paylaşıldığı gibi, bu çalışmada, sağlam bir metodoloji, güvenilir veri kaynakları ve elde edilen tekrarlanabilirlik net bulgulara çalışmanın geçerliğinin ve güvenilirliğinin artırılması hedeflenmiş olsa da çalışmanın belli kısıtları da mevcuttur. Örneğin, çalışma sadece yabancı yatırımcı portföy büyüklükleri ile BIST-100 getiri endeksi arasındaki ilişkiyi temel aldığı için çalışmanın yabancı portföy yatırımlarını etkileyebilecek muhtemel diğer potansiyel faktörleri gözden kaçırma ihtimali mevcuttur. Bu sınırlı kapsam, çalışmanın belli bir konu üzerine detaylı bir şekilde odaklanılmasına fırsat sunarken aynı zamanda yabancı portföy yatırımlarını etkileyebilecek diğer değişkenleri dikkate almamıştır. İleride yürütülebilecek daha uzun süreli, kapsamlı ve disiplinlerarası geniş katılımlı bir projede, kapsam genişletilerek yabancı portföy yatırımlarını etkileyebilecek ekonomik göstergelerden, siyasi olaylara ve küresel piyasadaki değişkenlere kadar daha geniş bir faktör yelpazesi ele alınabilir. Mevcut çalışmada, korelasyon, Augmented Dickey-Fuller ve Granger nedensellik testleri gibi veri analiz teknikleri kullanılmış olup bu konuda ileride yapılacak bir çalışmada panel veri analizi, zaman serisi modellemesi veya vektör otoregresif model gibi daha ileri ekonometri teknikler kullanılması suretiyle, yabancı portföy yatırımları ile piyasa

endeksleri arasındaki ilişkiye dair daha sağlam ve incelikli bilgilerin edinilmesi sağlanabilir.

Mevcut tez, tamamen niceliksel bir araştırma olarak tasarlanmıştır. İleride yürütülecek daha kapsamlı bir çalışmada, niceliksel veri toplama araçları, derinlemesine mülakat ve açık uçlu cevapların temin edileceği anketler gibi niteliksel araçlarla desteklenerek yabancı yatırımcıların motivasyonları ve karar alma süreçlerine dair de bir bulgu edinmek mümkün olabilir. Karma yöntem araştırmasının kullanılacağı böyle bir çalışmada, konunun daha kapsamlı ve çok boyutlu olarak ele alınması mümkün olacaktır. Bu çalışma mevcut bulguları, kısıtları ve önerileri ile Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları ile piyasa endeksleri arasındaki ilişkiye niceliksel bir çerçeveden detaylıca yaklaşmış ve bu tezin giriş kısmında amaçladığı üzere, okuyucuların, yatırımcıların, finansal araçları, yabancı sermaye hareketliliğini ve yerel borsa endekslerini arasındaki etkileşimin daha iyi anlaşılması ve daha bilinçli yatırım ve risk yönetimi stratejileri geliştirmesi niyetiyle mevcut literatüre bir katkı sunmuştur.

## KAYNAKÇA

- Açıklım, S. ve Seyfettin Ü. (2009). *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Adler, M. ve Dumas, B. (1983). International portfolio choice and corporation finance: A synthesis. *The Journal of Finance*, 38(3), 925-984.
- Akar, C. (2008). Hisse Senedi Fiyatlarıyla Yabancı İşlem Hacmi Arasında Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı. Balıkesir Üniversitesi, *Bandırma İİBF Dergisi*, 1(1), 20-39.
- Akgönül, H. (2000). Küreselleşen dünyada uluslararası sermaye hareketleri. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 19-28.
- Akyıldız, D. ve Eroğlu, D. Ö. (2004). Türkiye Cumhuriyeti Dönemi Uygulanan İktisat Politikaları. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9 (1).
- Aksoy, E., (2014), *Uluslararası Portföy Yönetimi*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksöyek, İ. ve Yalçın, K., (2011). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Al, H. ve Akar, Ş. K. (2013). *Galata Borsası 1830-1873*. İstanbul: Borsa İstanbul Yayınları.
- Albuquerque, R., Loayza, N. & Servén, L. (2005). World market integration through the lens of foreign direct investors. *Journal of International Economics*, 66(2), 267-295.
- Ar, K. (2007). Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Ücretlerin Gelişimi, Ankara, (çevrimiçi) <http://www.kamu-is.org.tr/pdf/kamilnecdetar.pdf>, 9 ekim 2011, ss 23-25 (Erişim Tarihi: 20.05.2022)
- Arıkan, D. (2006). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları* İstanbul: Arıkan Yayıncılık.

Arslan, İ., & Kanat, S. (2011). The role of foreign institutional investors in the İstanbul Stock Exchange. *Iktisat İşletme ve Finans*, 26(304), 9-32.

Aslan, S. (2001). *Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketleri ve Türkiye*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Atik, M. (2020). Uluslararası Sermaye Hareketliliği ile Sağlanan Yabancı Yatırımcı Oranındaki Değişimin Borsa İstanbul Üzerine Etkisi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*,12(4), 4097-4112.

Aydoğan, K., & Gürsoy, Ç. T. (2000). Volatility of ISE and the response of the monetary authorities. *Russian & East European Finance and Trade*, 36(5), 5-25.

Ay, İ.C. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Bölgeselleşme Eğilimlerinin Dinamikleri*. İstanbul: Om Yayınevi.

Aykaç, B. (1996). *Portföy analizi ve bir uygulama*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi) İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Bağımsız Sosyal Bilimciler-iktisat Grubu, B. (2014). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler *Mülkiye Dergisi* , 25 (229) , 11-70.

(<https://dergipark.org.tr/tr/pub/mulkiye/issue/230/422> Erişim tarihi: 09.07.2022)

Başar, G.P. (2019). *Optimum Portföy Oluşturma ve BİST'te Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.

Baykan, G. (2010). *Portföy yönetimi ve İMKB'de bir uygulama*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Bayraktar Y.S. ve Koy, A., (2022), İlk Halka Arzların BİST100 Endeksi Volatilitesine Etkisi: Covid-19 Pandemisi Dönemi, *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 7(4), 944-965.

Becker, C. & Noone, C. (2009), “Volatility in International Capital Movements”, *Research Discussion Paper*, International Department Reserve Bank.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *The Journal of Finance*, 55(2), 565-613.

Berk, N., (2003), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Berksoy, T. ve Saltoğlu, B.(1998), “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, *İstanbul Ticaret Odası Yayın no:58*, İstanbul.

Beşirli, M. (2009). Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilât Borsası’ndan Eshâm ve Tahvilât Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(1), 185-208.

Bohn, H. & Tesar, L. L. (1996). U.S. equity investment in foreign markets, *Portfolio rebalancing or return chasing American Economic Review*, 86(2), 77-81.

Boğa, S. (2017). Finansal kırılmalıklar ve uluslararası sermaye hareketleri: gelişmekte olan ülkeler üzerine bir analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9 (16).

Borsa İstanbul (2022). *Tarihsel gelişmeler*. Erişim adresi:

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/27/tarihsel-gelismeler#:~:text=2013,Borsa%20%C4%B0stanbul%E2%80%9D%20markas%C4%B1%20olarak%20birle%C5%9Fti>

Borsa İstanbul (2022a). *Kurumsal yönetim*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/218/kurumsal-yonetim> (Erişim tarihi:22.12.2022).

Borsa İstanbul (2022b). *Genel bilgiler*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/64/genel-bilgiler> (Erişim Tarihi: 22.12.2022).

Borsa İstanbul (2022c). *Piyasalar*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/862/piyasalar> (Erişim tarihi: 22.12.2022).

Borsa İstanbul (2022d). *Pay Piyasası*. Erişim adresi: <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/68/pay-piyasasi> (Erişim tarihi:22.12.2022).

Borsa İstanbul (2022e). *Kıymetli madenler piyasası*. Erişim adresi: <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/408/kiymetli-madenler-piyasasi> (Erişim tarihi: 23.04.2023).

Bostan, F.(2010). *Doğrudan Yabancı Yatırımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Makroekonomik Etkileri* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Hatay.

Bottery, M. (2003). *Globalization and the educational policy context*. London: Pearson, Longman.

Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (1998). *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Kitabevi

Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayım.

Chambers, D. R. (2010). Modern Portfolio Theory, *Introduction and Overview, Part One. Research Reports*. p. 1-4, <https://www.aier.org/research/modern-portfolio-theory-introduction-and-overview> (Erişim Tarihi:13.07.2022).

Choe, H., Kho, B. C., & Stulz, R. M. (1999). Do foreign investors destabilize stock markets The Korean experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, 54(2), 227-264.

Cifter, A. (2013). The impact of foreign investors on stock market liquidity, Evidence from an emerging market. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 65-89.

Civan, M. (2007). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Claessens, S. (1995). The emergence of equity investment in developing countries: overview, *World Bank Economic Review*, 9 (1), 1-17

Clark, J., & Berko, E. (1997). Foreign investment fluctuations and emerging market stock returns: the case of Mexico. *FRB of New York Staff Report*, (24), 1-27.

Coşkun, Y. & Seven, Ü. (2016). Does financial development reduce income inequality and poverty,, Evidence from emerging countries, *Emerging Markets Review*, 26, 34-63.

Çapraz, İ. ve Demircioğlu, İ. (2003). Türkiye’den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar, *İstanbul Ticaret Odası Yayınları*. No: 2003-14.

Çatıkkaş, Ö. ve Okur, M. (2000). "İMKB’de Yabancı Yatırımcılar ve İMKB Ulusal100 Endeksi Üzerine Etkileri", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*. 10(3), 160-176.

Çelik, F. Ş. (2008). *Uluslararası piyasalarda spekülatif para ve sermaye hareketliliği ve tobin vergisi carry trade, hedge fonlar ve diğer spekülatif hareketler*. Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.

Çerçi, A. S. (2004) *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyümeye Etkisi*, (yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Çetenak, E. H. (2006). *Yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirileri üzerine etkisi, İMKB üzerine bir uygulama*, (yüksek lisans tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Çevik, F. (2020). *Gelişmekte olan ülkelerde borsa getirileri, net yabancı alımları ve döviz kurları arasındaki ilişkilerin analizi*, (Yayımlanmamış doktora tezi), İstanbul Ticaret Üniversitesi, İstanbul.

Çevik, F. ve Çankaya, S. (2020). Gelişmekte olan ülkelerde borsa getirileri, net yabancı alımları ve döviz kurları arasındaki ilişki, *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 4 (9), 23-43.

Demircan, H. (2003). “Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri”, *T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi*, No.35, Ankara.

Demirel, E. (2011). *Uluslararası Fianansal Piyasalarda PortföyYönetimi ve Opsiyon Sözleşmeleri*. İstanbul: Kriter Yayın.

Demirtaş, Ö. Ve Güngör, Z. (2004); Portföy yönetimi ve portföy seçimine yönelik uygulama, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Cilt 1, Sayı 4, 103-109.

Deniz, D. (2014). *Portföy yönetiminde uluslararası çeşitlendirme ve uygulamalı bir çalışma*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: İstanbul.

Dış İşleri Bakanlığı (2022). *İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı hakkında*. Erişim adresi: [https://www.mfa.gov.tr/iktisadi-isbirligi\\_ve-gelisme-teskilati-oecd.tr.mfa](https://www.mfa.gov.tr/iktisadi-isbirligi_ve-gelisme-teskilati-oecd.tr.mfa) (Erişim tarihi: 20.11.2022).

Dikkaya, M. & Özyakışır, D. (2013). *Türkiye Ekonomisinde Radikal Dönüşüm. Osmanlı'dan İkininli Yıllara Türkiye'nin Ekonomik Tarihi*, Ankara: Savaş Yayınevi.

Doğukanlı, H., & Çetenak, H. (2008). Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki: İMKB'de sına. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 1-22.

Durmuşkaya, S. & Mayıl, G. (2014). Yabancı payları ve getiri oranları arasındaki nedensellik ilişkisi: vadeli işlem piyasaları örneği, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (62), 1-20.

DURŞUN, G. (2004) *Yabancı Doğrudan Yatırımları ve Belirleyicileri*, (Yayımlanmamış doktora tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Dvorak, T. (2005). Do domestic investors have an edge The trading experience of foreign investors in Korea. *The Review of Financial Studies*, 18(3), 795-829.

EFE, B. (2002). *Küreselleşme sürecinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının analizi: İzmir örneği*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Eğilmez, M. (15.07.2022). *Kendime yazılar*. Erişim adresi [www.mahfiegilmez.com](http://www.mahfiegilmez.com)

- Eğricanlı, M. ve Gömleksiz, M. (2016). The effects of foreign investors trading activities on Istanbul stock Exchange, *Business and Economics Research Journal*, 7(1), 21-34.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I. & Moffett, M. H. (2001). *Multinational Business Finance*. Addison-Wesley Publishing Company, Inc. India.
- Eugene F. B. & Louis C. G. (1999). *Intermediate Financial Management*, 4th Edt.
- Fertekligil, A. (2000). *Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- Froot, K. A., O'Connell, P. G. & Seasholes, M. S. (2001). The portfolio flows of international investors, *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151-193.
- Gehrke, P. K. (2014). *Modern Portfolio Theory*, Finance & Strategic Management Master's thesis, Copenhagen Business School.
- Genç, E. (2015). *Uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicileri, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları bağlamında bir analiz: Türkiye örneği*, yayımlanmamış doktora tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Giddens, A. (1999). *Küreselleşme*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Griffin, J. M., Nardari, F., & Stulz, R. M. (2004). Are daily cross-border equity flows pushed or pulled, *The Review of Economics and Statistics*, 86(3), 641-657.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002) Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim Sayısı.
- Gündem, F. ve Tunç, R. (2010), *Finansal liberalizasyon politikaları ve küresel finansal krizin Türkiye üzerine etkileri: s&p 500 ve İMKB üzerinden bir analiz*, İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-1 Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı.
- Günsoy, B. (2006). *Küreselleşme Bir Varoluş Çözümlemesi*. Bursa: Esin Kitabevi.

Gürkan, S., Çevik, E. ve Korkmaz, T. (2014). *Borsa İstanbul'un Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları ile Entegrasyonu*. Bursa: Ekin Kitapevi.

Güzel, Y. (2018), *Doğrudan yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi seçme kriterleri ile yüksek nitelikli iş gücü göçünde ülke seçim kriterlerinin analizi: Cezayir örneği*, (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Hiç, S. (1991). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Mentuş Kitapevi.

Hirt, G. A.& Block, S. B. (2003). *Fundamentals of Investment Management*. McGraw-Hill: Irwin Inc. USA.

İlter, Ş. & Gök, R. (2021). Kredi temerrüt swaplarının (cds) doğrudan yabancı ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi: Türkiye örneği, *Maliye ve Finans Dergisi*, Özel Sayı (2), 233-252.

İnandım, Ş. (2005). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: türkiye örneği*, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011). İMKB 100 endeksi getirisi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin analizi, *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 123-133.

İslatince, N. (2018). *Finansal Araçlar*. M.Afşar (Der.), *Finansal Ekonomi içinde* (26-55). Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi yayını.

Jayasuriya, Shamila. (2005). Stock market liberalization and volatility in the presence of favorable markets characteristics and institutions. *Emerging Markets Review*. Vol. 6., s.171.

Kalfa, V. R. (2010). *Portföy analizi ve doğrusal programlama metodu ile İMKB'de bir uygulama*. (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi), Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Kaminsky, G. L., Lyons, R. K., & Schmukler, S. L. (2004). Managers, investors, and crises: Mutual fund strategies in emerging markets, *Journal of International Economics*, 64(1), 113-134.

Kandır, S. Y. (2008). Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 38, 199-209.

Kara, E. & Karabıyık, P. (2015). Ülke riskinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: borsa İstanbul'da bir uygulama, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 20 (1) , 225-239 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/pub/sduiibfd/issue/20812/222619> (erişim: 13.07.2022).

Karan, M. B.(2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitapevi.

Karluk, R. (2009). *Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika*, İstanbul: Beta Basım

Karluk, R. (2002). *Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı* <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>

Karlı, M.(2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları,

Kaya, E. (2015). Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımları Üzerine Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(4), 65-84.

Kayıran, M. ve Saygın, S. (2019). İzmir iktisat kongresi. *Türk dünyası uygulama ve araştırma merkezi yakın tarih dergisi*, 3 (5) , 27-70.

Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Khan M. S.& Nadeem U. H.(1987), Capital Flight from Developing Countries, *Finance and Development*, vol. 24, No. 1.

Kılıçbay, A. (1991). *Türk Ekonomisi*. Ankara: Türkiye İş Bankası.

Kim, W. & Wei, S. J. (2002). Foreign portfolio investors before and during a crisis, *Journal of International Economics*, 56(1), 77-96.

Korap, L. (2010). Identification of "Pull" & "Push" factors for the portfolio flows: svar evidence from the Turkish economy, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(2), 223-232.

Korkmaz, T., & Çevik, E. İ. (2007). Relationship between macroeconomic factors and ISE-100 index: A co-integration analysis. *Journal of Economic Cooperation*, 28(2), 79-100.

Koy, A. & Karaca, S. S. (2018). Daralma ve genişleme dönemlerinde uluslararası portföy yatırımları nasıl etkileniyor Türkiye örneği. *Öneri Dergisi*, 13(50), 90-105.

Kulalı, İ. (2016). Finansal varlıkları fiyatlama modeli ve beta katsayısının düzenlemeye tabi piyasalarda kullanımı, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 274-295.

Mckinnon, R. I.(1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: The Brooking Institution.

Mete, S., Koy, A. ve Ersoy, H. (2019). Kriptoparalarda Fiyat Balonu İncelemesi, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 13 (1), 105-120 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bddkdergisi/issue/57335/812495>

Melvin, M. (2004). *International Money and Finance*. Pearson AddisonWesley Inc. 7th edition. ABD, s.109-112.

OECD, “*Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*”, 4th Edition, 2008,

<http://www.oecd.org/dataoecd/26/50/40193734.pdf> (erişim tarihi:10.07.2022).

Okuyan, H. A. ve Erbakal, A. E. (2011). İMKB’de yabancı işlemleri ve hisse senedi getirileri ilişkisi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(2), 187-200.

Onay, C. & Ünlü, U. (2012). The impact of portfolio flows on stock returns: Evidence from Turkey. *Journal of Business & Economics Research*, 10(4), 239-250.

Ovalı, S. (2014). Ülke kredi notu değerlendirme kriterleri açısından Türkiye: AB ile karşılaştırmalı analiz, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10 (23), 53-80.

Özlen, S. & Ergun, U. (2012). Effects of foreign portfolio investments on Istanbul stock exchange and a causality analysis, *International Journal of Economics and Finance Studies*, 4(1), 83-90.

Öztekin, D.ve Erataş, F. (2009). Net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkinin küresel kriz çerçevesinde değerlendirilmesi: Türkiye uygulaması, Paper presented at Econ Anadolu 2009: *Anadolu International Conference in Economics*, 17-19 Haziran 2009, Eskişehir, 1-20.

Pearson, K. (1895). Notes on regression and inheritance in the case of two parents. *Proceedings of the Royal Society of London*, 58, 240-242

Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E. (2017). *Ortaklıklar Hukuku II*, İstanbul: Vedat Kitapçılık.

Richards, A. (2005). Big fish in small ponds: The trading behavior and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 1-27.

Rodoplu, G. (2001). *Para ve Sermaye Piyasaları*. Isparta: Kendi Yayınevi.

Rodrik, D. & Velasco, A. (1999). Short Term Capital Flows, *NBER Working Paper Series*. WP No: 7364.

Sağvul, D. (2007). *Sıcak Para Hareketlerinin İMKB'ye Etkisi ve Yıllar İtibarı ile Analizi*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Sarılı, S. (2010). *Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik göstergeler üzerine etkisi*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Sarıtaş, H. (2007). Türkiye ve Avrupa birliği piyasaları arasındaki korelasyon düzeyinin incelenmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 325-337.

Savaş, V. (2004). *Dünya Ekonomi Sistemi*. İstanbul: Yeditepe Üniversitesi Yayınları.

Selim, S. (2007). *Türkiye'nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları*. İstanbul:2006 Yayınevi.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Kurt iş Matbaası.

SPK (2002). *Sermaye Piyasaları Kurulu*. Erişim adresi: <http://www.spk.gov.tr/> Erişim tarihi: 14.07.2022.

SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığı (2021). *Merkezi Kayıt Kuruluşu*. Erişim adresi: <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/15-R-MKK%20Yat%C4%B1r%C4%B1mc%C4%B1%20Bilgilendirme%20Hizmetleri%20Tan%C4%B1t%C4%B1m%20Kitap%C3%A7%C4%B1%C4%9F%C4%B1.pdf> Erişim tarihi: 22.04.2023).

SPL (2021). Sermaye Piyasası Araçları 2: *Lisanslama sınavları çalışma notları*. Erişim adresi: <https://www.spl.com.tr/docs/other/72cc5daf-f50d-4d.pdf> Erişim tarihi: 01.02.2023.

Şener, S. (2005). Türkiye Ekonomisinde İkinci Dönem Liberal İktisat Politikaları. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 3 (1), 139-146.

Şenol, Z. Ve Koç, S. (2018). Yabancı portföy yatırımları, borsa ve makroekonomik değişkenler arası ilişkilerin var yöntemiyle analizi: Türkiye örneği, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, Sayı 21, s. 1-20.

Şentürk, M. ve Bakan, S. (2012). Finansal küreselleşme ekseninde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri üzerine bir araştırma. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9), 45-64 DOI: 10.14520/adyusbd.179.

Şit, A., ve Telek, C. (2020). Yabancı portföy yatırımlarının borsa üzerine etkisi: Türkiye örneği, *Kilis 7 Aralık Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(13), 1381-1397.

Taçali, E. D. (2008), *Hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin arbitraj fiyatlama modeli ile analizi: Türkiye örneği*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

TCMB (2022). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*. Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/> (Erişim tarihi: 11.07.2022).

Telek, C., Şit, A. ve Danacı, M. (2020). Yabancı portföy yatırımlarının borsa üzerine etkisi: Türkiye örneği, *Kilis 7 Aralık Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (19) , 164-178 . DOI: 10.31834/kilissbd.717388.

Tetik, N. ve Kanat, E. (2019). Osmanlı Devleti'nde menkul kıymet işlemleri. *Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi*, (17), 142-151.

Tıǧlı, A., Kaya, M. V. & Demir, F. (2016). Türkiye'de 1980 sonrası ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon etkileşimi. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (27/3), 140-161. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/usaksosbil/issue/24734/261544> <https://www.spl.com.tr/docs/other/72cc5daf-f50d-4d.pdf> (erişim: 14.07.2022).

Turgut, M. (2021) *Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sonrası Yaşanan Ekonomik Gelişmeler*. Ankara: Gece Kitaplığı Yayınevi.

UNCTAD, (2020) World Investment Report, <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report/fdi-flows->(erişim tarihi: 10.07.2022).

Ustaoğlu, E. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri, *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (3), 1715-1724.

Uysal, E. (2016). *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*. İstanbul: On iki Levha Yayınları.

Ünver, M. & Kuloğlu, A. (2016). The effect of foreign portfolio investments on the financial markets: The case of Turkey. *Ege Akademik Bakış*, 16(4), 587-598.

Vergil, H. ve Karaca, C. (2010). Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: panel veri analizi, *Ege Akademik Bakış*, 1207-1216.

Yalçın, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Yalçiner, K. (2010). Uluslar arası hisse senedi piyasasına hisse senedi ihracı ve İMKB’de işlem gören firmaların ihraç performansı, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19 (2), 395-406. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/issue/2688/35339>

Yeldan, E. (2004). *Küreselleşme sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayıncılık.

Yıldırım, S. (2010). 2008 yılı küresel ekonomi krizinin dünya ve Türkiye ekonomisine etkileri, *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, , 47-55, Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/kmusekad/issue/10218/125605>.

Yıldız, A. (2012). Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26 (1), 23-37. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/issue/2704/35692>.

Yıldız, Y. (2017). Yabancı sermaye ve hisse senedi getiri oynaklığı: borsa İstanbul üzerine bir inceleme, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35(4), 135-152.

Yılmaz, M. K. (2014). Yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi piyasaları: Türkiye örneği. *Ege Akademik Bakış*, 14(3), 439-447.

Zengin, E. (2006). *Hisse senedi portföylerinin yönetiminde pratik yaklaşımlar ve İMKB uygulaması*, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

## **EKLER**

### **EK 1: BİST 100 Getiri Endeksi Verisi**

	<b>1. çeyrek</b>	<b>2.çeyrek</b>	<b>3.çeyrek</b>	<b>4.çeyrek</b>
<b>2010</b>	746,55	735,48	882,24	886,99
<b>2011</b>	868,15	867,12	818,11	702,89
<b>2012</b>	856,18	877,47	931,53	1.097,63
<b>2013</b>	1.208,03	1.089,90	1.064,07	969,31
<b>2014</b>	1.000,05	1.141,30	1.090,41	1.247,93
<b>2015</b>	1.180,79	1.226,76	1.107,18	1.071,77
<b>2016</b>	1.249,37	1.174,51	1.169,71	1.196,01
<b>2017</b>	1.366,22	1.576,88	1.618,65	1.818,74
<b>2018</b>	1.832,39	1.569,19	1.627,93	1.490,12
<b>2019</b>	1.545,79	1.622,59	1.766,45	1.932,46
<b>2020</b>	1.519,71	1.986,43	1.958,26	2.528,71
<b>2021</b>	2.420,61	2.560,37		

**EK 2: BİST Pay Piyasası Yabancı Portföy Değerleri**

<b>Tarih</b>	<b>Portföy Değeri</b>	<b>Yabancı %</b>	<b>Tarih</b>	<b>Portföy Değeri</b>	<b>Yabancı %</b>
<b>31.03.2010</b>	91.707.132.309	0,666731912	<b>31.12.2015</b>	141.717.263.840	0,623564
<b>30.06.2010</b>	88.360.567.205	0,659842766	<b>31.03.2016</b>	161.239.030.533	0,637679
<b>30.09.2010</b>	107.915.362.255	0,678238979	<b>30.06.2016</b>	149.141.809.846	0,63147
<b>31.12.2010</b>	109.679.471.937	0,661807733	<b>30.09.2016</b>	147.925.125.355	0,626816
<b>31.03.2011</b>	103.327.904.684	0,630386483	<b>31.12.2016</b>	155.922.365.973	0,63433
<b>30.06.2011</b>	102.839.334.281	0,62216126	<b>31.03.2017</b>	176.456.298.222	0,644749
<b>30.09.2011</b>	95.972.780.607	0,627383313	<b>30.06.2017</b>	200.995.566.729	0,651633
<b>31.12.2011</b>	86.898.060.615	0,6208313	<b>30.09.2017</b>	208.029.377.072	0,654179
<b>31.03.2012</b>	106.627.749.067	0,627586888	<b>31.12.2017</b>	231.051.991.259	0,656417
<b>30.06.2012</b>	105.593.247.065	0,625391353	<b>31.03.2018</b>	235.077.334.792	0,641734
<b>30.09.2012</b>	115.080.498.193	0,641919676	<b>30.06.2018</b>	196.987.475.349	0,627483
<b>31.12.2012</b>	139.620.814.491	0,657669498	<b>30.09.2018</b>	198.777.159.441	0,62615
<b>31.03.2013</b>	153.026.337.988	0,659532598	<b>31.12.2018</b>	202.655.462.268	0,650137
<b>30.06.2013</b>	131.881.595.466	0,639369841	<b>31.03.2019</b>	204.855.280.127	0,641113
<b>30.09.2013</b>	129.163.270.625	0,629121084	<b>30.06.2019</b>	218.804.554.370	0,651351
<b>31.12.2013</b>	121.335.581.492	0,625142773	<b>30.09.2019</b>	250.560.567.410	0,649421
<b>31.03.2014</b>	125.286.208.520	0,630243117	<b>31.12.2019</b>	272.391.788.414	0,609069
<b>30.06.2014</b>	144.577.851.063	0,636746876	<b>31.03.2020</b>	218.193.083.959	0,586843

<b>30.09.2014</b>	137.408.131.724	0,632831354	<b>30.06.2020</b>	266.887.792.290	0,511267
<b>31.12.2014</b>	157.771.426.960	0,638304935	<b>30.09.2020</b>	291.972.559.554	0,485123
<b>31.03.2015</b>	151.172.193.207	0,630155173	<b>31.12.2020</b>	361.053.667.127	0,490265
<b>30.06.2015</b>	158.595.397.177	0,641319846	<b>31.03.2021</b>	308.918.881.567	0,430703
<b>30.09.2015</b>	145.857.060.908	0,644301151			



**EK 3: Borsa İstanbul Yabancı Portföy Yatırımcı Oranları**

<b>Dönem</b>	<b>Yabancı</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yabancı/Toplam</b>
201003	7091	201003	0,69853
201006	7215	201006	0,70020
201009	7424	201009	0,72417
201012	7523	201012	0,72119
201103	7622	201103	0,71106
201106	7658	201106	0,70077
201109	7744	201109	0,70921
201112	7732	201112	0,70433
201203	7783	201203	0,71434
201206	7836	201206	0,71641
201209	7865	201209	0,72780
201212	8304	201212	0,76284
201303	8596	201303	0,78471
201306	8843	201306	0,79959
201309	9451	201309	0,85469
201312	9555	201312	0,86049
201403	9562	201403	0,86709

201406	9599	201406	0,88723
201409	9791	201409	0,90690
201412	9895	201412	0,92015
201503	9833	201503	0,92019
201506	9740	201506	0,92506
201509	9722	201509	0,92184
201512	9735	201512	0,91899
201603	9628	201603	0,91156
201606	9620	201606	0,90557
201609	9545	201609	0,90514
201612	9485	201612	0,91132
201703	9433	201703	0,91108
201706	9458	201706	0,91450
201709	9520	201709	0,90936
201712	9569	201712	0,87716
201803	9637	201803	0,86560
201806	9757	201806	0,83711
201809	9597	201809	0,81788
201812	9731	201812	0,82542
201903	9762	201903	0,83384
201906	9720	201906	0,82951

201909	9744	201909	0,82935
201912	9707	201912	0,80661
202003	10144	202003	0,75286
202006	10873	202006	0,69286
202009	11389	202009	0,64654
202012	11964	202012	0,60153
202103	12756	202103	0,56702

---