

**T.C.
DÜZCE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

TURİZM ENDEKSLERİ ARASINDAKİ EŞBÜTÜNLEŞME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

OĞUZHAN GÖKMEN

Ağustos, 2017

T.C.
DÜZCE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TURİZM ENDEKSLERİ ARASINDAKİ EŞBÜTÜNLEŞME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

OĞUZHAN GÖKMEN

Danışman: Yrd. Doç. Dr. İstemi ÇÖMLEKÇİ

Ağustos, 2017

Sosyal bilimler enstitüsü müdürlüğüne; jüri sayfası



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın gerçekleşmesine imkan veren, çalışmanın her adımında yanımda olan, bilgi ve tecrübesini her daim paylaşan tez danışmanım Yrd. Doç. İstemi ÇÖMLEKÇİ'ye çok teşekkür ederim.

Yüksek Lisans eğitimim boyunca her konuda bana yol gösteren, desteğini hiçbir zaman esirgemeyen ve çalışmama olan katkılarından dolayı değerli hocam Doç. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ'ye çok teşekkür ederim.

Çalışma boyunca desteğini esirgemeyen ve her zaman yanımda olan Alper BAYRAKTUTAR'a teşekkür ederim.

Son olarak, bu günlere gelmemi sağlayan, desteklerini esirgemeyen aileme sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Oğuzhan GÖKMEN

ÖZET**TURİZM ENDEKSLERİ ARASINDAKİ EŞBÜTÜNLEŞME****Oğuzhan GÖKMEN****Yüksek Lisans Tezi****İşletme Anabilim Dalı****Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. İstemi ÇÖMLEKÇİ****Temmuz 2017**

Bu araştırmanın amacı, turizm gelirleri sıralamasında en yüksek gelire sahip 25 ülkenin turizm endeksleri arasında eşbütünleşmenin tespit edilmesi ve yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerine mevcut borsalar arasında portföy oluştururken karar verme sürecine yardımcı olmasıdır. Dünya ekonomisinin globalleşmesinden dolayı artan finansal liberalizasyon ülkelerin birbirleri ile etkileşim içinde olmalarına sebep olmaktadır. Yatırım kararları alırken riski azaltmak amacıyla çeşitlendirilen portföyler, tek bir yatırım aracı yerine birden fazla yatırım araçlarından oluşturulmaktadır. Ayrıca uluslararası borsalarda çeşitlendirmelerini değerlendiren yatırımcılar, ülke risklerinden de korunabilmektedir. Uluslararası düzeyde portföy oluşturulurken yatırım için seçilecek olan borsaların birbirleri arasında eşbütünleşmenin olmaması, riskin azaltılması yönünden önemlidir.

Aralarında BIST XTRZM'in de bulunduğu en yüksek turizm gelirine sahip 25 ülke içerisinde turizm endeksine sahip ülkelerin BIST XTRZM ile aralarındaki eşbütünleşme incelenmiştir. Bu kapsamda araştırma verileri BIST XTRZM ve ABD'nin DJUSCG, DJUSTT, NQUSB5759, NQUSS5759, Avustralya'nın AXHRJ ve AXHRK, Çin'in FTXIN45750, İngiltere'nin FTNMX5750, İspanya'nın BCNR.BC, İtalya FTIT5700, Tayvan'ın THOI ve Yunanistan'ın FTATTRA turizm endekslerinden oluşmaktadır. Elde edilen veriler Eviews-8 programında analiz edilmiştir.

Aynı düzeyde durağan olan bu seriler arasındaki ilişkiyi incelemek üzere daha sonrasında ise Johansen eşbütünleşme testi yapılmıştır. Yapılan eşbütünleşme testi sonucunda BIST XTRZM endeksi ile diğer ülkelerin turizm endeksleri arasında istatistiksel olarak herhangi bir ilişkinin varlığının olup olmadığı ve ne düzeyde olduğu incelenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen iz değerinin kritik değerden yüksek olması sonucunda BIST XTRZM endeksi ile İspanya'nın BCNRBC endeksi, Tayvan'ın THOI endeksi ve Yunanistan'ın FTATTRA endekslerinin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu tespit edilmiştir.

Eşbütünleşik olmayan serilerin kısa dönemli ilişkilerini incelemek amacıyla Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre İngiltere'nin FTNMX5750 endeksinden BIST XTRZM'e doğru tek yönlü nedensellik ilişkisine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Eşbütünleşme, BIST XTRZM, Turizm

ABSTRACT**THE COINGTEGRATION ANALYSIS BETWEEN TOURISM INDICES****Oğuzhan GÖKMEN****Master Thesis****Department Of Business Administration****Supervisor: Asst. Prof. Dr. İstemi ÇÖMLEKÇİ****August, 2017**

The aim of this study is to determine the cointegration between the tourism indices of the 25 countries which have the highest income in tourism and to help the decision creating the portfolio among the existing stock exchanges considering the investors. Increasing financial liberalization due to the world economy becoming globalized causes countries to interact with each other. In order to reduce the risk of taking investment decisions, the diversified portfolios are composed of more than one investment instrument instead of a single investment instrument. In addition, investors who evaluate diversification in international stock exchanges can be protected from country risks. It is important that the stock exchanges to be selected for investment while creating a portfolio at the international level have no cointegration among each other, in order to reduce the risk.

The BIST XTRZM among 25 countries with the highest tourism incomes and this study has been examined the coingtegration analysis. The research data contains are; BIST XTRZM and US DJUSCG, DJUSTT, NQUSB5759, NQUSS5759, Australia's AXHRJ and AXHRK, China's FTXIN45750, UK's FTNMX5750, Spain's BCNR.BC, Italy FTIT5700, Taiwan's THOI and the FTATTRA tourism indices of Greece. The obtained data were analyzed in Eviews-8 program.

The Johansen cointegration test was subsequently conducted to examine the relationship between these series at the same level. As a result of the coingregration

analysis, the BIST XTRZM indice and the presence of any statistical relationship between the tourism indices of the other countries and the level of the presence were examined. As a result of the analysis, the trace value is higher than critical value were found which means the BIST XTRZM indice, the BCNRBC indice of Spain, the THOI indice of Taiwan, and the FTATTRA indice of Greece were found long-term cointegrated.

The Granger causality test was applied to examine short-term relationships of non-cointegrating series. According to the results obtained, one way causality relation has been reached from the UK indice FTNMX5750 to BIST XTRZM.

Key Words: Cointegration, BIST XTRZM, Tourism

İÇİNDEKİLER

JÜRİ ÜYELERİNİN İMZA SAYFASI	iv
ÖNSÖZ	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT.....	viii
İÇİNDEKİLER	x
TABLolar LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
BÖLÜM I.....	1
1. GİRİŞ	1
1.1. Araştırmanın Problemi	2
1.2. Araştırmanın Amacı	2
1.3. Araştırmanın Önemi	3
1.4. Araştırmanın Sayıtları	3
1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları	3
1.6. Tanımlar	4
BÖLÜM II.....	5
2. LİTERATÜR	5
2.1. Turizmde Rekabet	5
2.1.1. Rekabet Kavramı	5
2.1.2. Rekabet Gücü	6
2.1.2.1. Firma Düzeyinde Rekabet Gücü.....	7
2.1.2.2. Endüstri Düzeyinde Rekabet Gücü.....	7
2.1.2.3. Ülke Düzeyinde Rekabet Gücü	8
2.1.3. Porter'ın Rekabet Gücü Tanımı.....	8
2.1.4. Turizmde Rekabet	9
2.2. Turizm Yatırımları	11
2.2.1. Yatırım Kavramı.....	11
2.2.2. Turizm Yatırımları.....	12
2.2.2.1. Altyapı Yatırımları.....	13
2.2.2.2. Üstyapı Yatırımları	13
2.2.2.3. Destek Yatırımlar.....	14
2.2.2.4. Turist Sayıları ve Turizm Gelirleri	14
2.3. Portföy Yatırımları	17
2.3.1. Portföy Oluşturma Problemi.....	18
2.3.2. Portföy Çeşitlendirmesi	19
2.3.3. Geleneksel Portföy Teorisi.....	19

2.3.4. Modern Portföy Teorisi	20
2.3.5. Portföy Beklenen Getirisi	21
2.3.6. Korelasyon ve Kovaryans.....	21
2.3.7. Varyans ve Standart Sapma.....	22
2.4. Konuya İlişkin Yapılmış Çalışmalar	23
2.4.1. Ülkelerin Gelişmişlik Sıralaması.....	23
2.4.2. Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılmış Çalışmalar.....	24
2.4.3. Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılmış Çalışmalar.....	38
BÖLÜM III	45
3. VERİ SETİ VE YÖNTEM	45
3.1. Durağanlık Testi	46
3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi.....	48
3.3. Vektör Hata Düzeltme Modeli	49
3.4. Granger Nedensellik Testi.....	50
BÖLÜM IV	51
4. BULGULAR VE YORUM.....	51
4.1. Tanımlayıcı İstatistikler.....	51
4.2. Durağanlık Testi Sonuçları.....	52
4.3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	54
4.4. Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçları.....	55
4.5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları	56
BÖLÜM V	58
5. SONUÇ VE ÖNERİLER	58
KAYNAKÇA.....	63

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1 2014 Yılı Dünya’da En Çok Turizm Gelirlerine Sahip Ülkeler ve Turist Sayıları	16
Tablo 2.2: 2015 Yılı Dünya’da En Çok Turizm Gelirlerine Sahip Ülkeler ve Turist Sayıları	17
Tablo 2.3: 2016 FTSE Ülkelerin Gelişmişlik Sınıflandırması Listesi.....	24
Tablo 4.1: Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu	51
Tablo 4.2: Durağanlık Test Sonuçları Tablosu	52
Tablo 4.3: Eşbütünleşme Test Sonuçları Tablosu.....	54
Tablo 4.4: Vektör Hata Düzeltme (VEC) Modeli Sonuçları Tablosu.....	55
Tablo 4.5: Granger Nedensellik Test Sonuçları Tablosu	56

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri.

ADF: Augmented Dickey Fuller.

AXHRJ: S&P/ASX 200 Hotels Restaurants & Leisure.

AXHRK: S&P/ASX 300 Hotels Restaurants & Leisure.

BCNR.BC: BCN 5 Commerce Leisure and Tourism.

BİST: Borsa İstanbul.

DJIA : Dow Jones Industrial Average Index.

DJUSCG: Dow Jones U.S. Travel & Leisure Index.

DJUSTT: Dow Jones US Travel & Tourism Index.

ECM: Error Correction Model.

FTATTRA: FTSE Travel & Leisure.

FTIT5700: FTSE Italia All Share Travel & Leisure.

FTNMX5750: FTSE 350 Travel & Leisure.

FTSE: Financial Times Stock Exchange.

FTXIN45750: FTSE China A 600 - Travel & Leisure.

GARCH: Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity.

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

NQUSB5759: NASDAQ US BENCHMARK TRAVEL & TOURISM INDEX.

NQUSS5759: NASDAQ US Small Cap Travel & Tourism Index.

PP: Phillips Perron.

S&P: Standard and Poor's.

THOI: Taiwan Hotel Index.

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi.

UNWTO: World Tourism Organization.

USA : United State of America.

VAR: Vektor Autoregressive.

VECM: Vector Error Correction Model.

XTRZM: Borsa İstanbul Turizm Endeksi.

BÖLÜM I

1. GİRİŞ

Finansal liberalizasyon; ülkelerde meydana gelen gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan ekonomik değişimlerin diğer ülkeleride ekonomik anlamda etkilemesi sonucunda ortaya çıkmıştır. Bu durum ülkelerin birbirlerinden etkilendiği ve bu etkileşimin de rastgele değil, ülkelerin birbirleriyle olan ilişkilerine göre olduğu söylenebilir.

Yatırımcılar; yatırım yapmayı düşündüklerinde amaçları mevcut sermayelerini ellerinde tutmak ve bu sermayelerinin miktarı doğrultusunda hedefledikleri getiriye ulaşmaktır. Hedefledikleri getiriler doğrultusunda da yatırımcılar riskle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu riski de sermayelerini tek bir yatırım aracında değil de farklı yatırım araçlarına pay edip kendilerine bir portföy oluşturarak karşılamaktadırlar.

Finansal liberalizasyon sonucunda ise yatırımcılar yalnızca kendi ülkelerindeki borsalara değil yabancı ülkelerin borsalarına da yatırım yapma hakkında sahip olmuşlardır. Bu sayede dünyadaki tüm borsalarda işlem yapabilme hakkına sahip olan yatırımcılar yatırım kararlarını verirken kendilerine en uygun olan borsayı seçebilmektedirler. Yatırım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden olan riski en aza indirmeyi amaçlayan yatırımcılar farklı piyasalarda yatırımlar yaparak risk faktörünü azaltmayı planlamaktadır. Piyasalar arasında eşbütünleşme olduğunda farklı piyasalara yatırım yapmak riski azaltmadığından yatırımcılar aralarında eşbütünleşme olmayan piyasaları seçerek riski azaltmayı hedefleyeceklerdir.

Bunların yanında turizm de her geçen gün artarak insanların seyahatlerinde çeşitli amaçlar doğrultusunda yaptıkları harcamalar sonucunda ülkelerin gelir elde etmelerini sağlamış ve ülke ekonomilerinde önemli bir gelir kalemi olmuştur. Bunun

sonucunda ülkeler turizm alanında da diğer ülkelerle rekabet halinde olup birbirlerini etkilemekte ve bu etkileşimden dolayı ekonomik açıdan fayda veya zarar görmektedirler.

Küreselleşmede önemli bir rol oynayan turizm sektörü insanlar ve ülkeler arasında etkileşimde büyük bir pay sahibi olmuştur. Bunun sonucunda ise ülkeler ekonomik, sosyal ve kültürel anlamda birbirlerinden etkilenmektedir.

Türkiye’de ise 24 Ocak 1980 kararlarından sonra yürürlüğe giren turizm teşviklerinden itibaren turizm hareketliliği gelişmeye başlamış olup yıllardır artarak devam etmekte ve de günümüzde önemini korumaktadır. Türkiye’nin de dünya üzerinde bulunmuş olduğu coğrafi konumu ve turistik açıdan sahip olduğu imkânlar göz önünde bulundurulduğunda önemli turizm bölgelerinden biri olduğu söylenebilir. Bu sayede Türkiye’nin diğer ülkelerle turizm ekonomisi hakkında etkileşiminin olup olmadığı araştırılıp yorumlanabilir.

Bu çalışmanın amacı dünyada en çok turizm gelirlerine sahip olan ilk 25 ülkenin turizm endekslerinin arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkileri araştırmak ve birbirleri arasında etkileşimin olup olmadığını ortaya çıkarmaktır.

1.1. Araştırmanın Problemi

Bu çalışmada, turizm sektöründe en yüksek gelire sahip olan 25 ülkenin turizm endekslerinin aralarındaki eşbütünlüşme incelenmiştir. Listede bulunan ülkelerin 08.09.2011 ile 30.12.2016 yılları arasındaki günlük verileri kullanılmıştır. Araştırmada “En yüksek turizm gelirlerine sahip 25 ülkenin turizm endeksleri arasında etkileşimin” olup olmadığı sorusuna cevap aranmıştır.

1.2. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı, turizm gelirleri sıralamasında en yüksek gelire sahip 25 ülkenin turizm endeksleri arasında eşbütünlüşmenin tespit edilmesi ve turizm sektörüne yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerine portföy oluştururken karar verme sürecine yardımcı olması amaçlanmıştır.

1.3. Araştırmanın Önemi

Bu çalışmada, turizm gelirleri içinde en yüksek gelire sahip olan 25 ülkenin borsalarında işlem gören turizm endekslerinin, aralarındaki eşbütünleşmenin olup olmadığını göstermek ve portföy oluştururken de uluslararası bir portföy oluşturmayı hedefleyen yatırımcılar için, benzer profile sahip ülkelerin borsalarından uzak durmaları gerektiğini ve eşbütünleşmenin olmadığı borsalardan oluşan bir portföy oluşturmaları gerektiğini ortaya koymaktır.

1.4. Araştırmanın Sayıtları

Yatırımcıların isteği hem düşük riske sahip olmak hemde yüksek getiri elde etmektir. Riski azaltabilmek için ise yatırımcılar birden fazla yatırım araçlarına yatırım yaparak riskin dağılmasını sağlamalıdır.

Finansal liberalizasyon sonucunda yatırımcılar sermayelerini farklı borsalarda değerlendirme hakkına sahip oldular. Bu sayede tek bir ülkede değil birden fazla ülkede portföy oluşturarak karşılaşacakları risklerin oranını düşürmeyi hedeflemektedirler. Yapılan bu yatırımlarda ülkeler arasındaki borsaların etkileşimine sebep olmakta, bir borsada gerçekleşen bir değişim diğer borsalarda da değişime etki etmektedir.

Çalışmada kullanılan ülkelerin turizm endekslerinde yer alan şirketlerin ülke turizm sektörünü temsil ettiği varsayılmaktadır.

Sonuç olarak aralarında eşbütünleşme olan borsaların bulunması ve alınacak yatırım kararlarında oluşturulması planlanan portföylerin aralarında eşbütünleşme olan borsalarda şekillendirilmesi yatırımcılar tarafında yararlı olacaktır.

1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları

Yapılan bu çalışmada tasarruflarını değerlendirmek için uluslararası portföy oluşturmayı hedefleyen yatırımcıların aralarında eşbütünleşme olan borsalara dikkat etmesi gerekmektedir. Bu çalışmada belirlenen borsalar ise turizm sektöründe en yüksek gelire sahip 25 ülkeden oluşmaktadır. Dolayısıyla, yapılan çalışma bu

ülkelerin borsalarıyla ve borsaların işlem gördükleri ortak çalışma günleriyle sınırlandırılmıştır.

1.6. Tanımlar

‘‘Turizm endeksleri arasındaki eşbütünleşme analizi’’ ismiyle yürütülen bu çalışmada, genel anlamda bahsi geçen tanımlar aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Rekabet; eldeki sınırlı kaynaklar içerisinde bir paya sahip olmak için, önceden belirlenen kurallar çerçevesinde, katılımcılar arasında yaşanan birbirlerine üstünlük kurma çabası şeklinde tanımlanmaktadır (Özer, 2012).

Çeşitlendirme, yapılması düşünülen yatırımların bir menkul kıymet yerine daha fazla menkul kıymetler arasında ayrıştırılarak dağıtımının yapılmasına denir. Çeşitlendirme ulusal ve uluslararası boyutta yapılabilmektedir. Uluslararası piyasalarda oluşturulan portföyler ulusal piyasalarda oluşturulan portföylere oranla daha az risk taşımaktadırlar (Ayaydın, 2014).

Portföy çeşitlendirmesi; yatırımlarda karşı karşıya kalınan risk oranının azaltılması için yapılan, portföyde bulunan menkul kıymetlerin her birinin diğerleriyle arasındaki ilişkiye denir. Ayrıca ülkeleri birbirlerinden ayrı bir yapı olarak görmek yerine ülkelerin bütünleşik bir yapıda olduklarını görerek birlikte hareket etme eğiliminde bulundurmaya çalışmaktadır (Boztosun ve Çelik, 2011).

Turizm gelirleri; ziyaretçilerin buldukları destinasyonda almış oldukları yiyecek- içecek, eğlence, alışveriş ve diğer çeşitli hizmetler için yaptıkları harcamalar olarak tanımlanmaktadır (UNWTO, 2015).

Eşbütünleşme; ekonomik değişkenlerin uzun dönemde aralarındaki ortak hareketlere denir. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişki, yapılan birim kök testi sonrasında aynı düzeyde durağanlık sağlandıktan sonra test edilebilir (Polat ve Günay, 2012).

BÖLÜM II

2. LİTERATÜR

Araştırmanın literatür kısmında konular ve kapsadığı alt başlıklar hakkında incelemelerden bahsedilecektir. İlk önce turizm sektöründe rekabet konusu ele alınacak, daha sonra yatırım konusunda bilgiler verilecek ve borsalar ile ilgili yapılan eşbütünleşme analizlerinden bahsedilecektir. Ayrıca turizmde en çok gelire sahip 25 ülkenin borsaları hakkında bilgilendirmeler verilecek ve bu ülkelerin borsalarında yapılan eşbütünleşme çalışmalarından bahsedilecektir. En son olarak da bu ülkelerin turizm sektöründe yapılan eşbütünleşme analizleri incelenecektir.

2.1. Turizmde Rekabet

Bu bölümde rekabet kavramı, rekabet gücü ve alt başlıkları, Porter'ın rekabet gücü tanımı ele alınacak olup, sonrasında turizmde rekabet konusunda bilgilendirmelerde bulunulacaktır.

2.1.1. Rekabet Kavramı

Firmalar müşterilerin kendilerini tercih etmelerini sağlamak için diğer firmalarla girdiği mücadele rekabet olarak tanımlanmaktadır. Firmaların içinde bulunduğu rekabet durumundan müşteriler fayda sağlamaktadır. Rekabet sayesinde firmalar ürünlerini daha iyi kalitede ve daha uygun fiyat aralığında müşterilerine sunmaya çalışacaklardır. Bunu başarabilen firmalar rekabet üstünlüğünü sağlayacak olup, başaramayan firmalar pazarda kendilerine yer bulamayıp mağlup olacaklardır. Aynı alanlarda etkinlikte bulunan birbirinden farklı kişilerin yada kuruluşların belirlenen hedeflere ulaşabilmek amacıyla birbirleri arasında geçen mücadele olarak tanımlanmaktadır (Şağbaşı, 2006).

Rekabetin ekonomik bir tanımlama olduğunu ve piyasalarda aynı işi yapanların birbirleri arasındaki üstünlük mücadelesi olduğu söylenebilir (Gökçe, 2015).

Bir başka tanımda ise rekabet; eldeki sınırlı kaynaklar içerisinde bir paya sahip olmak için, önceden belirlenen kurallar çerçevesinde, katılımcılar arasında yaşanan birbirlerine üstünlük kurma çabası şeklinde tanımlanmaktadır (Özer, 2012).

2.1.2. Rekabet Gücü

Rekabet gücü, ülkelerin mal ve hizmet üretimi konusunda başka ülkelerde yapılan aynı düzeydeki mal ve hizmet üretimlerine oranla daha çok gelir ve işgücü ortaya çıkarabilme olarak tanımlanabilir. Bir ülkenin ürettiği olduğu mal ve hizmetlerle ilgili rakip ülkelerin de ortaya koymuş oldukları mal ve hizmetler arasında yapılan kıyaslamada ortaya çıkan fiyat, kalite, çeşitlilik vb. hususlarda yarışabilecek düzeyde bulunması gerekmektedir (Gürpınar ve Sandıkçı, 2008).

Ayrıca rekabet gücü, kurumların, uygulanan politikaların ve ülkedeki refah düzeyini ölçen etkenlerin bir arada ele alınmasıyla açıklanmaktadır (Global Competitiveness Report, 2016).

Ülkenin ihracat yeteneği, üretim kaynakları ve doğal kaynaklarının etkin kullanımını ve ülkenin refah düzeyinin artırılması için yapılan çalışmaları kapsayan hareketlerdir (Haque, 1991).

Küreselleşmenin sonucunda yalnız ulusal değil uluslar arası düzeyde de artan rekabetçi koşullar nedeniyle rekabet gücünün daha derin bir şekilde incelenmesi ve uygulanmasını gerektirmiştir. Yenilikçi olmak, değişen şartlara ayak uydurmak, strateji geliştirmek, rakiplerden farklı olmak ve işletmelerin sahip olduğu kaynakları sürdürülebilir kılmak rekabet gücü elde etmede önemli avantaj sağlamaktadır. Ayrıca tüketicilerin ihtiyaçlarını rakiplerinden önce daha hızlı, ekonomik ve farklı yollardan karşılayabilmeleri de rekabetçi konumlarının devamlılığını sağlar (Bahar, 2004).

Rekabet gücü kavramı alt dallarına ayrıldığı zaman; firma düzeyinde, endüstriyel düzeyde ve ülke düzeyinde rekabet gücü olarak tanımlanmaktadır.

2.1.2.1. Firma Düzeyinde Rekabet Gücü

Rekabet gücünü firma düzeyinde tanımlayacak olursak; firmaların ulusal yada uluslararası pazarlarda üstünlük mücadelesi verdikleri rakiplerine göre aynı düzeyde veya daha kaliteli bir şekilde olmak koşuluyla ancak bunu daha düşük maliyetle üretim, hizmetin sunumu ve ürünün özellikleri gibi unsurların gerçekleştirilmeleri durumunda ortaya çıkan üstünlüğü ifade etmektedir (Ada vd., 2008).

Yukarıda yapılan açıklamanın dışında bir durumun gerçekleşmesi durumunda ise; mal ve hizmet üretimi yapan firmalar tarafından piyasaya sürülen ürünlerin fiyatının ortalama maliyetinin yüksek olması, bu firmaların mevcut piyasada rekabet edebilme gücünün düşük olduğu ifade edilebilir. Buna ek olarak üretilen ürünün ortalama maliyetin üstünde belirlediği fiyattan satılabilmeyi başarsa bile pazardaki rakiplerine göre maliyetleri yüksek olan firmanın, benzer özelliklere sahip olan ürünlerin üretilip satıldığı piyasalarda kâr elde etmeleri zorlaşacak ve rekabet güçlerini kaybetmeye başlayacaklardır (Aktan ve Vural, 2004).

2.1.2.2. Endüstriyel Düzeyde Rekabet Gücü

Herhangi bir endüstrideki bir firmanın rakiplerine karşı verimliliklerini en azından aynı düzeyde veya rakiplerinden daha fazla bir verimlilik seviyesine ulaşma halindedir. Ayrıca ek olarak da sahip olduğu bu verimlilik seviyesini de istikrarlı bir şekilde sürdürebilme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca rakiplerine karşı da üretim ve satış konusunda yine en azından eşit yada daha da düşük bir fiyat politikası ile faaliyetlerini sürdürebilmesi olarak tanımlanmaktadır (Markusen, 1992).

Farklı bir tanımlamada ise, sanayinin rakiplerine oranla aynı veya rakiplerinin üzerinde olan bir verimlilik seviyesinde uluslararası piyasaların belirlemiş olduğu düzeye uygun, mal ve hizmetlerin ortaya çıkarılması ve maliyet bazında daha düşük tutarlarda uluslararası piyasaların talep ve ihtiyaçlarına uygun üretim yapabilmelerine imkan veren icat ve yenilikleri gerçekleştirebilmek olarak nitelendirilebilir (Aktan, 2003).

Endüstriyel alanlarda rekabette öne çıkan konu verimlilik üzerine olmakla birlikte, bu verimliliğinin de sürdürülebilir olmasının da önemi belirtilmektedir. Sürdürülebilirliğin rekabet gücünde firmaların elini kuvvetlendirdiğinden söz edilebilir.

2.1.2.3. Ülke Düzeyinde Rekabet Gücü

Ülke düzeyinde rekabet gücünün tanımına çoğunlukla firmaların verimlilik düzeyi ve üretimlerinden oluşmakta olsa da, sürekliliğin devamı için dış dünya ve makroekonomik değişkenler arasında bulunulan ilişkinin düzeyine bağlıdır. Bu bağlamda, ülke düzeyindeki rekabetin en önemli unsuru fiyat noktasında oluşmaktadır. Fiyatlandırmanın tespitinde yararlanılan makroekonomik değişkenler ise; döviz kuru, enflasyon ve faiz olarak örneklendirilebilir. Ülkelerin rekabet gücü; ekonomik durum, iş etkinliği, yönetimin etkinliği ve teknolojik ve bilimsel eğitim altyapısı olmak üzere 4 ana faktör altında toplanmaktadır (Koç ve Özbozkurt, 2008).

2.1.3. Porter'ın Rekabet Gücü Tanımı

Küreselleşen dünyada rekabet koşullarının gün geçtikçe daha da güçleşmesi ve öneminin artması sebebiyle, rekabet üstünlüğü sağlayabilmek için yeni yöntemlerin ortaya çıkması gerektiği düşüncesi ortaya çıkmıştır. Michael E. Porter'ın bu konuda yapmış olduğu çalışma rekabet gücünün önemini ortaya koymaktadır.

Ülkelerin rekabet gücünü araştıran Michael E. Porter yapmış olduğu çalışmada oluşturduğu teorik yapıya elmas modeli adını koymuştur. Bu çalışmada, bir ülkedeki işletmelerin rakiplerine karşı olan üstünlüklerini arttırması için dört faktöre bağlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Rekabet gücünü gösteren bu faktörler, faktör koşulları, talep koşulları, ilgili ve destekleyici sektörler ve işletme stratejisi, yapısı ve rekabetidir. Bu açıklanan dört faktörün dışında da, fırsatlar ve devletlerin uygulamış oldukları politikalar da, ülkelerin rekabet güçlerinde etkili olan diğer faktörler şeklinde tanımlanmaktadır. Bu analiz sonucunda işletmelerin nasıl kurulduğu, organizasyonlarının nasıl olduğu ve işletmelerin yönetim şekillerinin nasıl olduğunu ortaya çıkarılmasına yardımcı olur. Rekabetin yapısal durumu

yalnızca işletmeleri değil endüstrilerin ve ülkelerin rekabet güçlerini de etkileyecektir (Porter, 1990).

Rekabet yarışında bulunabilmek, rekabet avantajına sahip olmak ve onu sürdürebilmekle ilgilidir. Elmas modeli, işletmelerin rekabet konusunda elde ettikleri avantajların doğrudan ve dolaylı etkileri olan çeşitli faktörlerle açıklamıştır. Porter'ın Elmas Modeli, eleştirilse de ülkelerin rekabet gücü konusunda araştırma yapan kişiler tarafında oldukça güçlü bir etkiye sahip olmuştur. Sektörel araştırmalara değinilecek olunursa, yapılan bütün eleştirilere karşın, çoğunlukla Porter'ın modelinden yararlanılmaktadır. Elmas Modeli'nin en önemli kısmı, işletmelerin uluslararası düzeyde başarılı olabilmesi konusunda ihtiyaçları olan şartları ortaya koymuş olmasıdır. Bu sayede işletmeler hem sektör hemde uluslararası düzeyde rekabet ederken, rekabet gücünü arttıran gereksinimlere sahip olma ve bunları kullanabilme düzeyinde daha etkili bir güce sahip olacaklar ve hedeflerine ulaşabilme konusunda da daha sağlam adımlar atacaktadırlar (Koç ve Özbozkurt, 2014).

2.1.4. Turizmde Rekabet

Yıllar geçtikçe tüm dünyada artış gösteren turizm sektörü her geçen gün büyümeye ve gelişmeye devam etmektedir. Turizm gelirleri tüm ülkeler için önemli bir gelir kaynağı olmuştur ve olmaya da devam etmektedir (UNWTO, 2015).

Turizm alanında faaliyet gösteren ülkelerin rekabet güçlerinin yüksek olması dünya turizm pazarından daha yüksek pay almalarına imkân vermektedir. Turizm rekabetinin en iyi şekilde yapılabilmesi için turistik bölgelerde yaşayan insanların refah düzeylerinin kısa dönemler halinde değil uzun dönemde ve sürdürülebilir düzeyde olmasının rekabet gücünü etkileyeceğini ve rekabet gücünün de sürdürülebilir olduğu sürece etkili olacağı düşünülmektedir (Ritchie ve Crouch, 2000).

Bir bölgenin rekabet üstünlüğü sağlayabilmesi için pazarda bulunduğu konumunu korumak, sahip olduğu kaynakların da sürdürülebilirliğini arttırmak,

katma değer oluşturabileceği ürünlerin de ortaya çıkmasını sağlayacak çalışmalar yapmak ve bunları bir arada tutabilmeyi sağlamayı başarabilmektir (Hassan, 2000).

Turizm sektöründe rekabet, ülkelerin sahip oldukları olanaklar dahilinde turistleri memnun ederek, pazardaki paylarını, müşterilerini ve elde ettikleri gelirleri korumak ve arttırmayı hedeflemektedir (Aydemir vd., 2014). Turistlerin tatminlik düzeylerini arttırmayı ve turizm ile alakalı olan imkanlarını diğer ülkelerden farklı ve kaliteli bir şekilde arz edip ve bu imkanların sürdürülebilirliğini sağlamaktır (Bahar ve Kozak, 2005).

Turizmde sürdürülebilirlik; turistlerin ilgisini çekebilecek faaliyetlerin (doğal, sosyal, sağlık, iş, eğitim, vb.) olumsuz etkilerden arındırılarak sunulması ve kalite standartlarının sağlanmasıyla gerçekleşir. Ayrıca turizm kapasitesinin de yükseltilmesi de gerekmektedir (Can, 2013).

Turizm sektörünün ülkelere yapmış olduğu ekonomik katkıların her geçen gün artması günümüzde yalnızca ülke içinde değil uluslararası anlamda da turizm sektöründe rekabet ortamı oluşmuştur (Didin ve Köroğlu, 2008).

Dünyada turizm destinasyonları birbirleriyle şuanda öncekinden daha da çok rekabet halindedirler. Rakipler yalnızca lokal olarak değil global olarak da rekabet halindedirler. Bu nedenle rekabet ortamında bulunan herkes ayakta kalabilmek için rekabet halini korumak zorundadırlar (Crouch, 2007).

Hizmet sektörünün bir parçası olan turizm sektöründe rekabetin daha da önemli olmasının sebebi mal ve hizmetin stoklanamaz olması, rekabetin devamlılığını sağlayabilmek için de çeşitli rekabet stratejileri geliştirmelerini zorunlu hale getirmiştir (Coşar, 2008).

Dünyadaki turizm hareketliliğinde yaşanan değişimler küreselleşmenin bir sonucu olarak ülkeleri doğrudan veya dolaylı yoldan etkilemektedir. Türkiye’de bu küreselleşen dünya turizme ayak uydurmalı ve sahip olduğu özelliklerini de kaybetmeden turizm faaliyetlerine devam etmelidir.(Emekli vd., 2006).

Ülkeler ağırladıkları turistlerin yapmış oldukları harcamalar dâhilinde turizm gelirlerini koruyup ve daha sonrasında yükseltmeleri durumunda ülke ekonomilerine daha fazla katkı sağlamak ve dolayısıyla diğer ülkelere karşı rekabet üstünlüğü sağlayabilmektedirler. Rekabetin sık yaşanmasından dolayı turizm işletmeleri rakiplerine üstünlük sağlamak için maliyet kontrolleri yaparak aynı hizmeti daha uygun fiyatla müşterilerine sunabilme imkânına sahip olacaklardır. Böylece rekabet üstünlüğü sağlayarak rakiplerinin önüne geçecek ve ekonomik açıdan da kazançlı çıkacaklardır (Köroğlu vd., 2011).

Turizm olanaklarına sahip olan bir bölgenin turist çekebilme ve onları tatmin edebilme düzeylerinin ne derece yüksek olduğu o bölgenin turizm rekabetinin gücünü özetleyecektir. Yerli ve yabancı turist çeken bölgelerin sadece turizm değil turizmle alakalı diğer sektörlerle de ayrıca etkisinin olacağı kaçınılmazdır (Tsai vd., 2009).

2.2. Turizm Yatırımları

Bu bölümde yatırım kavramı ele alınacak olup, sonrasında turizm yatırımları hakkında bilgilendirmelerde bulunulacaktır. Ayrıca ülkelerin turist sayıları ve turizm gelirleri ile ilgili bilgilendirmeler de sunulacaktır.

2.2.1. Yatırım kavramı

Yatırım, eldeki tasarrufların, ileri bir tarihte sonucu kestirilemeyen ancak ön görülen bir fayda elde etmek amacıyla finansal yatırım araçları vasıtasıyla kullanılmasıdır. Yatırım, para veya paraya çevrilebilir değerlerin gelecekte sağlayacağı faydalar düşünülerek bugünden elde tutulmasına denir. Başka bir ifadeyle; herhangi bir zamanda ekonominin sahip olduğu sermaye malları ile araç-gereç stokuna dahil edilen eklentiler olarak tanımlanabilir (Demir, 2013). İleride elde edilebileceğini düşündüğü karları ve hayatı garanti altına almak amacıyla eldeki tasarrufların belirlenen alanlarda harcanmasıdır. Yatırımların çoğunluğu tasarruflar aracılığıyla oluşmaktadır (Özdaş, 2009). Yatırımın gerçekleştirilebilmesi kazanılan gelirden daha az miktarda harcama halinde mümkündür. Elde tutulan tasarruflar yatırım yapma fırsatı doğurur. Ekonomideki oluşabilecek daralmalara karşı olarak

elde tutulan tasarrufların da üretime geçirilerek değerlendirilmesi gerekmektedir. Kısacası tasarruflar yatırım haline getirilmelidir. Bu sayede ekonomide meydana gelebilecek sızıntıların önüne geçilebilir (Özkılbaç, 2013).

2.2.2. Turizm Yatırımları

Turizm sektöründe yatırım, turizm işletmelerinin yürüttüğü faaliyetlerin beklentileri karşılayabilecek şekilde meydana getirilmesi, geliştirilmesi ve hizmete sunulmasını, ayrıca turistlerin de ihtiyaçlarına cevap verebilecek niteliklere sahip olması anlamına gelmektedir. Ülkeler mevcut turizm olanaklarını korumak ve geliştirmek, turizm alanında talebi arttırmak, yeni yatırım fırsatları oluşturmak için uğraşmaktadırlar (Çımat ve Bahar, 2003). Turizm sektörü içerisinde yapılan faaliyetler, ekonomik ve sosyal konularda ortaya çıkan kazançlar yatırımcıların bu sektöre yönelmelerine imkan sağlamaktadır (Şenel, 2007).

Bir ülkede yabancı yatırım yapabilmek için ülkenin yasal şartlarının yabancı yatırımlara izin vermesi, kurumsal çevre, ekonomi politikalarının elverişli olması gerekmektedir. Bu sayede ev sahibi ülke yabancı yatırımları kendilerine çekerek ekonomilerine katkı sağlayacaklardır. (Li vd., 2016).

Turistlerin beklentilerini karşılamak ve tatminlik düzeylerini arttırmak amacıyla turizm bölgelerine yapılan yatırımlar bölgenin ekonomisine ve gelişimine katkıda bulunmuş olup, bölge halkının da refah seviyesini arttırmaktadır (Çetintaş ve Bektaş,2008).

Dünyadaki en geniş ağı ve hızlı büyüme oranına sahip olan turizm endüstrisi, yatırımcılara özellikle otel ve dinlenme tesisleri kurma konusunda cazip gelen bir sektördür. (Seetanah vd., 2010).

Türkiye’de yapılan turizm yatırımlarının teşvikler neticesinde artış göstermesi sonucunda turizm gelirlerini olumlu etkilemiştir. Yapılan tanıtımlar da turizm sektörünün gelişmesi açısından önemli olmaktadır. Ayrıca turizm gelirlerinin artması ekonomik büyümeye de katkı sağlamaktadır. (Kızılgöl, 2006).

Turizm faaliyetlerinin yapıldığı bölgede yaşayan halkında turizm hakkındaki bilgileri yapılacak yatırımların ve bölgenin gelişmesi bakımından önem arz etmektedir. (Özdemir ve Kervankıran, 2011).

Bunların yanı sıra turizm sektörünü geliştirebilmek adına yapılan yatırımların etkin bir şekilde hayata geçirilmeleri gerekmektedir. Dünya genelinde turizm sektöründe ortaya çıkan rekabet ortamından daha yüksek pay alabilmek için, turizmde gerçekleştirilmesi planlanan yatırımlar stratejik önem arz etmektedir (Karadeniz vd., 2007).

Turizm sektöründe yapılan yatırımları altyapı yatırımları, üstyapı yatırımları ve destek yatırımları olarak üç gruba ayırmak mümkündür (Şenel, 2007).

2.2.2.1. Altyapı Yatırımları

Turizmin sektörünün gelişmesi ve sektörün canlanmasını sağlayan yatırımlardır. Turizmde işletmelerin daha etkin bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için önce, altyapının eksikliklerinin giderilmesi gerekmektedir. Turizm faaliyetinde bulunan işletmelere kara, deniz, hava ve demiryolu ulaşım seçeneklerinden en az biri ya da birkaçı ile erişilebilme olanağına sahip olmalıdır. İletişim olanaklarının mümkün olması gerekmektedir. Altyapı yatırımları çoğunlukla devlet tarafından gerçekleştirilmektedir. Su, elektrik, kanalizasyon vb. hizmetlerin eksiksiz olması gerekmektedir. Turizm hizmetlerinin gerçekleştirilmesinin temel öğelerini altyapı yatırımları oluşturmaktadır (Erkılıç, 2013).

Kısıtlı bir şekilde olsa da yatırımların devlet dışında kalan kısımlarını turizm bölgesinde veya o bölgeye yakın bir merkezde bulunan özel firmalar tarafından da adlarına tahsis edilmek suretiyle gerçekleştirilip, bölgeye gerekli olan altyapı hizmeti sunulabilir (Taşçı, 2010)

2.2.2.2. Üstyapı Yatırımları

Turizm sektöründe gerçekleştirilen üstyapı yatırımları, konaklama imkânları sağlayan işletmeler ve turistik işletmeler için yapılan yatırımları kapsar. Maliyeti yüksek olan sabit yatırımlardan oluşmaktadır. Bu amaca hizmet etmek için yapılan

yatırımlar turizm sektörüne doğrudan etki ettiğinden, turistik açıdan direkt yatırımlardır. Çoğunlukla özel sektör yatırımlarından oluşmaktadır (Şenel, 2007).

Üst yapı yatırımlarının, maliyetlerinin yüksek olmalarının nedeni, sadece bina bazında değil, binanın oluşturulacağı arsanın da maliyetinin bulunmasından dolayı, yatırımın tutarını arttırmada önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Turizm yatırımlarının yapılacağı bölgelerde arsa fiyatlarının da yüksek olması da bu konuda bir etkiye sahiptir. Yatırım tutarının yüksekliği, sermayenin geri dönüş süresini de uzatmaktadır. Bu nedenle sermayenin karlılığı da düşmektedir. Bu yüzden, turizm sektöründeki yatırımlar diğer yatırımlar gibi değil farklı bir değerlendirme içerisinde olmalıdır. Teşviklerle desteklenerek yatırımcılara kolaylık sağlanabilir. (Yıldırım, 1991)

2.2.2.3. Destek Yatırımları

Turizmde destek yatırımları ise sektörün tamamlanmasını ve hem sektörün gelişmesini hem de çeşitlenmesini sağlayan yatırımlardan oluşup oldukça fazla sayıdadırlar. Turistlerin ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik destek sağlayıcı nitelikte olan yatırımlardır. Örneğin; Turistlerin konakladıkları işletmenin bünyesinde olmayan işletme ve benzeri kuruluşlarda yapılan harcamalar destek yatırımlarına örnek olabilir (Erkılıç, 2013).

2.2.2.4. Turist Sayıları ve Turizm Gelirleri

Turizm gelirleri, ziyaretçilerin bulunmuş oldukları destinasyonda almış oldukları yiyecek- içecek, eğlence, alışveriş ve diğer çeşitli hizmetler için yaptıkları harcamalar olarak tanımlanmaktadır. Dünyada ihracat gelirlerinin % 6'sını turizm gelirleri oluşturmaktadır. 2014 yılında 1.245 milyar dolar seviyesine gelen turizm gelirleri bir önceki yıla göre 48 milyon dolar artış göstermiştir. Fransa, Amerika Birleşik Devletleri, İspanya ve Çin turizm sektöründe hem gelir hemde ziyaretçi sayıları açısından bir önceki yıldaki konumlarını korumuşlardır. Meksika turist sayısında 10. sırada kendine tekrardan yer bulmuştur. Dünyada uluslararası seyahat eden toplam turist sayısı ilk kez 2012 yılında 1 milyar turist seviyesine ulaşmıştır. 2014 yılına gelindiğinde ise bu rakam 1,133 milyar kişi düzeyindedir. Bu sayının

2030 yılında 1.8 milyar kişi olması tahmin edilmektedir. Ayrıca yerli turist sayısı da 2014 yılında 5.6 milyar kişi olarak belirlenmiştir (UNWTO, 2015).

2015 yılına gelindiğinde bir önceki yıla kıyasla turist sayısında 52 milyonun üzerinde kişi artışı yaşanmış ve toplamda 1,186 milyar kişi olmuştur. 2015 yılında turizm sektörünü 3 önemli konu etkilemiştir. Bunlar döviz kurlarında yaşanan aşırı dalgalanmalar, petrol ve diğer emtialarda yaşanan düşüşler ve emniyet ve güvenlik konusunda yaşanan endişelerdir. Turizm gelirlerinde Fransa, Amerika Birleşik Devletleri, İspanya ve Çin bir önceki yıldaki konumlarını korumaktadırlar. Tayland turizm gelirleri sıralamasında 2014 yılında 9. iken 2015 yılına gelindiğinde ise 6. basamakta kendine yer bulmaktadır. Hong Kong ise 10. Sıradan 9. Sıraya yükselmiştir (UNWTO, 2016).

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre 2015 yılındaki toplam turizm gelirleri 2014 yılına kıyasla %8,3 oranında azalış göstererek 31 milyar 464 milyon 777 bin \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Elde edilen turizm gelirlerinin %81,3 oranındaki büyük çoğunluğu yabancı ziyaretçilerden, geriye kalan %18,7'si ise yurt dışında ikamet eden vatandaş ziyaretçilerden oluşmaktadır. Turistlerin yapmış oldukları harcamalar sonucunda bu yılki gelirin 24 milyar 788 milyon 321 bin \$'ını kişisel harcamalar, 6 milyar 676 milyon 456 bin \$'ını ise paket tur harcamalarından oluştuğu görülmektedir. Yapılan değerlendirimin sonucu olarak; harcamaların kişi başına ortalama 756 \$, yabancıların ortalama harcaması 715 \$, yurtdışında ikamet eden vatandaşların ortalama harcaması ise 970 \$ olduğu görülmektedir (TÜİK, 2016).

Ülkeler için önemli bir gelir kaynağına sahip olan turizm ile ilgili 2014 yılında gerçekleşen ziyaretçi sayıları ve elde ettikleri gelirler Tablo 2.1 ve Tablo 2.'de listelenmiştir.

Tablo 2.1: 2014 yılı Dünya’da En Çok Turizm Gelirlerine Sahip Ülkeler ve Turist Sayıları

Sıra No	Ülke Adı	Turist Sayısı Milyon Kişi	Turizm Geliri Milyon Dolar	Turist Başına Gelir
1	ABD	74.757	177.240	2.370
2	İspanya	64.995	65.187	1.002
3	Çin	55.622	56.913	1.023
4	Fransa	83.700	55.402	661
5	Macao	14.566	50.815	3.448
6	İtalya	48.576	45.545	937
7	Birleşik Krallık	32.613	45.262	1.387
8	Almanya	33.005	43.326	1.312
9	Tayland	24.780	38.437	1.551
10	Hong Kong	27.270	38.376	1.407
11	Avustralya	6.868	32.022	4.662
12	Türkiye	39.811	29.552	742
13	Malezya	27.437	21.820	795
14	Avusturya	25.291	20.559	812
15	Hindistan	7.703	19.700	2.557
16	Singapur	11.858	19.203	1.619
17	Japonya	13.413	18.853	1.405
18	Güney Kore	14.202	18.147	1.277
19	Yunanistan	22.033	17.793	807
20	Kanada	16.528	17.445	1.055
21	İsviçre	9.158	17.442	1.904
22	Meksika	29.091	16.258	558
23	Hollanda	13.926	14.716	1.056
24	Taiwan	9.910	14.618	1.475
25	Belçika	7.976	14.268	1.788

Kaynak: World Tourism Organization (UNWTO), 2015 Highlights.

Tablo 2.1 incelendiğinde en çok turizm gelirine sahip olan ülke 177.240 milyon dolar ile Amerika Birleşik Devletleri’dir. 83,7 milyon kişi ile en çok turist ağırlayan ülke durumunda olan Fransa ise turizm gelirlerinde 55.402 milyon dolar ile listenin dördüncü sırasındadır. Türkiye turizm gelirlerinde 29.55 milyar dolar ile on ikinci sırada olmakla birlikte, turist sayısında 39.81 milyon kişi ile altıncı sıradadır.

Tablo 2.2: 2015 yılı Dünya’da En Çok Turizm Gelirlerine Sahip Ülkeler ve Turist Sayıları

Sıra No	Ülke	Turist sayısı Milyon Kişi	Turizm Geliri Milyar Dolar	Turist Başına Gelir (1000\$)
1	ABD	77.510	204.523	2638
2	Çin	56.886	114.109	2.0005
3	İspanya	68.215	56.526	828
4	Fransa	84.452	45.920	543
5	Birleşik Krallık	34.436	45.464	1.320
6	Tayland	29.881	44.553	1.491
7	İtalya	50.732	39.449	777
8	Almanya	34.972	36.867	1.054
9	Hong Kong	26.686	36.150	1.354
10	Macao	14.308	31.303	2.187
11	Avustralya	7.444	29.413	3.951
12	Türkiye	39.478	26.616	674
13	Japonya	19.737	24.983	1.265
14	Hindistan	8.027	21.013	2.617
15	Avusturya	26.719	18.303	685
16	Meksika	32.093	17.734	552
17	Malezya	25.721	17.597	685
18	Singapur	12.052	16.743	1.389
19	Kanada	17.970	16.229	903
20	İsviçre	9.305	16.198	1.740
21	Yunanistan	23.599	15.673	664
22	Güney Kore	13.232	15.285	1.155
23	Taiwan	10.440	14.406	1.379
24	Hollanda	15.007	13.211	880
25	Portekiz	10.176	12.606	1.238

Kaynak: World Tourism Organization (UNWTO), 2016 Highlights.

Tablo 2.2 incelendiğinde en çok turizm gelirine sahip olan ülke 204.523 milyon dolar ile Amerika Birleşik Devletleri’dir. 84,4 milyon kişi ile en çok turist ağırlayan ülke durumunda olan Fransa ise turizm gelirlerinde 45.920 milyon dolar ile listenin dördüncü sırasındadır. Türkiye ise turizm gelirlerinde 26.6 milyar dolar ile on ikinci sırada olup, turist sayısında ise 39.47 milyon kişi ile listenin altıncı sırasında yer almaktadır.

2.3. Portföy Yatırımları

Kelime anlamı olarak cüzdan anlamına gelen portföy, menkul kıymetlerin bir araya getirilmesiyle meydana gelen finansal varlığı ifade etmektedir. Portföy, farklı menkul kıymetlerden oluşan, hisse senedi, tahvil, türev araçlar gibi ürünlerin bir

araya geldiği, kişi yada grupların sahip olduğu mali özellikteki kıymetlerdir (Korkmaz vd., 2013).

Tasarruf sahipleri, tasarruflarını yatırıma dönüştürmek amacıyla vermiş oldukları kararları yatırımların risklerini düşünerek değerlendirirler. Yatırımcılar tasarruflarını farklı yatırım araçlarına bölerek riski azaltmayı hedeflemektedirler (Kapusuzoğlu ve İbicioğlu, 2013).

Portföy yatırımları, yatırımcıların sahip oldukları tasarruflarının uluslararası borsalarda, riskler üstlenerek ellerindeki sermayelerle elde etmeyi hedefledikleri kazançlar doğrultusunda tahvil, hisse senedi vb. Yatırım araçlarına yönelmeleri olarak açıklanmaktadır (Başoğlu, 2000).

Ulusal düzeyde bulunan yatırım firmaları benzer risk aralığında olduklarından ulusal olarak oluşturulan portföy risklerinin bir seviyeden sonra aşağıya çekilemeyecek olduğundan yatırımcılar portföylerini başka ülke borsalarında da değerlendirmek isteyeceklerdir (Çelik vd., 2013). Ayrıca yatırımcıların portföylerini uluslararası borsalarda hazırlamalarının nedeni portföy çeşitlendirmesi sayesinde en uygun risk ve getiri ilişkisine sahip olmayı istemeleridir (Karan, 2004).

2.3.1. Portföy Oluşturma Problemi

Portföy oluşturma problemi, bir getiri vaadiyle yatırımı yapılan minimum riski içeren yada risk karşılığında getirisinin maksimum olduğu portföyün oluşturulmasını ifade eder. Yatırımcılar beklenti altında oldukları getirinin oranı yerine, yaklaşık olarak getirisi belli olan bir yatırımı tercih etmeye daha yatkındır. Beklenen getirinin de azalması durumunda risk azalacağından yatırımlarını daha az risk içeren bir şekil de çeşitlendirebileceklerdir (Bekçi vd., 2001).

Borsada yapılan yatırımlar için Türk Halkı'nın bir kısmı kumar olarak görmekte ve sonunda bir şekilde zarar edileceği düşüncesi göz ardı edilemeyecek düzeyde olduğu bilinmektedir. İnsanlar borsada işlem yapmayı planladıkları zaman yatırım için harcadıkları parayı artık yokmuş gibi düşünmektedirler. Bu şekilde oluşan bir önyargının ortadan kaldırılması için yatırımcıların, yatırım konusunda bilgilendirilmeleri gerekmektedir. Bunun çözümü de çeşitlendirilmiş portföyler

oluşturularak riskin en aza indirilmesi ve maksimum getiri ile de yatırımcıların kar elde edebileceklerini göstermekten geçer (Küçükkoçaoğlu, 2002).

2.3.2. Portföy Çeşitlendirmesi

Gelecek yatırımcılar açısından belirsiz ve bilinmez olduğundan, yatırımcılar geleceği tamamen tahmin edemeyeceğinden sahip oldukları tasarrufları yatırımlara dönüştürürken yatırımlar konusunda çeşitlendirme yoluna gidecektir. Çeşitlendirmenin asıl amacı da eldeki mevcut sermayenin ve hedeflenen gelir düzeyinin kaybını en az şekilde kayıpla karşılanmasıdır (Zengin, 2006).

Portföy çeşitlendirmesi; karşıya kalınan risk oranının azaltılması, portföyde bulunan menkul kıymetlerin her birinin diğerleriyle arasındaki ilişkiye bağlıdır. Ayrıca ülkeleri birbirlerinden ayrı bir yapı olarak görmek yerine ülkelerin bütünleşik bir yapıda olduklarını görerek birlikte hareket etme eğiliminde bulundurmaya çalışmaktadır (Boztosun ve Çelik, 2011).

Geleneksel ve modern portföy teorileri olmak üzere iki yaklaşım bulunmaktadır.

2.3.3. Geleneksel Portföy Teorisi

Bu teori, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin sahip oldukları getiriler arasında bir ilişkinin olmadığı düşünülerek, portföydeki menkul kıymetlerin sayısal fazlalıklarının karşılaşılabilecek risk oranını düşürülebileceği tahmin edilmektedir. Markowitz'in ortaya koyduğu modern portföy teorisi sonucunda geçerliliğini yitirmiştir. Portföyün sayısal olarak çeşitlendirilmesinin tek başına riski azaltmada yeterli olmadığı ayrıca portföyü oluşturan menkul kıymetlerin de birbirleri arasında bulunan ilişki düzeyinin de riskin düşürülmesi konusunda etkin bir rol oynadığı Markowitz tarafından ortaya çıkarılan ortalama-varyans modeliyle açıklanmıştır. (Demirtaş ve Güngör, 2004).

Portföy çeşitlendirmesi yapılırken riskin azaltılması için birden çok menkul kıymet arasında paylaşılması hedeflenmektedir. Buna göre yapılan değişik

çalışmalarda bir portföyde bulunması gereken menkul kıymet sayıları bazı yazarlara göre şu şekilde belirtilmiştir.

1968 yılında Evans ve Archer 8-15 arası, 1969'da Latane ve Young 8-16, 1974'te Fielitz 8, 1977'de Elton ve Gruber 15-100, Statman 30-40, 2001'de Campbell vd. en az 10, 2002 yılında Küçükkoçaoğlu 6, menkul 2003 yılında Gökçe ve Cura'nın 6-14, Demirtaş ve Güngör (2004) 19, 2007 yılında Çetin 8, 2010 yılında Tosun ve Oruç 5-7 ve İskenderoğlu ve Karadeniz (2011) 2-8 arasında bir portföy çeşitlendirmesinin riski düşürebileceğini açıklamışlardır.

2.3.4. Modern Porföy Teorisi

Bu teoriden önce portföy riskinin azaltılması için sadece menkul kıymet sayılarının arttırılması esasına dayanan geleneksel portföy teorisi kullanılmaktaydı. 1952 yılına gelindiğinde ise yapmış olduğu çalışmasıyla Markowitz riskin düşürülmesi için portföyü oluşturan menkul kıymetlerin her birinin getirilerinin ve iğerdiği risklerin ayrı ayrı hesaplanmasıyla oluşan ortalama varyans modelini geliştirmiştir. Bu model belirli varsayımlar altında oluşturulmuştur. Bunlar;

- Yatırımcılar karlarını en yüksek düzeyde tutmak isterler ve aynı zamanda yatırımın da riskinin düşük olmasını isterler. En düşük risk ile en yüksek getiriye arzu ederler.
- Yatırım kararlarını risk ve getiri üzerine verirler. Getiri, portföyü meydana getiren varlıkların getirilerinin ortalaması olacaktır.
- Yatırımların süreleri tek dönemdir (Marangoz, 2006).

Markowitz iyi bir portföyün yalnızca menkul kıymetlerin sayıca fazla olmasıyla değil, aralarında bulunan etkileşim ile ilgili olduğunu ifade etmiştir. Portföy seçimi yapılırken; getirileri aynı olan portföylerden düşük risk oranına sahip olan, aynı riske sahip olan portföylerden de en yüksek getiriye sahip olan portföyün tercih edilmesinin gerekli olduğunu açıklamıştır. Çeşitlendirmenin doğru yapıldığı takdirde oluşturulan portföy, portföyü iğereren menkul kıymelerden daha düşük riske sahip olabilir. Portföy oluştururken de bu durum göz önünde bulundurularak

birbirleriyle etkileşim halinde olan menkul kıymetlerin aynı portföy içinde bulunmamaları gerekmektedir (Markowitz, 1952).

2.3.5. Portföy Beklenen Getirisi

Yatırımların getirileri menkul kıymetlerin çeşitlerine göre değişkenlik göstermektedir. Menkul kıymetlerin beklenen getirilerini hesaplayabilmek için, yatırımcıların menkul kıymetin sahip olduğu geçmiş getirilerine yada gerçeğe yakın getirilerinin olasılıklarına ihtiyaçları vardır. Getiri; belli bir dönem içinde ortaya çıkan kazanç yada kayıpların ortaya çıkardığı yüzdesel değişim olarak adlandırılmaktadır. Getiri formülü şu şekildedir (Marangoz, 2006).

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

R : i'nin bir dönemdeki getirisi,

P₀ : varlığın dönem başındaki fiyatı,

P₁ : varlığın dönem sonundaki fiyatı olarak tanımlanmaktadır.

Oluşturulan portföyün beklenen getirisi formülü ise aşağıdaki şekilde verilmiştir (Demirtaş ve Güngör,2004).

R : Portföyün beklenen getirisi.

w_i : i menkul kıymetinin portföydeki oranı. (0 ≤ w_i ≤ 1) (i=1,...,N)

μ_i : i. menkul kıymetin beklenen getirisi.

n : Menkul kıymet sayısı. i:=1.... n

$$R = \sum_{i=1}^n w_i \mu_i$$

2.3.6. Korelasyon ve Kovaryans

Korelasyon; iki finansal değişkenin birbirleri arasındaki istatistiki ilişkisinin varlığının derecesi olarak ifade edilmektedir. Ayrıca portföyü oluşturan menkul

kıymetlerin getirilerinin arasında bulunan ilişkinin yönünün de belirlenmesinde kullanılmaktadır. Korelasyon katsayısı ‘r’ harfiyle gösterilir ve ± 1 aralığında bulunan değerler alır. Korelasyon katsayısının 0 olması durumunda bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmaktadır. Tam ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunda +1, tam ancak negatif yönlü bir ilişkinin ortaya çıkması durumunda ise de korelasyon katsayısı -1 değerini alacaktır. Kovaryans ise; iki değişkenin birbirleri arasında bulunan değişimin bir değeri olmakla beraber, korelasyon katsayısının hesaplanmasında kullanılır. Kovaryans iki değişken arasındaki ilişkinin olup olmadığını gösterir fakat, ilişkinin düzeyi konusunda bilgi vermez. Ortaya çıkan kovaryans katsayısı pozitif ise birlikte bir hareketlilik vardır, negatif olduğunda ise de iki değişken arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucu elde edilir. Kovaryansın formülü aşağıda gösterilmiştir. (Kayahan, 2008).

$$\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)(y_i - \mu_y)$$

x_i : x değişkeni ait gözlem değerleri,

y_i : y değişkeni ait gözlem değerleri,

μ_x : x serisinin ortalaması,

μ_y : y serisinin ortalaması,

n: Toplam veri sayısını ifade etmektedir.

2.3.7. Varyans ve Standart Sapma

Bir menkul kıymete yatırım yapılırken menkul kıymetin getirisi ile birlikte riskinin de göz önünde bulundurularak hesaplanması gerekmektedir. Risk hesabında en fazla varyans yöntemi kullanılmaktadır. Varyans; bir menkul kıymetten beklenen olası bir getirinin, beklenen getiriden sapmasının karesinin, getiri oranına bağlı olduğu olasılıkla çarpımının toplamı şeklinde açıklanmaktadır. Verilerin aritmetik ortalama ile farklarının kareleri toplamının veri sayısından bir eksiği ile bölünmesi olarak da basitleştirilebilir. Standart sapma ise varyansın karekökü alınarak hesaplanır. Varyans ve standart sapmanın formülleri şu şekildedir. (Abay, 2013).

Varyans;

$$V_x = \sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2 \cdot p_i$$

V_x = Varyans

N = Eleman sayısı

X_i = i. Sayı

\bar{X} = Sayıların ortalamasını ifade etmektedir.

p_i = Olasılık değeri

Standart Sapma;

$\sigma = \sqrt{V_x}$ varyansın karekökü standart sapmayı ifade eder.

2.4. Konuya İlişkin Yapılmış Çalışmalar

Bu bölümde ülkelerin gelişmişlik sıralaması ve konuya ilişkin olarak gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalar üzerine yapılan çalışmalardan bahsedilecektir.

2.4.1. Ülkelerin Gelişmişlik Sıralaması

Ülkelerin ekonomilerinin yükselmesi sonucunda, mevcut hisse senedi piyasalarının birbirleri arasında ortaya çıkabilecek herhangi bir etkilesimin olup olmadığı konusu son yıllarda yaşanan globalleşmenin doğal sonucu olarak akademisyenlerin, finansal piyasalarla ilgilenenlerin ve yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerinin ilgisini çekmektedir. Gelişmiş ülkeler mali bütünleşmelerini tamamladıklarından dolayı hisse senetlerinin hareketleri birbirleri arasında paralellik göstermektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler mali bütünleşmelerini tamamlayamadıkları için, borsaları gelişmiş ülkelere daha bağımsız olması sebebiyle yatırımcıların portföylerini oluştururken çeşitlendirme yapmalarına imkan verecek ve bu sayede yatırımcılara kârlarını artırma ve risklerinin azaltma konusunda gerekli imkanları sunmuş olacaktırlar (Akal, 2013).

Ülkeler gelişmişlik durumlarına göre sınıflandırılmaktadır. Her yıl eylül ayında Financial Times Stock Exchange (FTSE)'nin yapmış olduğu kapsamlı çalışma yayınlanmaktadır. 2016 yılında yayınlanan rapor ülkeleri çeşitli başlıklarda sınıflandırılmıştır. Sınıflandırmanın amacı yatırımcılara şeffaf bilgiler sağlaması düşünülmektedir. Bunun sonucunda ülkeler; gelişmiş, ileri gelişmekte, gelişmekte olan ve son olarak da az gelişmiş olarak toplamda dört grup altında toplanmıştır. Tablo 3.1'de bu ülkelerle ilgili bilgiler verilmiştir.

Tablo 2.1: 2016 FTSE Ülkelerin Gelişmişlik Sınıflandırması Listesi (FTSE, 2016).

Gelişmiş Ülkeler	İleri Gelişmekte Olan Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler	Az Gelişmiş Ülkeler
Avustralya	Brezilya	Şili	Bahreyn
Avusturya	Çek Cumhuriyeti	Çin	Bangladeş
Belçika/Lüksemburg	Yunanistan	Kolombiya	Botswana
Kanada	Macaristan	Mısır	Bulgaristan
Danimarka	Malezya	Hindistan	Fildişi Sahilleri
Finlandiya	Meksika	Endonezya	Hırvatistan
Fransa	Polonya	Pakistan	Kıbrıs
Almanya	Güney Afrika	Peru	Estonya
Hong Kong	Tayvan	Filipinler	Gana
İrlanda	Tayland	Katar	Ürdün
İsrail	Türkiye	Rusya	Kenya
İtalya		Birleşik Arap Emirlikleri	Letonya
Japonya			Litvanya
Hollanda			Makedonya
Yeni Zelanda			Malta
Norveç			Moritus
Portekiz			Fas
Singapur			Nijerya
Güney Kore			Umman
İspanya			Filistin
İsveç			Romanya
İsviçre			Sırbistan
Birleşik Krallık			Slovakya
ABD			Siri Lanka
			Tunus
			Vietnam

Literatür incelendiğinde borsalar üzerine farklı veri dönemleri içerisinde ve farklı yöntemler kullanılarak borsalar arasındaki etkileşimi araştıran yerli ve yabancı bir çok çalışma bulunmaktadır. Yapılan bu çalışmalar; gelişmiş piyasalarda ve gelişmekte olan piyasalar arasında yapılan çalışmalar olmak üzere listelenmiştir.

2.4.2. Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Chatrathe vd., (1996), hisse senedi getirileri ile enflasyon eğilimlerinin birbirleri üzerindeki ilişki durumunu Hindistan borsası üzerinde incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda enflasyon ile ekonomik faaliyetlerin arasında ters yönlü bir ilişki, ekonomik faaliyetler ile hisse senedi getirileri arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Kwon ve Shin'in 1999 yılındaki çalışmaları, Kore'deki hisse senedi getirileri ve ekonomik faaliyetlerin birbirleri arasında bir ilişki olup olmadığını kullanmış oldukları eşbütünleşme testi, vektör hata düzeltme modeli ve Granger nedensellik testi ile incelemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda; hisse senedi fiyat endeksleri ile makroekonomik değişkenler arasında eşbütünleşmeye rastlanmıştır. Üretim endeksi, döviz kuru, dış ticaret dengesi ve para arzı bu değişkenleri oluşturmakta olup hisse senedi fiyat endeksi ile ilişki içindedir.

Fifield vd. (2002), global ve yerel olmak üzere ekonomik etkenlerin, gelişmekte olan on üç ülkenin hisse senedi piyasalarının getirilerini ne düzeyde açıkladıklarını incelemişlerdir. Seçilen ülkeler; Şili, Yunanistan, Hong Kong, Hindistan, Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Portekiz, Güney Afrika, Singapur, Tayland ve Türkiye'dir. Ekonomik faktörler temel bileşenler analizi kullanılarak ortaya çıkarılmıştır. Global ekonomik etkenler; dünya sanayi üretimi ve dünya enflasyonu, yerel değişkenler ise; gayri safi yurtiçi hasıla, enflasyon, para arzı ile faiz oranlarıdır. Ortaya çıkan bu değişkenler seçilen on üç ülkenin hisse senedi piyasalarındaki getirileri açıklama düzeyini ölçmek için regresyon analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, global etkenler araştırmayı oluşturan ülkelerin piyasalarında hisse senedi getirisini açıklama konusunda önemli faktörler oldukları ortaya çıkmıştır.

2002'de Gilmore ve Macmanus çalışmalarında Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve ABD hisse senedi piyasaları arasında uzun dönem ilişki bulunup bulunmadığını yaptıkları eşbütünleşme analizi ile ortaya koymuşlardır. 1995-2001 yılları arasında kullanılan haftalık veriler aracılığıyla yapılan eşbütünleşme testi sonuçları çalışmaya konu olan bu ülkelerin arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisi olmadığını göstermektedir. Portföy çeşitlendirmesi yapılırken eşbütünleşmenin olmayışı riski azaltmada yardımcı olmaktadır.

Wongbangpo ve Sharma (2002), araştırmalarında Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland'ın hisse senedi piyasalarının seçilen makroekonomik değişkenler ile aralarındaki ilişkileri araştırmışlardır. Bu değişkenler; gayri safi milli hasıla, tüketici fiyat endeksi, para arzı, faiz oranı ve döviz kuru olarak belirlenmiştir. Seçilen bu ülkelerin hisse senedi getirileri üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmada hisse senedi getirileri ve makroekonomik değişkenlerin aralarında hem kısa hemde

uzun dönemli ilişki bulunmuştur. Ayrıca hisse senedi getirileri ile gayri safi milli hasıla, para arzı ve döviz kuru değişkenlerinin pozitif yönlü ilişkiye sahip olduğu, tüketici fiyat endeksinin hisse senedi fiyatlarıyla ters yönlü olduğu ortaya çıkmıştır. Son olarak da faiz oranlarının hisse senedi fiyatlarıyla, Filipinler, Singapur ve Tayland'ın piyasalarında negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür.

İbrahim ve Aziz (2003), Malezya hisse senedi piyasasının getirileri ile döviz kuru, para arzı, sanayi üretimi ve tüketici fiyat endeksi değişkenlerinin aralarındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kullanılan yöntem otoregresif tekniğidir. Çalışmanın sonucunda, döviz kuru ve para arzının hisse senedi getirileri ile uzun dönemli ve negatif yönlü bir ilişki içinde olduğu, sanayi üretimi ve tüketici fiyat endeksi arasında ise ilişki uzun dönemli ve pozitif olduğu sonucunu tespit etmişlerdir.

Kenourgios ve Samitas'ın 2003 yılındaki çalışmalarında Yunanistan ile Belçika, İtalya, Portekiz, Almanya ve Fransa arasındaki ilişki üzerine çalışmışlardır. Araştırmada kullanılan veriler 1998-2000 arasındaki günlük verilerden oluşmaktadır. Engle-Granger Eşbütünleşme ve Johansen Maximum Likelihood modelleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonuçları, Yunanistan'ın Belçika, İtalya, Portekiz, Almanya ve Fransa arasında bir eşbütünleşmeye rastlanmamıştır. Ayrıca Yunanistan endeksinin İngiltere endeksi ile aralarında uzun dönemde birlikte hareket ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yunanistan ve diğer ülke endekslerinin birbirleriyle ortak hareket etmedikleri ortaya çıkmıştır.

2003 yılında yapılan bir başka çalışmada Lim vd., Filipinler, Malezya, Tayland, Endonezya ve Singapur'un oluşturmuş olduğu Güneydoğu Asya Uluslar Birliği bölgesi hisse senedi piyasalarının entegrasyonunu Bierens'in geliştirdiği parametrik olmayan eşbütünleşme testini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan veriler Ocak 1988-Ağustos 2002 dönemlerini kapsayan aylık hisse senedi fiyat endeksinden oluşmaktadır. Yapılan çalışmanın sonunda ulaşılan sonuçlara göre, bu ülkelerin hisse senedi piyasası uzun dönemde bir ilişki göstermektedir. Bu piyasalar birbirleriyle eşbütünleşik olduğundan dolayı tek bir piyasanın unsurları gibi hareket etmektedirler. Bunun anlamı bu piyasalardan oluşturulan portföy çeşitlenmesinden elde edilmesi hedeflenen getiri sınırlı ve aynı zamanda yatırımcılar için uzun dönem yatırım yapmak anlamsızdır. Ayrıca, bu ülkeler arasında bulunan eşbütünleşik hareket sonucunda oluşacak olumsuz etkiler de ayrıca bir risk olarak

ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak araştırmaya konu olan bu ülkelerin hisse senedi piyasasının herhangi birinde meydana gelen olumsuz etki, diğer piyasalarda da benzer etkiyi gösterecektir.

Dritsakis (2004) Yunanistan'ın turizm geliri, döviz kuru ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisini araştırmıştır. Veri seti olarak üç aylık olarak, 1960-2000 yılları arasındaki verilerden yararlanmıştır. Kullanılan analizler VAR ile Granger nedensellik analizleridir. Elde edilen sonuçlara göre Yunanistan'ın araştırmaya konu olan tarihler arasında turizm gelirleri, döviz kuru ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğuna ulaşılmıştır.

Bose ve Mukherjee araştırmalarında (2005), Hindistan'ın bazı Asya ülkeleri ve ABD ile aralarındaki eşbütünleşme ilişkisini incelemişlerdir. Araştırmada seçilen Asya ülkeleri; Güney Kore, Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland ve Tayvan'dır. Araştırmada Ocak 1999-Haziran 2004 yılları arasındaki günlük piyasa verilerinden yararlanılmıştır. Yapılan bu araştırmanın sonucuna göre Hindistan'ın seçilen ülkelerle eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlardan hareketle yatırımcıların portföy oluştururken bu ülkeleri seçmelerinin karlı bir hareket olmadığını açıklamaktadır.

2005 yılında Efendioğlu ve Yörük Türkiye, Almanya, Fransa, Hollanda, İngiltere ve İtalya hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşmeyi araştırmışlardır. Veri seti aylık olup Temmuz 1993 ve Mart 2005 dönemlerini kapsamaktadır. Araştırmanın sonucunda Türkiye ile seçilen ülkeler arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır.

Taştan (2005) yaptığı araştırmasında, Türkiye ile ABD, Almanya, Fransa ve İngiltere arasındaki hisse senedi piyasalarının eşbütünleşme düzeyini incelemiştir. Kullanılan veri seti 1990-2004 tarihlerinin günlük verilerini kapsamaktadır. Araştırmada kullanılan yöntem GARCH ve VAR modelleridir. Sonuç olarak, Türkiye'nin diğer piyasalar ile Gümrük Birliği öncesindeki dönemde ortaya zayıf bir ilişkisi bulunmuştur, sonrasında ise eşbütünleşme düzeyinin artış gösterdiği görülmüştür.

Basher ve Sadorsky (2006), petrol fiyatları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarında, petrol fiyat risklerinin etkilerini araştırmışlardır. Ulaşılan sonuçlara göre gelişmekte olan piyasaların hisse senedi getirileri petrol fiyat risklerinden etkilendiği görülmüştür.

Erdem vd. (2006), faiz oranı, döviz kuru ve M1 para arzı makroekonomik değişkenlerinin IMKB 100 ile aralarındaki ilişkiyi VAR modeli aracılığıyla test etmişlerdir. GARCH modeli kullanılarak, mevsimsellik ve kriz düzeltmeleri yapılmıştır. Kullanılan serilerin durağanlığı Genelleştirilmiş Dickey-Fuller ile Phillips-Perron birim kök testleri kullanılarak yapılmıştır. Sonuç olarak VAR modeline göre; seçilen makroekonomik değişkenlerden IMKB 100 endeksine tek yönlü bir geçiş olduğu görülmüştür.

Hondroyiannis ve Papapetroy (2006), Yunanistan'ın hisse senedi piyasası ile enflasyon arasındaki ilişkiyi MS-VAR modeliyle test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda hisse senedi getirileri ile enflasyonun uzun dönemli herhangi bir ilişkiye sahip olmadığı sonucunda ulaşılmıştır.

Kasman (2006), Türkiye'de enflasyon, sanayi üretimi, para arzı ve döviz kurundan oluşan makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarıyla aralarındaki ilişkinin düzeyini araştırmıştır. Araştırmada Johansen eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda hisse senedi fiyatları ile seçilen makroekonomik değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisinin varlığına ulaşılmıştır. Ayrıca vektör hata düzeltme modeliyle yapılan Granger nedensellik testleri sonucunda, sanayi üretimi haricindeki makroekonomik değişkenler ile hisse senedi fiyatları arasında çift yönlü nedensellik görülmüştür. Sanayi üretimi de hisse senetlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi içindedir.

2006 yılında Marashdeh çalışmasında, Türkiye, Ürdün, Fas, Mısır ülke borsalarının aralarındaki ilişkinin yanı sıra ABD, Almanya ve İngiltere borsalarıyla aralarında eşbütünleşme olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmanın verilerini 1994-2004 yılları arasındaki aylık veriler oluşturmaktadır. ADF ve ECM testleri uygulanmıştır. Yapılan analizler sonucunda; Türkiye, Ürdün, Fas ve Mısır'ın birbirleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu, Mısır'ın dışındaki bütün ülkelerin

de ABD, Almanya ve İngiltere ile eşbütünleşik bir ilişki içinde olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Brahmasrene ve Jiranyakul (2007), Tayland'da meydana gelen finansal kriz ve sonrasındaki finansal liberalizasyonun; para arzı, sanayi üretim endeksi, döviz kuru ve petrol fiyatları makroekonomik değişkenlerinin hisse senedi getirileriyle arasında olan ilişkiyi birim kök, eşbütünleşme testleri ve Granger nedensellik testleriyle incelemiştir. Sonuç olarak hisse senedi endeksleri ve seçilen değişkenler arasında uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca hisse senedi endeksleri ve para arzı pozitif etkileşimde iken, diğer makroekonomik değişkenlerin de hisse senedi endeksleri üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çıtak ve Gözbaşı'nın 2007 yılındaki çalışmaları, Türkiye ile ABD, Almanya, Hindistan, İngiltere, Japonya ve Malezya borsalarının aralarındaki eşbütünleşme ilişkisini araştırmışlardır. Yapılan çalışma 1986-2006 yıllarını kapsamaktadır. Araştırmada kullanılmak üzere seçilen bu ülkeler temel endeksleri dışında, sanayi, mali ve hizmetler alt endeksleri çalışmaya dahil edilmiştir. Sektör endekslerinin analizi yapılırken ek olarak İtalya, Fransa ve İspanya ülkeleri de eklenmiştir. Araştırmanın sonucunda; Türkiye ile ABD, Almanya, Hindistan ve İngiltere'nin temel endeksleri arasında eşbütünleşme bulunmuştur. Türkiye ile İtalya arasında sanayi sektöründe eşbütünleşme bulunmuştur. Diğer tüm ülke ve endeksler arasında herhangi bir eşbütünleşmeye rastlanmamıştır.

Lagoarde-Segot ve Lucey (2007), Araştırmalarına konu olan ülkelerde sermaye piyasasının eşbütünleşmesini ve bu eşbütünleşme sonucunda oluşturulmayı hedeflenen uluslararası portföy yatırımlarının nasıl dağıldığını araştırmışlardır. Veri seti 1 Ocak 1998 - 16 Kasım 2004 olup günlük veriler kullanılmıştır. Kullanılan piyasalar ise; Fas, Tunus, Mısır, Lübnan, Ürdün, Türkiye ve İsrail hisse senedi piyasalarıdır. Yapılan eşbütünleşme testinin sonucu olarak araştırmaya konu olan ülkelerin, Avrupa Para Birliği ve ABD ile aralarında uzun dönem ikili ilişki bulunamamıştır. Sonuç olarak, yatırımcılar için portföy çeşitlendirme imkanı ortaya çıkmaktadır.

2007 yılında yapılan Maghyreh ve Al-Kandari'nin çalışmalarının amacı, petrol fiyatları ile hisse senedi piyasalarının birbirleriyle olan ilişkisidir. Kullanılan

analiz yöntemi doğrusal olmayan eşbütünleşme analizidir. Veri setini oluşturan ülkeler; Bahreyn, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Umman'dır. Çalışma verileri 1 Ocak 1996-31 Aralık 2003 tarihlerinden oluşmaktadır. Petrol fiyatlarının seçilen ülkelerde hisse senedi fiyat endeksi arasında eşbütünleşmenin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonuçla, çalışma kapsamında bulunan ülkelerde gerçekleşen, petrol fiyatlarındaki hareketliliğin ülke ekonomilerine ve hisse senedi piyasalarında oluşacak etkiyi düşünerek hareket etmelidirler.

Abugri VAR modeli kullanarak 2008 yılında yaptığı çalışmasında, Arjantin, Brezilya, Meksika ve Şili'deki döviz kuru, faiz oranları, sanayi üretimi, para arzı değişkenlerinin hisse senedi getirilerini açıklama düzeylerini test etmiştir. Çalışma sonucunda bu faktörlerin hisse senedi getirilerini anlamlı bir şekilde açıkladığına ulaşılmıştır.

Cong vd., (2008), petrol fiyatlarındaki şokların Çin borsasındaki karşılıklı etkileşimini incelemiştir. Araştırmanın sonucunda petrol fiyatlarındaki şokların, imalat endeksi ve bazı petrol şirketleri dışında reel hisse senedi getirilerine herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bazı petrol fiyat şoklarının da petrol şirketlerinin hisse senedi fiyatlarını düşürdüğünü gözlemlemiştir.

Küçükçolak'ın yapmış olduğu (2008) çalışmada; Türkiye ile Almanya, Fransa, İngiltere ve Yunanistan hisse senedi piyasaları arasındaki eşbütünleşmeyi araştırmıştır. Çalışmada Engle ve Granger eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Veri aralığı 1 Ocak 2001 ile 31 Aralık 2005 tarihleri arasında kapsayan günlük borsa verilerinden oluşmaktadır. Yapılan analizler sonucunda uzun dönemde, Türkiye'nin Almanya, Fransa ve İngiltere ile aralarında bir eşbütünleşmeye rastlanılmadığı, fakat Yunanistan ile aralarında bir eşbütünleşme ilişkisinin ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bulgular sonucunda ortaya çıkan durum, portföy çeşitlendirmesi düşünen yatırımcılar tarafından değerlendirilirse bu bir avantaj olarak nitelendirilebilir. Çünkü seçilen bu piyasalar arasında herhangi bir uzun dönem ilişkisinin olmaması yatırımcıların oluşturmayı planladıkları portföy çeşitlendirmesinde kazanç elde edecekleri sonucunu çıkarmaktadır.

2008 yılında Sevüktekin ve Nargeleçekenler İMKB ile Amerika'nın Dow Jones, Nasdaq ve S&P 500 borsalarının aralarındaki ilişkiyi Johansen eşbütünleşme testini kullanarak incelemiştir. Araştırmanın sonucunda İMKB'nin Amerika'nın borsaları arasında ortaya uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur.

Chittedi 2009'da, Brezilya, Çin, Hindistan ve Rusya, ekonomilerinin hisse senedi piyasalarının birbirleri arasındaki eşbütünleşme ilişkisini araştırmış ve bu piyasaların gelişmiş ülkelerden olan ABD, İngiltere ve Japonya'nın hisse senedi piyasalarıyla olan eşbütünleşme düzeyini Granger nedensellik ve eşbütünleşme testleriyle incelemiştir. Veri seti aralığı olarak Ocak 1998-Ağustos 2009 tarihlerini kapsayan günlük verileri kullanılarak, seçilen ülkelerin aralarında anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmıştır. ABD ve Japonya piyasa etkilerinin Hindistan'ı etkilediği ortaya çıkmış ve bunu ticari ilişkilerin bu ülkelerle yoğunluğu sonucunda olduğu düşünülmüştür. Ayrıca, Hindistan'ın diğer ülkelerle eşbütünleşik olmadığı görülmüştür. Ek olarak Brezilya ve Rusya, Hindistan'tan etkilenmektedir.

Filis (2009), Yunanistanda petrol fiyatları ile tüketici fiyat endeksi, sanayi üretimi, hisse senedi piyasasının aralarındaki ilişkileri incelemiştir. Çalışmada Eşbütünleşme, VEC ve VAR modelleri kullanılmıştır. Hisse senedi ve petrol fiyatlarının uzun dönemde tüketici fiyat endeksine pozitif etki ettiği, petrol fiyatları ve hisse senedi piyasası arasında da negatif düzeyde anlamlı bir ilişkinin olduğu sonuçlarına ulaşmıştır. Ayrıca petrol fiyatının da tüketici fiyat endeksini anlamlı ve negatif bir şekilde etkilediği tespit edilmiştir.

2009 yılında Horobet ve Lupu, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya ve Rusya Federasyonu ülkelerinin hisse senedi piyasalarının Almanya, Avusturya, Fransa ve İngiltere ülkeleri arasındaki eşbütünleşme düzeyini araştırmışlardır. Bu ülkelerden Almanya, Avusturya, Fransa, ve İngiltere gelişmiş ülke olarak bulunurken, listenin geri kalanını oluşturan ülkeler gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadırlar. Yapılan araştırmada, AB sermaye piyasalarının birbirleri arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Veri seti 6 Ocak 2003-29 Haziran 2007 arasındadır. Yapılan testler neticesinde seçilen piyasaların ortaya çıkan değişimlere oldukça hızlı tepki verdiği gözlemlenmiştir. Ayrıca oluşan bilgi akış yönünün

gelişmiş piyasalardan olabileceği sonucuna ulaşılırken, tam tersi bir durumun da geçerli olabileceği belirlenmiştir. Eş bütünleşme sonucunda seçilen piyasalar arasında bir anlamlılık olduğu ortaya çıkmıştır.

Özbay (2009), Türkiye'deki hisse senedi fiyatlarını faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, para arzı gibi makroekonomik değişkenlerini kullanarak aralarındaki nedenselliği Granger modeli aracılığıyla araştırmıştır. Araştırmanın sonucunda faiz oranları, hisse senedi getirilerinin olumsuz olarak belirleyicisi olurken, döviz kuru ise Türkiye'deki hisse senedi fiyatlarının olumlu belirleyici olarak bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Zügül ve Şahin (2009), İMKB 100 endeksi, M1 para arzı, dolar döviz kuru, mevduat faiz oranları ve tüketici fiyat endekslerinin değişkenlerini oluşturduğu çalışmalarında çok değişkenli regresyon modelini kullanmışlardır. Araştırmanın sonucunda M1 para arzı, döviz kuru ve faiz oranlarının hisse senedi getirileri ile arasında negatif yönlü, enflasyon oranıyla İMKB 100 arasında ise pozitif yönlü bir ilişki içerisinde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Celov ve Grigaliuniene (2010), Litvanya, Letonya, Estonya, Romanya, Bulgaristan, Macaristan, Slovenya, Slovakya, Çek Cumhuriyeti ve Polonya ülkelerinin hisse senedi getirileri ile kapitalizasyon, tüketici fiyat endeksi, endüstri güven endeksi, ihracat ve ithalat, reel ve nominal döviz kuru, enflasyon, M2 para arzı, işsizlik oranı, sanayi üretimi, endüstri getiri endeksleri değişkenleri ile aralarındaki ilişkiyi panel veri modeliyle incelemişlerdir. Araştırmanın sonucunda faiz oranı, sanayi üretim endeksi, ihracat ithalat, endüstri getiri endeksi, tüketici fiyat endeksi ve son olarak endüstri güven endekslerinin hisse senedi getirisine olan etkisinin uzun dönemde olduğu fakat kısa dönemde bir öneminin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Doğukanlı vd. (2010), İMKB'deki ana ve alt sektör hisse senedi endekslerinin döviz kuruna karşı duyarlılıklarının olup olmadığını araştırmışlardır. Ana sektörleri, mali, sınai ve hizmetler ve bunların on beş alt sektörlerinin hisse senedi endekslerini araştırmalarında kullanmışlardır. Elde edilen bulgulara göre, döviz kurundaki artışın, hizmetler sektöründe değer kaybına yol açtığını, bunun en fazla turizmde olduğunu en az değer kaybına ise ulaştırma olarak bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Garcia ve Juarez (2010) çalışmalarında, Brezilya, Şili ve Meksika hisse senedi endekslerinin makroekonomik değişkenler olarak seçilen Çin ve ABD ile aralarındaki uzun dönemli ilişkileri incelemek için eşbütünleşme, Granger nedensellik testi ile VEC modelini kullanmışlardır. Çin ve ABD makroekonomik değişkenleriyle araştırmada seçilen ülkelerin hisse senedi endekslerinin aralarında bir eşbütünleşme ilişkisi olduğu, ayrıca Çin'in Meksika ve Şili ile endekslerinde Granger nedensellik ilişkisi olduğu, ABD'nin ise Meksika ve Brezilya ile aralarında Granger nedensellik ilişkisinin bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

İşcan (2010), İMKB 100 endeksi nin Brent petrol fiyatlarıyla etkileşimini incelemiştir. Uygulanan eşbütünleşme testlerine göre; seçilen bu değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiye rastlanmamıştır. Bunun sonucunda uygulanan VAR temelli Granger nedensellik testinin sonucuna göre de; herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır.

Kalmanbetova (2010), İMKB100 endeksi, döviz kuru, TÜFE, M1 para arzı ve faiz oranı değişkenlerinin birbirleriyle olan ilişkilerini ortaya koymak için Augmented Dickey-Fuller, Phillips-Perron Testi, en küçük kareler tahmin yöntemi ve uzun dönemdeki ilişkiyi ortaya koymak ve nedensellik ilişkisini de araştırmak için Engle-Granger eşbütünleşme ve Granger nedensellik testlerini uygulamıştır. En küçük kareler tahmin sonucunda; hisse senedi fiyatlarıyla döviz kuru, tüketici fiyat endeksi ve faiz oranı arasında anlamlı ilişkiler ortaya çıkmışken, M1 para arzı değişkeniyle istatistiksel olarak bir anlamlılık ilişkisi bulunamamıştır. Yapılan İki aşamalı Engle-Granger eşbütünleşme testine göre, değişkenlerin hata terimleri durağan olmadığı için aralarında bir uzun dönem ilişkisi bulunamamıştır. Son olarak Granger nedensellik testi sonuçları da yalnızca hisse senedi fiyatları ve döviz kuru arasında, döviz kurundan hisse senedi fiyatlarına doğru olmak üzere tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.

2010 yılında Sharma ve Mahendru, Hindistan'ın hisse senedi fiyat endeksleri ve döviz kuru, döviz rezervleri, altın fiyatı ve enflasyondan oluşan makroekonomik değişkenlerin arasındaki ilişkiyi Galton modeli uygulayarak araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar; hisse senedi fiyatları döviz kuru ve altın fiyatlarıyla güçlü bir etkileşimde bulunurken, hisse senediyle döviz kuru ve enflasyonun etkisinin düzeyinin sınırlı olduğu görülmüştür.

Onour'un 2010 yılındaki çalışmasında, portföy çeşitlendirmesini Mısır, Fas ve Tunus ülkeleri düzeyinde araştırmıştır. 28 Mayıs 2002 - 2 Eylül 2007 tarih aralığındaki hisse senedi fiyat endeksleri ile yapılan araştırmada, Johansen ve Juselius ve ayrıca doğrusal olmayan Breitung eşbütünleşme testleri uygulanmıştır. Araştırmanın sonucunda, bu üç ülke piyasasının birbirleri arasında çok ve iki değişkenli doğrusal olmayan uzun dönem ilişkiye ulaşılmıştır. Bunun sonucunda bu piyasaların benzer özellik gösterdiği ve portföy çeşitlendirmesi yapılırken bu piyasalardan seçilmesi durumunda kazanç elde edilemeyeceği anlamı çıkarılmaktadır.

Vuran (2010), Türkiye ile ABD, Almanya, Arjantin, Brezilya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Meksika borsaları arasında uzun vadeli ilişkiyi incelemek için Ocak 2006-Ocak 2009 tarih aralığındaki günlük verileri kullanmışlardır. Çalışmada Johansen Eşbütünleşme analizi kullanılmıştır. Sonuç olarak belirlenen dönemlerde Türkiye'nin Almanya, Arjantin, Brezilya, İngiltere ve Meksika endeksleri ile aralarında uzun vadede bir ilişkinin varlığından söz edilmiştir.

Altıntaş ve Tombak (2011), IMKB100 endeksi, M2Y para arzı, uluslararası rezerv, gayri safi yurtiçi hasıla ve reel döviz kuru makroekonomik değişkenlerini kullanarak hisse senedi fiyatlarıyla aralarındaki ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmada kullanılan testler; Dickey-Fuller, Phillips-Perron birim kök testleri, eşbütünleşme, Granger nedensellik ve Jarque Bera normallik testleridir. Araştırmanın sonucunda elde edilen bulgular; Türkiye'nin 1987-2008 dönemi arasındaki hisse senedi fiyatlarının gayri safi yurtiçi hasıla, reel döviz kuru, para arzı ve uluslararası rezervler ile uzun dönemde bir ilişki bulunmuştur.

Bayazid 2011'de, Bangladeş borsasının hisse senedi getirileri ile enflasyon ve döviz kuru değişkenleri arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemi ve çok değişkenli regresyon modeli kullanılarak açıklamaya çalışmıştır. Araştırmanın sonucunda ortaya çıkan regresyon katsayısına göre hisse senedi getirileri enflasyon ve döviz kuru ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğuna ulaşılmıştır.

Hsing vd., (2011), Brezilya hisse senedi endeksi ile sanayi üretimi, faiz oranı, enflasyon, gayrisafi yurtiçi hasıla, M2 para arzı ve ABD borsa endeksinin makroekonomik değişken olarak belirlendiği çalışmalarında, analizlerini GARCH modeli üzerinden gerçekleştirmişlerdir. Yapılan analizler sonucu elde edilen

bulgulara göre; Brezilya'daki hisse senedi endeksinin sanayi üretimi, gayrisafi yurtiçi hasıla, M2 para arzı ve ABD borsa endeksi ile aralarında pozitif yönlü bir ilişki bulunduğunu, faiz oranı ve enflasyonun Brezilya'daki hisse senedi endeksi ile arasında negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu bulmuşlardır.

İbicioğlu ve Kapusuzoğlu (2011), Türkiye ile Fransa, Hırvatistan, İtalya, İspanya, Malta ve Yunanistan hisse senedi piyasalarındaki eşbütünleşmeyi araştırmışlardır. Araştırmanın veri aralığı 01.07.2002 ve 01.03.2010 tarihleri arasında olup günlük verilerden yararlanılmıştır. Uygulanan analizler; Johansen eşbütünleşme, Granger nedensellik analizidir. Elde edilen sonuçlara göre analize tabi tutulan bütün ülkelerin birbirleri ile eşbütünleşme ilişkisi içinde olduğu tespit edilmiştir. Fransa'nın seçilen borsalar arasında belirleyici olduğunu ancak Türkiye'nin nedenselini oluşturan herhangi bir borsanın olmadığı Granger nedensellik analizi sonucunda ortaya çıkmıştır.

Özer vd. (2011) yapmış oldukları araştırmalarında hisse senedi fiyatının; İMKB 100 endeksi, faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, M1 para arzı, üretim endeksi, altın fiyatları, dış ticaret dengesi ve döviz kuru fiyatları olarak seçilen makroekonomik değişkenler ile aralarındaki ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Bunun için en küçük kareler yöntemi, daha sonrasında VEC modeli, Johansen-Jeselius eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik testleri uygulanmıştır. Elde edilen bulgular sonucunda; hisse senedi fiyatları ve seçilen makroekonomik değişkenler arasında, dereceleri farklı olan ilişkilerin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bulut ve Özdemir (2012), Türkiye'nin İMKB100 endeksi ile Amerika'nın DJI 30 endeksi arasındaki eşbütünleşmeyi incelemişlerdir. 05.01.2001-30.12.2010 tarihleri arasındaki haftalık verilerden yararlanıldığı çalışmada, Granger nedensellik, Johansen ve VEC analizleri uygulanmıştır. Sonuç olarak uzun dönemde serilerin birlikte hareket halinde olduklarına, kısa dönemde ise de ABD'nin Türkiye'yi anlamlı olarak etkilediği tespit edilmiştir.

Mahmoudinia vd., (2011) 17 Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkesi için yaptıkları çalışmada turizm gelirleri, ekonomik büyüme ve döviz kuru arasındaki ilişki 1995-2007 tarihleri arasında analiz edilmiştir. Araştırmanın sonucunda turizm gelirleri ile ekonomik büyüme arasında uzun ve kısa dönemli olarak çift yönlü bir

nedensellik ilişkisine rastlanılmış, ayrıca döviz kurundan ekonomik büyümeye ve turizm gelirlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır.

Sayılgan ve Süslü çalışmalarında (2011), Arjantin, Brezilya, Endonezya, Malezya, Macaristan, Meksika, Polonya, Rusya, Şili, Türkiye ve Ürdün'ün hisse senedi getirileriyle enflasyon, M1 para arzı, döviz kuru, faiz oranı, reel ekonomik faaliyet, petrol fiyatları ve ABD endeks getirisi olarak seçilen değişkenlerin aralarındaki ilişkinin derecesini panel veri analizi yöntemi kullanılarak incelemiştir. Sonuç olarak; hisse senedi getirileriyle seçilen değişkenlerden döviz kuru, enflasyon oranı ve ABD endeksi arasında ilişki bulunmuştur. Ancak, hisse senedi getirilerinin faiz oranı, reel ekonomik faaliyet, M1 para arzı ve petrol fiyatlarındaki değişim arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Yılancı ve Öztürk çalışmalarında (2011), Türkiye ile ABD, Almanya, Hollanda, İngiltere ve İspanya arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ocak 1995-Aralık 2009 dönemine ait verileri kullanarak araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgulara göre, Türkiye ile İngiltere, ABD ve Hollanda borsalarının eşbütünleşik olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu da uluslararası portföy çeşitlendirmesi yapmayı düşünen yatırımcıların portföylerinin bu ülkelerden oluşturarak risklerini azaltabilecekleri anlamına geldiği söylenebilir.

Evlimoğlu ve Çondur (2012), Türkiye ile ABD, Almanya, Brezilya, Çin, Hindistan, Japonya ve Rusya borsalarının aralarındaki eşbütünleşik ilişkiyi mortgage krizinden önce ve sonra olmak üzere incelemiştir. Araştırmaya konu olan borsaların arasındaki ilişkiler korelasyon ve VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre ülkeler arasındaki etkileşimin krizden sonra artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Kulhanek (2012), çalışmalarına konu olan Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya'nın hisse senedi fiyatları ve makroekonomik değişkenler olarak belirlenen; ulusal borsa endeksleri, gayri safi yurtiçi hasıla ve para arzının aralarındaki ilişkinin derecesini tespit etmişlerdir. Çalışmada kullanılan analizler; VAR analizi ve VEC modelleri olarak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre seçilen ülkelerin makroekonomik değişkenler ile aralarında uzun dönemli eşbütünleşme içerisinde olduğu sonucu elde edilmiştir.

Yogaswari vd., (2012), Endonezya borsasının hisse senedi fiyat hareketlerini bağımsız değişkenler olarak seçilen enflasyon, faiz oranı ve döviz kurundan oluşan makroekonomik değişkenler ile bağımlı değişkenler olarak seçilen Jakarta Birleşik endeksi, tarım sektörü ve temel sanayi sektörü hisse senedi fiyatı değişkenlerini çoklu regresyon analizine tabi tutmuşlardır. Yapılan testler sonucunda; enflasyon, faiz oranı ve döviz kurunun Jakarta birleşik endeksi, tarım ve temel sanayi sektörleriyle aralarında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Faiz oranı ve enflasyon, Jakarta birleşik endeks, tarım ve temel sanayi sektörlerine negatif etkiler bulunurken, enflasyondaki değişimlerin olumlu yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çelik vd., (2013), araştırmalarında Türkiye'nin İtalya, İspanya ve Portekiz ile aralarındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada kullanılan endeksler sırasıyla İMKB 30, FTSEMIB, PSI20 ve IBEX'tir. Veri seti Ocak 2010 ve Aralık 2012 yılları arasındaki tarihlerden oluşmaktadır. Yapılan Johansen Juselius testine göre; araştırmaya konu olan borsaların birbirleri ile arasında herhangi bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçla araştırmaya konu olan endeksler portföy çeşitlendirilmesi yapılırken değerlendirmeye alınabilir.

Kartal 2014 yılındaki çalışmasında Türkiye ile gelişmiş ülkelerden ABD, Almanya, Avusturya, Belçika, Fransa, Hollanda, İngiltere, İsviçre ve Japonya borsaları arasındaki eşbütünleşmeyi araştırmıştır. Veri seti 2003-2014 yılları arasındadır. Araştırmada Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Araştırmanın sonunda Türkiye ile seçilen ülkeler arasında uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmamıştır. Portföy çeşitlendirmesi yapılırken bu ülkeler arasından yapılması durumunda riskin azalacak ve getirileri artacaktır.

Öget (2015), BIST 100 ve Borsa İstanbul Turizm endeksi ile ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya ve Kanada borsalarının aralarında olası eşbütünleşmeyi araştırmıştır. Veri aralığı olarak 31.12.1997-30.01.2015 tarihleri arasındaki aylık verilerden yararlanmıştır. Araştırmanın sonucunda BIST 100 ve gelişmiş ülkelerin arasında eşbütünleşmenin olduğu, fakat sonrasında kurulan vektör hata düzeltme modelinin sonucunda bu eşbütünleşmenin anlamsız olduğu, borsaların birbirleri arasında uzun dönemde dengede olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Eşbütünleşme analizi sonucunda literatür ile benzer sonuçlar elde etmiştir.

Pekmezci ve Bozkurt (2016) çalışmalarında döviz kuru ve turizm gelirleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Veri seti olarak Ocak 2015-Haziran 2015 arasındaki verilerden yararlanmışlardır. Döviz kuru olarak Euro ve Amerikan Doları seçilmiştir. Sonuç olarak Amerikan Doları ile turizm gelirleri arasında eşbütünleşme ve nedenselliğe rastlanmamıştır. Euro ile turizm gelirleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak turizm gelirlerinden Euro'ya doğru tek yönlü nedensellik bulunmuştur.

2.4.3. Gelişmiş Piyasalar Üzerine Yapılan Benzer Çalışmalar

Fama'nın 1981 yılında yapmış olduğu çalışmasında, ABD'nin hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenlerden enflasyon ve sanayi üretiminin arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Veri setini 1954–1976 tarihleri arasındaki veriler oluşturmaktadır. Yapılan analiz regresyon analizi olup elde edilen sonuçlara göre; hisse senedi getirileriyle değişkenler arasında bulunan ilişki pozitif yönlü olup oldukça güçlüdür.

1992 yılında Kasa, 1974-1990 yılları arasında aylık ve üç aylık verilerle ABD, Japonya, İngiltere, Almanya ve Kanada borsalarının birbirleri arasındaki uzun dönem ilişkisini araştırmıştır. Çalışmaya konu olan borsalar arasında uzun dönem ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

1993 yılında Arshanapalli ve Doukas çalışmalarında Fransa, Almanya, İngiltere ve ABD arasında hisse senedi fiyat endekslerinin ilişkilerini Engle-Granger eşbütünleşme yöntemini kullanarak araştırmışlardır. 1980 - 1990 yılları arasındaki günlük verilerden yaralandıkları çalışmalarının sonucunda, Aralık 1987 ekonomik durgunluğunun öncesinde Fransa, Almanya, İngiltere ve ABD hisse senedi piyasalarının birbirleriyle uzun dönemli ilişkinin bulunmadığı, ama ekonomik durgunluktan sonraki dönem için Fransa, Almanya, İngiltere'nin ABD piyasası ile eşbütünleşik bir yapıda olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

1997 yılına gelindiğinde Chan vd. 1961-1992 yılları arasında aylık veriler kullanarak Avustralya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Hindistan, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, Pakistan, İspanya, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD endekslerinin fiyat serilerini, Johansen eşbütünleşme analizi

yaparak sonuçlandırılmıştır. Araştırmanın sonucunda, belirli dönemler arasında eşbütünleşmenin bulunduğu ancak tüm dönemlere bakıldığında endekslerin birbirleri arasında ortaklaşa bir hareket bulunmadığına ulaşılmıştır.

Cheung vd. (1998), Amerika, Almanya, İtalya, Japonya, Kanada piyasalarının aralarındaki uzun dönemli ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. Değişkenler olarak; gayri safi milli hasıla, hisse senedi fiyat endeksleri, M1 para arzı, petrol fiyatları, olarak belirlenmiştir. Ede edilen bulgular neticesinde, hisse senedi fiyat endekslerinin araştırmaya konu olan makroekonomik değişkenler ile aralarında bir ilişkinin bulunduğu ve bu ilişkinin uzun dönemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

1998 yılında Kanas'ın yapmış olduğu çalışma, ABD ile İngiltere, Almanya, Fransa, İsviçre, İtalya ve Hollanda arasındaki hisse senedi piyasalarının ilişkisini ortaya koymuştur. Çalışmada, üç farklı yöntem kullanılmıştır: Bu yöntemler; Phillips ve Ouliaris, ve Johansen'in geliştirmiş oldukları parametrik eşbütünleşme testleri ve Bierens'in (1997) geliştirdiği parametrik olmayan eşbütünleşme testidir. Uygulanan testlerin sonucunda, ABD hisse senedi piyasasının, diğer ülkelerin piyasalarıyla arasında 3 Ocak 1983-20 Kasım 1996 arasında herhangi bir ilişki bulunmamıştır. 1987 yılında yaşanan borsa krizinin kırılma noktası olarak kabul edilmesi sonucunda bu tarihten önce ve sonra yapılan analizlerde de benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Yapılan çalışma gösteriyor ki ABD ile araştırmaya konu olan ülkelerinin hisse senedi piyasaları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmamıştır ve bu sonuçla hisse senedi çeşitlendirmesi yapılarak risk azaltılmasını hedefleyen potansiyel uzun dönem getirilerinin oluşacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sayede, yatırım yapmayı hedefleyen bireysel yatırımcılar ve finansal kurumların uluslar arası portföylerini değerlendirmeleri açısından önemli bir fırsat sunmaktadır.

Ghosh vd. (1999), Singapur, Malezya, Hong Kong, Tayvan, Kore, Hindistan, Filipinler, Tayland, Endonezya ülke borsalarının ABD ve Japonya borsaları ile eşbütünleşik olup olmadığını incelemiştir. Veri seti olarak günlük veriler seçilip 1997 yılının Mart ve Aralık aylarını kapsamaktadır. Verilere ADF ve PP birim kök testlerini uygulanmıştır. Ayrıca Engle ve Granger nedensellik ve VEC modelini de araştırmalarında dahil etmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda Tayvan ve Tayland borsalarının her iki borsayla eşbütünleşik olmadığı, ABD borsasıyla Hindistan,

Hong Kong, Kore ve Malezya borsalarının eşbütünleşik olduğu, Endonezya, Filipinler ve Singapur'un ise Japonya borsasıyla eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Maysami ve Koh (2000), Singapur hisse senedi endeksinin sanayi üretimi, para arzı, faiz oranları ve döviz kurları olarak belirlenen makroekonomik değişkenler ve ABD, Japonya ve Singapur borsa endekslerinin aralarındaki ilişkiyi VEC modelini kullanarak araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar; Singapur hisse senedi piyasasının para arzı, faiz oranı ve döviz kurları ile eşbütünleşik olduğu, sanayi üretimi ile eşbütünleşik olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Webber (2001) çalışmasında ABD, İngiltere, Endonezya, Japonya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Yeni Zelanda'nın Avustralya üzerinde döviz kurunun turizm talebine olan etkisini araştırmıştır. Araştırmada Johansen ve Angel Granger testleri uygulanmıştır. Araştırmada elde edilen sonuçlara göre döviz kurunun turizm talebini ve buna bağlı olarak da turizm gelirlerinde belirleyici bir rol oynadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Pascual'in 2003 yılında yapmış olduğu çalışmada, İngiltere, Fransa ve Almanya hisse senedi piyasaları ile arasında olası eşbütünleşme ilişkisini incelenmiştir. Kullanılan veriler 1960 ile 1986 yılları arasındaki üç aylık verilerdir. Analiz sonuçlarına bakıldığında ülkelerin hisse senedi piyasalarının eşbütünleşik olduğuna ulaşılmıştır. Eşbütünleşmenin olduğu piyasalarda portföy çeşitlendirilmesi yapılmasının riski azaltmaya yardımcı olmayacaktır.

Worthington vd.'nin (2003) çalışmaları Avrupa'nın tek para birimine geçiş öncesi, geçişi ve geçiş sonrasında hisse senedi piyasalarının arasındaki eşbütünleşmeyi içermektedir. Çalışma sırasında ülkeler iki ayrı gruba ayrılmıştır. İlk grubu oluşturan ülkeler; Almanya, Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İspanya, İtalya, Lüksemburg ve Portekiz'dir. İkinci grupta bulunan ülkeler ise; Danimarka, İngiltere, İsveç ve Yunanistan'dan oluşmaktadır. Çalışmaya İsviçre ve Norveç'de dahil edilmiştir. Araştırmanın yönteminde kullanılan tester; çoklu eşbütünleşme, genelleştirilmiş varyans ayrışmaları modeli ve Granger nedensellik testleridir. Kullanılan veriler haftalık olup Ocak 1988-Şubat 2000 dönemini kapsamaktadır. Araştırmanın analiz sonuçları; ilk grupta yer alan ülkelerin tek para birimini kullanmadan öncesi ve sonrasında eşbütünleşik oldukları, İngiltere, İsviçre

ve Fransa gibi hisse senedi piyasalarının etkili piyasalar oldukları ve aralarında, Belçika, Hollanda İspanya gibi orta büyüklükteki piyasalarla ve ayrıca İrlanda, Lüksemburg, Finlandiya ve Norveç gibi küçük piyasalarla düşük ilişkilere sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Chaudhuri ve Smiles 2004 yılındaki çalışmalarında; Avustralya hisse senedi piyasası ile gayri safi yurtiçi hasıla, özel tüketim ve petrol fiyatları arasındaki makroekonomik değişkenlerin ilişkisini araştırmışlardır. Araştırmada Eşbütünleşme ve VEC modeli uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre; hisse senedi getirilerinin seçilen makroekonomik değişkenlerle arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir.

Aggarwal vd. (2005) çalışmalarında Avrupa'nın 1985-2002 yılları kapsamında bulunan finansal eşbütünleşme ilişkisini incelemişlerdir. Avrupa ülkelerinden; Almanya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İtalya ve İsveç seçilmiş olup kullanılan veriler günlük verilerden oluşmaktadır. Ayrıca araştırmaya ABD eklenmiştir. Araştırmanın sonucunda Avrupada bulunan ülkelerin piyasaları ile aralarında eşbütünleşme olduğu ve bu düzeyin zamanla artış gösterdiği gözlemlenmiştir. 1997- 1998 yılları bu artışın önemli ölçüde görüldüğü bir dönemdir.

2005 yılında Barari vd. G7 ülkelerinin aralarındaki eşbütünleşme ilişkisinin derecesini araştırmışlardır. Veri seti 1996-2005 yılları arasından oluşmaktadır. Kullanılan eşbütünleşme testi Gregory-Hansen ve model olarak da GARCH kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda G7 ülkelerinin arasında bulunan kısa dönem ilişkinin derecesi 2001 yılından itibaren artış göstermektedir. Ortaya çıkan bu artış; ortak para birimine geçiş ve piyasalarının büyüyen eşbütünleşme ilişkisinden dolayı olabileceği ileri sürülmüştür.

Cappiello vd.'nin çalışmalarında (2005) Avrupa Birliği'nde bulunan ülkeler arasından seçilen Almanya, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Kıbrıs, Letonya, Macaristan, Polonya ve Slovenya'nın piyasaları arasındaki eşbütünleşme ilişkisini ölçtükleri araştırmada, veriler günlük olarak kullanılıp, 12 Ocak 1993-2 Ağustos 1998 ile 2 Ocak 1998-12 Kasım 2004 olmak üzere iki farklı dönem aralığından oluşmaktadır.

Ağustos 1998-Aralık 2000 dönemi Rusya krizinden ötürü yanlış sonuçlar ortaya çıkaracağını düşünülüşünden araştırmak kapsamında çıkarılmıştır. Analiz sonuçlarına göre; Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya; kendi aralarında ve ayrıca Almanya ile eşbütünleşik bir ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Estonya, Kıbrıs, Letonya ve Slovenya'nın aralarında eşbütünleşmenin düşük olduğu ayrıca Almanya ile aralarında bulunan eşbütünleşmenin de 1990'lı yılların ortalarında yok denecek kadar az olduğu daha sonraki dönemlerde de bu sonucun değişmediğine ulaşılmıştır.

Narayan ve Smyth (2005) Avustralya, ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada ve Yeni Zelanda'nın hisse senedi piyasalarının birbirleri arasındaki ilişkisini incelemişlerdir. Veri seti İtalya ve Yeni Zelanda için Ocak 1975 ile Nisan 2003 yılları arasında olup, araştırmada verileri kullanılmak üzere seçilen diğer ülkelerin veri aralığı ise Ocak 1967 ile Nisan 2003 tarihlerini kapsamaktadır. Veriler aylık olarak seçilmiştir. Araştırmada kullanılan testler Johansen ve Gregory-Hansen eşbütünleşme testleridir. Sonuç olarak Yeni Zelanda ve diğer ülkeler arasında eşbütünleşik bir ilişki bulunamamıştır.

Vo ve Daly (2005), ABD, Almanya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İspanya ve Yunanistan piyasalarının aralarındaki eşbütünleşmenin derecesini araştırdıkları çalışmalarında veri seti olarak 1988-2003 yıllarının günlük verilerini kullanarak sonuçlandırmışlardır. Bu sonuçlar neticesinde, 1993-1998 yılları aralığında Avrupa Birliği'nin ortak para birimi için geçiş hazırlığı yaptığı dönemde Avrupa piyasalarının ABD ile aralarında eşbütünleşme ilişkisine rastlanırken, 1998-2003 tarihleri aralığında ortak para birimine geçişten sonra eşbütünleşmeye rastlanamamıştır.

Andrén ve Kjellsson (2008): Avrupa Birliği piyasalarının aralarında ayrışma veya bütünleşmenin olup olmadığını araştırmışlardır. Ayrıca Avrupa'nın ortak para birimi olan Euro'nun ayrışma yada bütünleşmeye etki edip etmediğini de incelemişlerdir. Araştırmaya dahil edilen ülkeler; ABD, Avusturya, Avustralya, Almanya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Lüksemburg, Japonya, Norveç, Portekiz, Yeni Zelanda ve Yunanistan'dır. Yapılan analizlerde kullanılan veri seti 1

Aralık 1993-Aralık 2003 aralarında kalan sürelerdir. Çalışmanın veri aralığı iki ayrı dönem olarak ele alınmıştır. İlk olarak 1994-1998 yılları dönemi ve daha sonrasında ise geriye kalan 1999-2003 yıllarıdır. Araştırmanın yöntemi uluslararası varlık fiyatlandırma modelidir. Ortaya çıkan sonuçlara göre; Avrupadaki ülkelerin hisse senedi piyasalarının kısmen eşbütünleşik olduğuna ulaşılmıştır.

Chang vd. 2009 yılındaki araştırmalarında, Japonya ile Güney Kore, Malezya, Singapur, Tayvan ve ABD arasındaki uluslararası hisse senedi çeşitlendirmesinde yardımcı olan ilişkiyi araştırmışlardır. Veri aralığı 1 Temmuz 1999-31 Aralık 2004 tarihleri arasında olup, Bierens'in geliştirdiği parametrik olmayan eşbütünleşme testini araştırmada kullanarak sonuca ulaşmışlardır. Sonuç olarak; Japonya'nın ABD, Malezya, Singapur ve Tayvan piyasaları ile aralarında ikili eşbütünleşik ilişki bulunurken, Güney Kore ile bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuçla; Japonya ve Güney Kore hisse senedi piyasalarında çeşitlendirme yapılması yatırımcılar için kârlı görünmektedir. Eşbütünleşmenin bulunmadığı diğer ülkeler ile birlikte çeşitlendirilmesi yapılan portföylerin ise potansiyelinde kârlılıktan söz edilmemektedir.

Guru-Gharan vd. (2009) ABD'nin hisse senedi piyasasının sanayi üretim endeksi, enflasyon oranı, faiz oranları ve para arzı olmak üzere seçilen makroekonomik değişkenlerin hisse senedi piyasası ile aralarındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Veri seti 1970-2004 tarihleri arasında olup elde edilen sonuçlara göre; sanayi hisse senedi getirileri ile üretim endeksi ve enflasyon oranının ilişkili olduğu, faiz oranları ve para arzının bir ilişki içinde olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Laopodis (2010), ABD, Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya'nın hisse senedi fiyatlarının faiz oranları, petrol fiyatları ve sanayi üretimi olarak belirlenen makroekonomik değişkenler ile aralarındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada eşbütünleşme analizi ve VAR modeli kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre; hisse senedi fiyatlarıyla seçilen değişkenler arasında uzun dönemli kayda değer bir eşbütünleşmeye rastlanılmamıştır.

Çelik ve Boztosun (2011) çalışmalarında, Türkiye ile Avustralya, Çin, Endonezya, Hindistan, Hong Kong, Japonya, Kore, Malezya, Singapur ve Tayvan ülkelerinin endeksleri ile aralarındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemiştir. Veri

setini Ocak 1998 - Aralık 2009 tarihleri arası oluşturmaktadır. Çalışmada Johansen-Juselius eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Yapılan testler sonucunda, Türkiye'nin Kore, Malezya, Singapur ve Tayvan borsaları ile eşbütünleşme tespit edilmiştir. Diğer ülkeler ile Türkiye'nin belirtilen dönemler içerisinde eşbütünleşik bir ilişki yoktur.



BÖLÜM III

3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bu bölümde, araştırmanın sonuçlanması için uygulanacak olan analizlerden oluşmaktadır. Bu analizler sırasıyla; tanımlayıcı istatistikler, Augmented Dickey Fuller (ADF), Philips Perron (PP) birim kök testleri, eşbütünleşmenin sınındığı Johansen koentegrasyon testi, Vector Error Correction (VEC) ve Granger Nedensellik testleridir. Bu analizler Eviews-8 programıyla yapılmıştır.

Araştırma verileri 08.09.2011-30.12.2016 tarihleri arasında en yüksek turizm gelirlerine sahip 25 ülke içersinden turizm endekisine sahip ülkelerin turizm endekslerinin günlük kapanış değerlerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda turizm endeksi hesaplanmayan Fransa, Tayland, Almanya, Hong Kong, Macao, Japonya, Hindistan, Avusturya, Meksika, Malezya, Singapur, Kanada, İsviçre ve Güney Kore, Hollanda ve Portekiz ülkeleri araştırmaya dahil edilmemiştir. Araştırma verileri BIST XTRZM ve ABD'nin DJUSCG, DJUSTT, NQUSB5759, NQUSS5759, Avustralya'nın AXHRJ ve AXHRK, Çin'in FTXIN45750, İngiltere'nin FTNMX5750, İspanya'nın BCNR.BC, İtalya FTIT5700, Tayvan'ın THOI ve Yunanistan'ın FTATTRA turizm endekslerinden oluşmaktadır. Veriler arasında uyum sağlanabilmesi için tüm borsaların ortak işlem günleri ele alınmıştır. Araştırma da toplam 14.088 veri kullanılmıştır.

Veriler durağan hale getirildikten sonra, eşbütünleşme testine tabi tutulmuştur. Eşbütünleşmenin olduğu değişkenler için sonrasında Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Modeli - VECM) ile uzun dönemli ilişkilerin tespiti yapılmış, eşbütünleşmenin olmadığı değişkenler ile de kısa dönem nedensellik durumuna bakılmıştır.

Çalışmada kullanılan borsaların verileri Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com), Yahoo Finance (www.finance.yahoo.com) ve Investing (www.investing.com) internet adreslerinden elde edilmiştir.

Yapılan literatür incelemesinde borsalar arasındaki ilişkileri araştıran çok sayıda çalışmaya ulaşılmıştır. Ancak dünyada yaşanan sosyo-kültürel, ekonomik, teknolojik, siyasi, terör vb. olaylardan en çok etkilenen sektörlerden biri olan turizm sektör endeksleri arasındaki eşbütünleşmeyi inceleyen çalışmalar sınırlıdır. Bu bağlamda turizm endekslerinin birbirleriyle olan eşbütünleşik hareket edip etmediği bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

3.1. Durağanlık Testi

Zaman serilerinin kullanıldığı ekonometrik çalışmalarda, kurulması hedeflenen modeller için değişkenlerin durağan olup olmadıklarının tespiti yapılmalıdır. VAR modelleri ile analiz yapılabilmesi serilerin durağanlığına bağlı olduğu için öncelikle serilerin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Durağan olmayan seriler ile yapılan analizler sonucunda ortaya çıkan sonuçların sahte olabileceğinden dolayı ekonometrik modelin kurulmasından önce verilerin hangi düzeyde durağan olduklarının belirlenmesi gerekmektedir (Vergil ve Erdoğan, 2009).

Serilerin durağan olmaması durumunda, d sayıda farkları alınarak durağanlığı sağlanır. Bir seri durağan olana kadar yani “ d ” defa farkı alınmış ise, o seri “ d ” sayıda birim kök içermektedir. Bu seriye “ d derecesinden bütünleştirilmiş” seri olarak adlandırılır ve $I(d)$ biçiminde gösterilir (Alsu, 2006).

Bu değişkenlerin durağanlıklarının tespiti için kullanılan birçok birim kök testleri bulunmaktadır. Bunların içinden en sık kullanılan testler Augmented Dickey Fuller (ADF) (1979) ve Phillips-Perron (PP) (1988) testleridir. Çalışma kapsamında da durağanlık analizi için ADF ve PP testleri tercih edilmiştir. ADF ve PP testleri aracılığıyla serilerin durağan olup olmadıkları yada kaçınıcı dereceden durağan olduklarını incelenmiştir.

ADF birim-kök testi üç farklı regresyon formülü ile gösterilmektedir. Bunlar;

$$\Delta Y_t = pY_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + pY_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \delta_t + Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Kurulan denklemlerde; ΔY_t durağanlık analizine tabi tutulan değişkenin birinci farkını, t ifade edilen zaman trendini, p gecikme uzunluğunu, ΔY_{t-1} gecikmeli fark terimlerini, ε_t ortalamasının sıfır, varyansının değişmeyen ayrıca ardışık bağımlı olmayan, olasılıklı hata terimini ifade etmektedir. Oluşturulan denklemler sırasıyla, sabitsiz ve trendsiz, sabitli ve trendsiz ve son denklem sabitli ve trendli olarak kurulan bir modeli temsil etmektedir.

ADF testi sonucunda elde edilen hipotezlerde denklemlerde bulunan katsayının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığı sonucu aranmaktadır. Yapılan test sonucunda eğer sıfır hipotezinin reddedilmediği durumlarda, serinin birim-kök içerdiği yani serinin durağan olmadığı sonucuna varılır. Seriler durağan oluncaya dek farkları alınmaya devam eder. Birim kök testiyle ilişkilendirilen değerler yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık düzeyinde belirlenmiştir. Yapılan test sonucunda elde edilen ADF değerinin mutlak değerinin kritik değerden daha küçük ise seriler durağan değildir. Serilerin durağan olabilmesi için ADF değerinin mutlak değeri kritik değerden büyük olması gerekmektedir (Aral,2015).

Philip Perron Testi'nin formülü ise şu şekilde ifade edilmektedir;

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 \left(t - \frac{T}{2} \right) + \beta_2 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Delta Y_{t-i} + u_t$$

Formülde T gözlem sayısını, u_t hata terimlerinin dağılımını göstermekte olup (hata teriminin beklenen ortalaması sıfıra eşittir) ve p uygun olan gecikme sayısını ise ifade etmektedir (Cicioğlu vd, 2013). Birim kök testinin uygulanması sürecinde en önemli hususlardan birisi de uygun gecikme düzeyinin belirlenmesidir. Serilerin

gecikme düzeyleri belirlenirken kullanılan bilgi kriterleri çoğunlukla Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) kullanılmaktadır.

3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi

Durağan olmayan seriler arasındaki uzun dönem ilişkileri ölçebilmek adına, serilerin birim kök testlerine tabi tutulup aynı düzeyde durağan olmaları sağlandıktan sonra eşbütünleşme testleri yapılarak ortaya çıkarılabilir. Yapılan araştırmalarda en fazla tercih edilen Engle-Granger (1987) ve Johansen (1988) eşbütünleşme testleridir.

Eşbütünleşme; ekonomik değişkenlerin uzun dönemde aralarındaki ortak hareketlere denir. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişki, yapılan birim kök testi sonrasında aynı düzeyde durağanlık sağlandıktan sonra test edilebilir (Polat ve Günay, 2012).

Eşbütünleşme analizi, zaman serilerinin aralarındaki uzun dönemli ilişkilerin varlığının tespit edilmesi için geliştirilen bir yöntemdir. Düzeyde durağan olmayan fakat d'inci dereceden farkları alındığında durağan olan serilerin, ham verilerinin analiz edilmesiyle ortaya çıkarılmaktadır.

Uygulanan ADF test istatistiği sonrasında belirlenen iki serisinde aynı dereceden durağan oldukları ortaya çıkmışsa, aralarındaki ilişkinin gerçek bir ilişki olduğundan söz edilebilir. Daha sonrasında ise serilerin arasındaki uzun dönemli ilişkinin olup olmadığının belirlenmesi, başka bir ifadeyle serilerin uzun dönemde ortak hareket edip etmediklerinin tespitini test etmek gerekir (Aksoy, 2010).

Araştırmada ikiden fazla değişkenin varlığı söz konusu olduğunda, birden fazla eşbütünleştirici vektörün bulunma ihtimalinin varlığından dolayı Johansen eşbütünleşme testinin uygulandığı ifade edilmektedir. Bu araştırmada endeksler arası uzun dönemli ilişkileri tespit etmek amacıyla Johansen eşbütünleşme testi uygulanacaktır.

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini maksimum olabilirlik tahmin yöntemi aracılığıyla test eden Johansen yaklaşımı, uzun dönemli ilişkileri durağan olmayan değişkenlerden meydana gelen VAR (Vector Autoregression) modeline

dayanmaktadır. Bu bize uzun dönemde değişkenler konusunda bilgiler vermektedir (Korkmaz vd.,2008). p. dereceden VAR modeli aşağıdaki gibidir;

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + Bx_t + u_t$$

Formülde Y_t durağan olmayan değişkenler vektörü, x_t deterministik değişkenler vektörü ve ε_t ise hata terimlerini ifade etmektedir. VAR modeli matris gösteriminde aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + Bx_t + u_t$$

Formülde; $\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$ ve $\Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$ olarak ifade edilmektedir. Sonuçlar;

$H_0 : \Pi = 0$ ise eşbütünleşme ilişkisi yoktur,

$H1 : \Pi \leq 1$ ise seriler arasında en fazla bir eşbütünleşme ilişkisi vardır,

$H2 : \Pi \leq 2$ ise seriler arasında en fazla iki eşbütünleşme ilişkisi vardır.

Y_t ' yi oluşturan serilerin birbirleriyle olan eşbütünleşme ilişkisi, elde edilen test istatistiklerinin biri kullanılarak değerlendirilebilir. Bu testlerden biri iz testi, diğeri maksimum özdeğer testidir. İz Testi, Π matrisinin sırasını inceler ve matris rankının r 'ye eşit ya da r 'den küçük olduğunu ifade eden sıfır hipotezini test eder. Formülde r , eşbütünleşme vektör sayısını göstermektedir. Maksimum özdeğer test istatistiği ise, eşbütünleşme vektörünün r olduğunu ifade eden sıfır hipotezini, $r+1$ olduğunu ifade eden alternatifine karşı test eder (Öget,2015).

3.3. Vektör Hata Düzeltme (Vector Error Correction - VEC) Modeli

Johansen eşbütünleşme analizinin son aşaması olan hata düzeltme modelinin Vektör Hata Düzeltme (VEC) kurulması gerekmektedir. Bu model Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilmiştir. VEC modeli şu şekilde ifade edilmektedir;

$$\Delta x_t = \alpha + B(L) \Delta x_{t-1} + d'(e_t-1) + \eta_t$$

Bu formülde;

$\Delta x_t = n \times t$ boyutundaki değişkenler vektörü,

$\alpha = n \times 1$ boyutundaki sabit vektörü,

$B(L) = n \times n$ boyutundaki polinom gecikme işlemcisinin matrisi,

$d' = n \times 1$ boyutundaki sabit vektörü,

$et-1 = n \times t$ hata düzeltme terimi vektörü,

$\eta t = n \times t$ boyutundaki artıklar vektörünü ifade etmektedir. (Yılmaz vd., 2005).

3.4 Granger Nedensellik Testi

VAR modelini oluşturan değişkenlerin ekonomik analizlerinin yapılabilmesini sağlamak amacıyla atılan ilk adım değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin ortaya çıkarılmasıdır. Değişkenler arasındaki nedensel ilişkiler yapısal şokların anlamlılığını göstermektedir (Cicioğlu vd, 2013).

Eğer zaman serileri durağan durumda ise uygulanabilecek en uygun analiz Granger nedensellik testidir. Bu test, iki değişken arasındaki nedensel bir ilişkinin varlığı ve yönünü test etmeyi amaçlar. Araştırmalarda Granger nedensellik testinin kolaylıkla uygulanabilir olması nedeniyle çokça tercih edilmektedir (Alsu,2006).

Granger 1969 yılında nedenselliğin tanımını şu şekilde yapmıştır. Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerleri kullanıldığında X'in geçmiş değerlerinin kullanılmadığı durumdan daha başarılı ise X, Y'nin nedenidir. Bunun sonucunda nedenselliğin yönünün X'den Y'ye doğrudur şeklinde ifade edilir. Yapılan nedensellik analizinin sonucuna göre ilişkinin yönü tek yönlü veya çift yönlü olarak tespit edilmektedir (Göral, 2015).

BÖLÜM IV

4. BULGULAR VE YORUM

Araştırmanın bu kısmında analizde kullanılmak üzere seçilmiş olan verilere testler uygulanmıştır. Verilerin zaman serisi olmalarından ötürü ilk olarak serilere birim kök testi uygulanarak durağanlıklarının olup olmadığı araştırılacaktır. Serilerin durağan olmaması durumunda, aynı seviyede durağanlıkları sağlanana kadar serilerin farkları alınacaktır. Serilerin aynı düzeyde durağan olması, kullanılacak analizin seçiminde önemli bir role sahip olduğu için oldukça önemlidir.

Tablo 4.1 2011-2016 Yılları Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

Ülkeler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Çarpıklık	Basıklık
ABD (DJUSCG)	728.66	987.65	416.23	163.3999	-0.365596	1.606978
ABD (DJUSTT)	450.70	641.17	190.99	128.8995	-0.586	1.807206
ABD (NQUSB5759)	1951.13	2754.26	820.28	555.5806	-0.597509	1.829410
ABD (NQUSS5759)	1216.23	1944.49	598.53	334.8328	-0.198055	2.104946
AVUSTRALYA (AXHRJ)	5823.35	8248.41	3469.69	1299.083	-0.172350	1.913947
AVUSTRALYA (AXHRK)	5723.81	8014.97	3392.03	1273.286	-0.246823	1.884405
ÇİN (FTXIN45750)	7075.80	1558.71	4695.45	2006.627	1.445668	5.150064
İNGİLTERE (FTNMX5750)	6906.47	9122.13	3868.80	1581.078	-0.462937	1.809589
İSPANYA (BCNR.BC)	1053.42	1709.95	294.60	281.1190	-0.842744	4.076017
İTALYA (FTIT5700)	26273.95	35034.64	17155.86	4853.693	-0.356749	1.932851
TAYVAN (THOI)	126.53	154.55	101.25	11.15259	0.179942	1.998864
TÜRKİYE (XTRZM)	5731.16	7395.68	4304.75	542.996	0.403756	2.984764
YUNANİSTAN (FTATTRA)	1379.86	2298.61	610.85	348.2882	0.482333	2.870391

Tablo 4.1’de görüldüğü gibi ülkelerin turizm endeks verileri aracılığıyla tanımlayıcı istatistikler sonuçları elde edilmiştir, bu tablodan hareketle ülkelerin turizm endeks verileri hakkında bilgiler ortaya konulup, listeyi oluşturan endeksler arasındaki en yüksek ve en düşük değerler, ortalamalar, standart sapmalar, çarpıklık ve basıklık katsayıları verilmiştir.

Tablo 4.2. Durağanlık Test Sonuçları Tablosu

Değişkenler	Düzey (Sabitli)	Düzey (Sabitli)	1. Fark (Sabitli)	1. Fark (Sabitli)	Karar
	ADF	PP	ADF	PP	
ABD (DJUSCG)	-0.512612 (0)	-0.283550 (17)	-21.72716 (2)	-32.90538 (18)	I(1)
ABD (DJUSTT)	-0.679956 (1)	-0.276411 (24)	-29.91272 (0)	-30.24717 (28)	I(1)
ABD (NQUSB5759)	-0.665115 (1)	-0.260213 (24)	-29.92988 (0)	-30.27464 (28)	I(1)
ABD (NQUSS5759)	-1.645417 (0)	-1.614214 (6)	-33.91244 (0)	-33.92454 (6)	I(1)
AVUSTRALYA (AXHRJ)	-0.669312 (0)	-0.561427 (9)	-33.89071 (0)	-34.08103 (8)	I(1)
AVUSTRALYA (AXHRK)	-0.600246 (0)	-0.502747 (8)	-33.72954 (0)	-33.89390 (8)	I(1)
ÇİN (FTXIN45750)	-1.674339 (0)	-1.742849 (12)	-30.91899 (0)	-30.89034 (16)	I(1)
İNGİLTERE (FTNMX5750)	0.177319 (4)	0.254477 (23)	-20.41906 (3)	-32.97622 (24)	I(1)
İSPANYA (BCNR.BC)	-1.791285 (1)	-1.771257 (8)	-41.52061 (0)	-42.85520 (10)	I(1)
İTALYA (FTIT5700)	-1.199687 (0)	-1.199687 (0)	-32.75205 (0)	-32.75275 (2)	I(1)
TAYVAN (THOI)	-2.355474 (0)	-2.433969 (7)	-30.56805 (0)	-30.55438 (10)	I(1)
TÜRKİYE (XTRZM)	-2.994154 (0)	-2.979230 (5)	-34.27746 (0)	-34.27746 (0)	I(1)
YUNANİSTAN (FTATTRA)	-1.933063 (0)	-1.685414 (14)	-30.89348 (0)	-31.31503 (17)	I(1)
Kritik Değer					
%1	-3.436132	-3.436132	-3.436138	-3.436138	
%5	-2.863981	-2.863981	-2.863984	-2.863984	
%10	-2.568121	-2.568121	-2.568122	-2.568122	

*Elde edilen bulgular %1 düzeyinde anlamlıdır. Parantez içerisinde yazılan rakamlar ADF için gecikme uzunluğu, PP için ise bant genişliğini ifade etmektedir.

Araştırmaya konu olan serilere eşbütünleşme testi uygulanabilmesi için öncelikle verilerin aynı düzeyde durağan olup olmadığının belirlenmesine ihtiyaç vardır. Tablo 4.2.'de analiz edilen turizm endekslerinin veri setlerinin düzeydeki durağanlıkları test edilmiştir. Veri setinin durağanlaştırılması amacıyla serilerin birinci farkları alınmış olup, durağanlıkları sağlanmıştır. Yapılan birim kök testi sonuçlarına göre değişkenlerin sabitli ancak trendsiz olarak analiz edildiğinde Akaike kriterine göre daha güçlü sonuçlar verdiği için trendli sonuçlar listelenmemiştir.

Johansen eşbütünlük testine geçmeden önce değişkenlerin gecikme uzunluklarının incelenmesi gerekmektedir. Literatürde gecikme uzunluğunu belirlemede en çok Akaike bilgi kriteri ve Schwarz bilgi kriteri kullanılmaktadır. Çalışmada Akaike bilgi kriterine göre en uygun gecikme uzunluğu üç (3) olarak bulunmuştur.

Serilerin durağanlıkları ADF test istatistik değerinin kritik değerlerden küçük ve mutlak değeri alınmış halde kritik değerlerden büyük olması durumunda serilerin durağan olduğu sonucuna ulaşılır.

Tablo 4.2. incelendiğinde serilerin seviyede birim köke sahip olduğu ancak birinci farklarının durağan oldukları görülmektedir. Bir başka ifade ile serilerin entegrasyon seviyesi birinci farklarıdır. Bu durum $I(1)$ ile gösterilir. Elde edilen sonuçlar %1, düzeyinde anlamlı olup, olasılık değerleri ile de gösterilmiştir. Bu sonuçlar eşbütünlük analizi için gerekli olan ön koşulları sağlamaktadır.

Serilerin durağanlık düzeyi aynı dereceden ($I(1)$) sağlandıktan sonra serilerin aralarındaki ilişkiyi ölçebilmek için yapılması gereken Johansen eşbütünlük testi aşamasına geçilmiştir.

Tablo 4.3'te yapılan Johansen eşbütünlük testlerinin sonuçları verilmiştir. Türkiye ile turizm endeksleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla kurulan modelde iz istatistik değerinin kritik değerden küçük olması durumunda, eşbütünlüğün olmadığı, büyük olması halinde ise eşbütünlüğün varlığından söz edilmektedir.

Tablo 4.3: Johansen Eşbütünleşme Testi Tablosu

Hipotez		Ülkeler	Özdeğerler	İz İstatistiği		
				Test Değeri	Kritik Değer	Olasılık Değeri
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	ABD (DJUSCG)	0.008404 0.000168	9.347626 0.181987	15.49471 3.841466	0.3342 0.6697
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	ABD (DJUSTT)	0.008917 0.000165	9.906851 0.179087	15.49471 3.841466	0.2880 0.6722
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	ABD (NQUSB5759)	0.009980 0.000134	11.04840 0.145526	15.49471 3.841466	0.2085 0.7028
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	ABD (NQUSS5759)	0.010600 0.001839	13.58498 2.001271	15.49471 3.841466	0.0950 0.1572
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	Avustralya (AXHRJ)	0.008514 0.000199	9.501406 0.216014	15.49471 3.841466	0.3210 0.6421
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	Avustralya (AXHRK)	0.009517 0.000160	10.56875 0.173808	15.49471 3.841466	0.2395 0.6767
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	Çin (FTXIN45750)	0.010306 0.002689	14.18670 2.926387	15.49471 3.841466	0.0780 0.0871
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	İngiltere (FTNMX5759)	0.009239 0.000002	10.09262 0.002866	15.49471 3.841466	0.2737 0.9559
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	İspanya (BCNRBC)	0.013805 0.000949	16.14261 1.032025	15.49471 3.841466	0.0399 0.3097
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	İtalya (FTIT5700)	0.01045 0.001242	13.42425 1.351237	15.49471 3.841466	0.1001 0.2451
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	Tayvan (THOI)	0.0113994 0.005366	20.13542 5.563495	15.49471 3.841466	0.0093 0.0183
Sfır Bütünleşik Vektör En Az Bir Bütünleşik Vektör	$r \leq 0$ $r \leq 1$	Yunanistan (FTATTRA)	0.012767 0.004361	17.99429 4.567318	15.49471 3.841466	0.0206 0.0326

Tablo 4.3'te elde edilen sonuçlara göre BIST XTRZM ile ABD'nin turizm endeksleri arasında sırasıyla DJUSCG için (9.347626<15.49471), DJUSTT için (9.906851<15.49471), NQUSB5759 için (11.04840<15.49471) ve NQUSS5759 için

(13.58498<15.49471) şeklinde sonuçlanması değişkenlerin birbirleriyle eşbütünleşik olmadığını göstermektedir.

Ek olarak BIST XTRZM ile Avustralya arasında sırasıyla AXHRJ için (9.501406<15.79471), AXHRK için (10.56875<15.79471), BIST XTRZM ile Çin'in FTXIN45750 endeksi arasında (14.18670<15.79471), BIST XTRZM ile İngiltere'nin FTNMX5759 endeksi arasında (10.09262<15.79471) ve BIST XTRZM ile İtalya'nın FTIT5700 endeksi arasında (13.42425<15.79471) test değeri kritik değerden düşük olarak ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlara göre seriler arasında eşbütünleşik bir ilişki bulunmadığı için değişkenlerin uzun dönemli birlikte hareket etmedikleri tespit edilmiştir. Ayrıca BIST XTRZM ile İspanya'nın BCNRBC endeksi arasında (16.14261>15.49471), BIST XTRZM ile Tayvan'ın THOI endeksi arasında (20.131542>15.49471) ve Yunanistan'ın FTATTRA endeksi arasında (17.99429>15.49471) iz istatistiği kritik değerden büyük olduğu için turizm endeksleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir.

Bu sonuçlara dayanarak Türkiye'nin İspanya, Tayvan ve Yunanistan ülkeleri ile turizm endeksleri arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Daha sonrasında Vektör Hata Düzeltme (VEC) modeli kurularak araştırmaya konu olan endeksler arasındaki uzun dönemli ilişkiler incelenmiştir.

Tablo 4.4. Vektör Hata Düzeltme (VEC) Modeli Sonuçları Tablosu

Değişkenler	Hata Düzeltme Terimi	Standart Sapma	T-Değeri
BCNRBC	-0.020486	0.006342	-3.230345
THOI	-0.023402	0.006598	-3.546974
FTATTRA	-0.020176	0.006599	-3.057241

Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunda VEC modeli kullanılır. VEC modeli değişkenlerin uzun dönemdeki ilişkideki sapmayı gösterir. Uzun dönemli ilişki değişkenlerin eşbütünleşik olduğu durumlarda oluşur. Eşbütünleşmenin ortaya çıkabilmesi için serilerin durağan olma şartı gerekmektedir. Durağanlığın sağlanması için farkları alınan serilerin uzun dönem bilgilerinde kayıplar meydana gelmektedir. VEC modeli kullanılarak bu kayıplar ortadan kaldırılmaya çalışılır.

VEC modelinde durağan değişkenlerle kurulan modele, hata terimlerinin bir gecikmeli hali eklenir ayrıca hata terimlerinin de düzeyde durağan olması gerekmektedir. b VEC modeli kurulduktan sonra, ortaya çıkan tabloda hata düzeltme teriminin katsayısı -1 ile 0 arasında olması gerekmektedir.

Tablo 4.4'te VEC modeli sonuçlarına göre; Türkiye'nin turizm endeksinde meydana gelebilecek bir sapmanın yıl içerisinde İspanya'da %2, Tayvan'da %2.3 ve Yunanistan'da ise %2 oranında düzeleceği tahmin edilmektedir.

Johansen eşbütünleşme testi sonucunda BIST XTRZM endeksi ile aralarında uzun dönemli ilişki bulunmayan turizm endeksleri ile kısa dönemli ilişkileri ortaya çıkarmak için Granger nedensellik testi yapılmıştır.

Tablo 4.5. Granger Nedensellik Test Sonuçları Tablosu

Nedenselliğin Yönü	F-İstatistiği	Olasılık Değeri	Karar
BIST XTRZM, ABD DJUSCG'nin nedeni değildir.	1.376388	0.7111	Kabul
ABD DJUSCG, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	5.493532	0.1390	Kabul
BIST XTRZM, ABD DJUSTT'nin nedeni değildir.	1.519262	0.6778	Kabul
ABD DJUSTT, XTRZM'in nedeni değildir.	2.115201	0.5488	Kabul
BIST XTRZM, ABD NQUSB5759'un nedeni değildir.	1.586789	0.6624	Kabul
ABD NQUSB5759, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	2.018757	0.5685	Kabul
BIST XTRZM, ABD NQUSS5759'un nedeni değildir.	3.072250	0.3806	Kabul
ABD NQUSS5759, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	1.185050	0.7566	Kabul
BIST XTRZM, AVUSTRALYA AXHRJ'nin nedeni değildir.	3.566664	0.3122	Kabul
AVUSTRALYA AXHRJ, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	0.095612	0.9924	Kabul
BIST XTRZM, AVUSTRALYA AXHRK'nın nedeni değildir.	3.730537	0.2921	Kabul
AVUSTRALYA AXHRK, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	0.049715	0.9971	Kabul
BIST XTRZM, ÇİN FTXIN45750'nin nedeni değildir.	3.525193	0.3175	Kabul
ÇİN FTXIN45750, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	3.599816	0.3080	Kabul
BIST XTRZM, İNGİLTERE FTNMX5750'nin nedeni değildir.	2.279805	0.5164	Kabul
İNGİLTERE FTNMX5750, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	16.86782	0.0008	RED
BIST XTRZM, İTALYA FTIT5700'ın nedeni değildir.	2.708493	0.4388	Kabul
İTALYA FTIT5700, BIST XTRZM'in nedeni değildir.	2.521805	0.4714	Kabul

Granger nedensellik testi BIST XTRZM endeksi ile ABD'nin DJUSCG, DJUSTT, NQUSB5759, NQUSS5759, Avustralya'nın AXHRJ ve AXHRK, Çin'in FTXIN45750, İngiltere'nin FTNMX5750 ve İtalya'nın FTIT5700 endekslerinden oluşmaktadır.

Yapılan nedensellik analizi sonuçları incelendiğinde kurulan on sekiz hipotezin 0.05 anlamlılık düzeyinde on yedi tanesi kabul edilmiş olup, bir tanesi reddedilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre FTNMX5750'den BIST XTRZM'e doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır. Bunun sebebi Türkiye'deki turizm faaliyetlerinin göreceli olarak düşük ücretli olması ileri sürülebilir. Geriye kalan diğer ülkelerin endeksleri ile BIST XTRZM arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanılmamıştır.

BÖLÜM V

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Portföy yatırımları, yatırımcıların sahip oldukları tasarruflarını borsalarda, riskler üstlenerek, ellerindeki sermayelerle kazanç elde etmek amacıyla tahvil, hisse senedi vb. yatırım araçlarına yönelmeleri şeklinde ifade edilmektedir. Yatırımcılar beklentilerinden düşük getiri oranı yerine, getirisi yaklaşık olarak belli olan bir yatırımı tercih etmektedirler. Geleceğin yatırımcılar açısından belirsiz olduğundan, yatırımcılar sahip oldukları tasarrufları çeşitlendirme yoluna gidecektir. Çeşitlendirmenin başlıca amacı da mevcut sermayenin ve hedeflenen gelir düzeyinin kaybını en aza indirmesidir.

Portföy teorisi geleneksel ve modern portföy teorisi olmak üzere iki yaklaşımdan oluşmaktadır.

Geleneksel portföy teorisine göre; bir portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasında bir ilişkinin olmadığı düşünülerek, portföyün sayısal olarak fazla olması karşılaşılabilecek risk oranını düşürülebileceği tahminine dayanmaktadır. Bu teori; Markowitz'in ortaya koyduğu modern portföy teorisi sonucunda geçerliliğini yitirmiştir. Portföyün sayısal olarak fazla olmasının tek başına riski azaltmada yeterli olmadığı ayrıca portföyü oluşturan menkul kıymetlerin de birbirleri arasındaki ilişki düzeyinin riskin düşürülmesi konusunda etkin bir rol oynadığı Markowitz tarafından ortaya çıkarılan ortalama-varyans modeliyle açıklanmıştır.

Markowitz; getirileri aynı olan portföylerden düşük risk oranına sahip olan, aynı riske sahip olan portföylerden de en yüksek getiriye sahip olan portföyün tercih edilmesinin gerekli olduğunu açıklamıştır. Çeşitlendirmenin doğru yapıldığı takdirde oluşturulan portföy, portföyü içeren menkul kıymelerden daha düşük riske sahip

olabilir. Sonuç olarak etkileşim halinde olan menkul kıymetlerin aynı portföy içinde bulunmamaları gerekmektedir.

Bu çalışmanın amacı da, turizm gelirleri sıralamasında en yüksek gelire sahip 25 ülkenin turizm endeksleri arasında eşbütünleşmenin tespit edilmesi ve turizm sektörüne yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerine karar verme sürecine yardımcı olmasıdır.

Turizm gelirlerinde en yüksek paya sahip 25 ülke içinden turizm endekslerine sahip ülkeler arasında yapılan eşbütünleşmenin varlığını inceleyen bu çalışmada 08/09/2011 – 31/12/2016 tarihleri arasında BIST XTRZM, ABD'nin DJUSCG, DJUSTT, NQUSB5759, NQUSS5759, Avustralya'nın AXHRJ ve AXHRK, Çin'in FTXIN45750, İngiltere'nin FTNMX5750, İspanya'nın BCNR.BC, İtalya FTIT5700, Tayvan'ın THOI ve Yunanistan'ın FTATTRA turizm endekslerinin kapanış değerleriyle elden edilen veriler aracılığıyla yapılan analizlerden oluşmaktadır.

Serilerin birbirleriyle olan uzun dönemli ilişkilerin incelenebilmesi için öncelikle serilerin aynı düzeyde durağanlıklarını test etmek amacıyla Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) durağanlık testleri uygulanmıştır. Araştırmaya dahil edilen serilerin tümü birinci farkların alınması sonucunda I(1) seviyesinde durağanlık göstermişlerdir. Aynı düzeyde durağan olan bu seriler arasındaki ilişkiyi incelemek üzere daha sonrasında ise Johansen eşbütünleşme testi yapılmıştır. Yapılan eşbütünleşme testi sonucunda turizmde en çok gelire sahip olan 25 ülke içerisinde BIST XTRZM endeksi ile diğer ülkelerin turizm endeksleri arasında istatistiksel olarak herhangi bir ilişkinin varlığının olup olmadığı ve ne düzeyde olduğu incelenmiştir. Analiz sonucunda elde edilen iz değerinin kritik değerden yüksek olması sonucunda BIST XTRZM endeksi ile İspanya'nın BCNRBC endeksi, Tayvan'ın THOI endeksi ve Yunanistan'ın FTATTRA endekslerinin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu tespit edilmiştir.

Aralarında uzun dönem ilişki bulunan endeksler arasında kurulan Vektör Hata Düzeltme modeline göre BIST XTRZM endeksinde meydana gelebilecek herhangi bir sapmanın yıl içerisinde İspanya'nın BCNRBC endeksinde %2, Tayvan'ın THOI

endeksinde %2.3 ve Yunanistan'ın FTATTRA endeksinde ise %2 oranında düzeleceğine ulaşılmıştır.

BIST XTRZM'in İspanya'nın BCNRBC ve Yunanistan'ın FTATTRA endeksi ile eşbütünleşik olmasının sebebi, benzer iklim koşullarına ve benzer turizm faaliyetlerine ev sahipliği yaptığından dolayı olduğu ileri sürülebilir.

Araştırmadan elde edilen sonuçların literatürde ana endeksler kullanılarak yapılan çalışmalarla benzerlik gösterdiği görülmektedir. BIST 100 Endeksinin; Yunanistan ve İspanya (İbicioğlu ve Kapusuzoğlu 2011) ile eşbütünleşik olduğu, diğer endeksler ile eşbütünleşik olmadığı (Efendioğlu ve Yörük, 2005; Vuran, 2010; Yılanıcı ve Öztürk, 2011; Çelik vd. 2013; Kartal, 2014; Öget 2015; Pekmezci ve Bozkurt 2016) görülmektedir.

BIST XTRZM endeksi ile aralarında uzun dönemli ilişki bulunmayan diğer ülkelerin turizm endeksleri arasında kısa dönemli ilişkileri incelemek için Granger nedensellik tespi uygulanmıştır.

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre ise de İngiltere'nin FTNMX5759 endeksinden BIST XTRZM endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Bunun sebebinin Türkiye'deki turizm faaliyetlerinin ucuz olması ileri sürülebilir. Diğer ülkelerin turizm endekslerinin BIST XTRZM endeksi ile hiçbir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Turizmde en çok gelire sahip olan ülkelerin turizm endekslerinin BIST XTRZM endeksine yönelik nedensellik ilişkisinin olmaması turistlerin destinasyon seçimi yaparken tek bir bölgeye yoğunlaşmak yerine alternatifleri de göz önünde bulundurarak seçim yapmalarının sonucu olduğu düşünülmektedir. Turistler tercihlerini oluşturan destinasyonu seçerken bazı unsurları da seçim aşamasında değerlendirmektedirler (Ülker, 2010). Herhangi bir turizm bölgesinde ortaya çıkabilecek bir problem (sosyal, siyasal, ekonomik, terör vb.) nedeniyle turistler tatil planlarını ertelemeyip başka bir destinasyona yöneleceklerdir. Bu nedenle gerek uzun dönem gerekse kısa dönemde Türkiye ile ABD, Avustralya, Çin, İngiltere ve İtalya'nın turizm endeksleri ile ortak hareket etmediği düşünülmektedir.

Yatırımcıların uluslararası düzeyde portföy oluşturmak istediklerinde riski azaltmak için göz önünde bulundurmaları gereken bir konu eşbütünleşik olmayan araçları tercih etmeleri gerekmektedir. Bu sayede yatırımcılar risklerini azaltacak olup getirilerini arttıracaklardır. Bu sonuçlara göre de uzun dönemde yatırım için Turizm endeksleri içinde portföy oluşturmak isteyen yatırımcılar turizmde en çok gelire sahip ilk 25 ülke içinden eşbütünleşik olmayan borsalar arasından portföylerini oluşturabilirler. Örneğin portföy çeşitlendirmesinde BIST XTRZM endeksine yer veren yatırımcılar; İspanya'nın BCNRBC, Yunanistan'ın FTATTRA ve Tayvan'ın THOI endekslerinde yer alan şirketlere yatırım yapmamaları risklerini azaltmalarına yardımcı olacaktır.

Kısa dönemli yatırımlar için ise birbirlerinin nedeni olmayan endekslerin yatırım için seçilmesi gerekmektedir. Nedensellik ilişkisi içerisindeki endeksler kısa dönemdeki olası değişikliklerden etkilenebilmektedir. Yatırım kararları alınırken bu durum da göz ardı edilmemelidir.

Türkiye'de uygulanmakta olup Yunanistan'da uygulanmayan arazi tahsisi teşvikleri, turizm sektörünün uzun dönemde gelişiminin ve etkinliğinin artması konusunda iyi bir hamle olacağı düşünülmektedir. Ayrıca Türkiye'nin turizm politikaları ve teşvikleri konusunda yapılacak kanuni düzenlemeleri Avrupa Birliği'ne uyumlu hale getirmesi Türkiye'nin sahip olduğu önemli bir fırsattır (Aydoğuş vd., 2006).

Türkiye'nin Yunanistan ve İspanya'ya karşı konukseverlik, hizmet kalitesi, müşterininin ödediği paranın karşılığını alması, ülkenin genel anlamda çekici gelmesi ve tarihi açıdan zengin olması turizm rekabeti açısından üstün özellikler olarak görülmektedir. Ancak uzaklık, hijyen ve temizliğin kalitesi, telekomunikasyon ağının kalitesi, havaalanlarının kalitesi ve bankacılık hizmetlerinin kalitesi de bu ülkelere göre düşük özelliktedir. Türkiye'nin eşbütünleşik olduğu Yunanistan ve İspanya ile rekabet konusunda rekabeti güçlendirmesi açısından özellikle yüksek gelir düzeyine sahip olan kitlelerin ilgisini çekebilecek turistik ürün çeşitlendirmesine gidilmesi oldukça önemlidir. Olumsuz özelliklerin bertaraf edilerek turizm de rekabet gücünün artırılması gerekmektedir (Bahar ve Kozak, 2005).

Dünya’da seyahat eden turist sayısı her geçen gün artmaktadır (UNWTO, 2015). Ülkeler de bu pazardan daha çok pay alabilmek için birbirleriyle rekabet halindedirler. Türkiye’nin de sahip olduğu doğal, kültürel, inanç, sağlık, tarih gibi alternatif turizm olanaklarına olan talebin artması, ayrıca Avrupa’da nüfusun giderek yaşlanması ve yüksek gelire sahip olan kişilerden oluşan 3. yaş turizmini hedef alan çalışmaların artırılması gerektiği düşünülmektedir. Turizm yatırımlarının artırılması sonucunda Türkiye’nin turizm gelirlerinin ve ülkeye gelecek olan turist sayısının artırılabileceği düşünülmektedir (Karadeniz vd., 2007).

Türkiye’nin eşbütünleşik olduğu Yunanistan, İspanya ve Tayvan ile rekabetinde turizme olan talebi artırmak açısından hem devletin hemde özel sektörün üzerine düşeni yapması gerekmektedir. Devletin turizme talebini artırmayı hedefleyecek politikalarla sektörü yönlendirmelidir. Buna ek olarak turizm sektörünü teşvik edici düzenlemelere gidilmeli ve ülkenin tanıtımına daha çok kaynak ayrılmalıdır (Çoban ve Özcan, 2013).

Türkiye’de turizm gelirlerinin yaklaşık %20’lik kısmını deniz turizmi oluşturmaktadır. Talebin en fazla olduğu turizm türü de deniz turizmidir. Turistlerin yaklaşık %90’ının ziyaret amacı deniz turizmidir. Türkiye sahip olduğu uzun kıyıları, denizleri ve kumsalları, doğal ve tarihi çekicilikleri ve uygun iklim koşulları ile birlikte deniz turizmi açısından iyi bir konumdadır ve bu alanda oldukça gelişme göstermiştir (Kozan vd., 2014). BIST XTRZM ile ABD, Avustralya, Çin, İngiltere ve İtalya, turizm endekslerinin, turistlerin ülkelere gidiş amaçları olarak en fazla tercih ettiği turizm faaliyetlerinde farklılık göstermelerinden dolayı eşbütünleşik olmadığı ileri sürülebilir.

Araştırmada elde edilen bulguların ve kullanılan verilerin bu alanda yapılacak çalışmalara katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Yapılan bu çalışma, tasarruflarını turizm sektöründe değerlendirmek isteyen yatırımcıların portföy oluşturma hakkında hakkında bilgi sahibi olabilecek ve bu doğrultuda tasarruflarını uygun şekilde yönetebileceklerdir. Araştırmanın sınırlılığı, turizm sektöründe en fazla gelire sahip 25 ülkeyle sınırlıdır. İlerde yapılacak çalışmalar için araştırmacılara, daha fazla turizm endeksi ve daha çok veri alınarak daha geniş kapsamlı araştırmalar yapılması önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Abay, R. (2013). Markowitz karesel programlama ile portföy seçimi: İMKB 30 endeksinde riskli portföylerin seçimi. **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 22(2), 175-194.
- Abugri, A. B. (2008). Empirical Relationship Between Macroeconomic Volatility and Stock Returns: Evidence from Latin American Market. **International Review of Financial Analysis**, 17, 396-410.
- Aggarwal, R., Lucey B.M. ve Muckley, C. (2005). Dynamics of Equity Market Integration in Europe: Evidence of Changes over Time and with Events. **IIS Discussion Paper**, 19, 1-25.
- Akal, M. (2013). BIST-100 Endeksi ile GSPTSE ve yükselen borsalar arası etkileşim. **Akademik Bakış Dergisi**, 38, 1-20.
- Aksoy, A. (2010). *Türkiye’de Bütçe Açıklarının Enflasyon, Büyüme ve Faiz Üzerine Etkileri: Türkiye Uygulaması*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Aktan, C. C. ve Vural, İ. (2004), *Rekabet Gücü ve Rekabet Stratejileri*, Ankara: TİSK Yayını, Rekabet Dizisi:2
- AKTAN, C. C. (2003). Türkiye’de Üretim ve İstihdama Yönelik Ulusal Rekabet Gücü Politikası, içinde TİSK, Güçlü ve Büyük Türk Ekonomisi İçin Üretim ve İstihdam Politikaları Araştırma Yarışması (Ödül Alan Eserler),TİSK Yayınları, Yayın No:236, Ankara, 2003.
- Alsü, E. (2006). *Döviz Kurları, Enflasyon ve Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri Türkiye Örneği (1985-2005)*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.

- Altıntaş, H. ve Tombak, F. (2011). Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi: 1987- 2008. 2. *Anadolu Uluslararası Ekonomi Konferansı*. Eskişehir.
- Andrén, N. and Kjellsson, M. (2005). Regional and Global Stock Market Integration in the EU https://www.researchgate.net/publication/228653021_Regional_and_Global_stock_market_integration_in_the_EU, (25.12.2016).
- Aral, A. (2015). *Türkiye’de Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi: 1992-2013 Dönemi Eşbütünleşme Analizi*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Arshanapalli, B. ve Doukas, J. (1993). International Stock Market Linkages: Evidence from the Pre- and Post- October 1987 Period. *Journal of Banking and Finance*, 17(1), 193-208.
- Ayaydın, H. (2014). Uluslararası çeşitlendirme, finansal bulaşma ve küresel finansal kriz ilişkisi üzerine bir çalışma. **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 28(3), 43-67.
- Aydemir, B., Saylan U. ve Aydoğmuş F. (2014). Turizmde rekabet: Seyahat ve turizm (T&T) rekabet edebilirlik raporunda Türkiye’nin ve Avrupa’nın değerlendirilmesi. **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, 18(1), 1-15.
- Aydoğuş, İ., Soybalı H., H. ve Baytok, A. (2006). Yunanistan ile Türkiye’de uygulanan turizm yatırım teşviklerinin karşılaştırılması. **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 8(1), 1-22.
- Bahar, O. (2004). *Türkiye’de Turizm Sektörünün Rekabet Gücü Analizi Üzerine Bir Alan Araştırması: Muğla Örneği*. Yayımlanmamış doktora tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Bahar, O. ve Kozak M. (2005). Türkiye turizminin akdeniz ülkeleri ile rekabet gücü açısından karşılaştırılması. **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi** 16(2), 139-152.
- Barari, M., Lucey, B.M. ve Voronkova, S. (2005). Integration Among G7 Equity Markets: Evidence from Shares. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=731063, 1-32, (20.12.2016).

- Basher, A. S. ve Sadorsky, P. (2006). Oil Price Risk and Emerging Stock Markets. **Global Finance Journal**, 17, 224-251.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal serbestleşme ve uluslararası portföy yatırımları, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(4), 88-99.
- Bayazid, A. M. (2011). Impact of Micro and Macroeconomic Variables on Emerging Stock Market Return: A Case on Dhaka Stock Exchange (DSE). **Interdisciplinary Journal of Research in Business**, 5(1), 8-16.
- Bekçi, İ. Eroğlu, A. ve Usul, H. (2001). *Portföy seçimi problemine bulanık mantık yaklaşımı*. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(2), 89-107.
- Bose, S. ve Mukherjee, P. (2005). A Study of Interlinkages between the Indian Stock Market and Some Other Emerging and Developed Markets. *Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876397 (20.12.2016).
- Boztosun, D. Ve Çelik, T. (2011). Türkiye borsasının avrupa borsaları ile eşbütünleşme analizi. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 16(1), 147-162.
- Brahmasrene, T. ve Jiranyakul, K. (2007). Cointegration and Causality Between Stock Index and Macroeconomic Variables in an Emerging Market. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 3(11),17-30.
- Bulut, Ş. ve Özdemir, A. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve "Dow Jones Industrial" Arasındaki ilişki: Eşbütünleşme Analizi. **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 1(19), 211-224.
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G. and Xu, Y. (2001). Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. **The Journal of Finance**, 56(1), 1-43.
- Can, E. (2013). Turizm destinasyonlarında sürdürülebilir turizmin sürdürülebilir rekabet açısından değerlendirilmesi. **İstanbul Sosyal Bilimler Dergisi**, 4, 23-40.
- Cappiello, L., Gérard, B., Kadareja, A. ve Manganelli, S. (2005). Equity Market Integration of New EU Member States. *Working Paper Series*, 683, 1-19.

- Celov, D.ve Grigaliuniene, Z. (2010). Economic Forces, Sentiment and Emerging Eastern European Stock Markets. **Research in Economics and Business: Central and Eastren Europe**, 2(2), 37-53.
- Chan, K.C., Gup, B.E. ve Ming-Shiun, P. (1997). International Stock Market Efficiency andIntegration: A Study of Eighteen Nations. **Journal of Business Finance and Accounting**, 24(6), 803-813.
- Chang, T., Chien-Wen, M. ve Wen-Chi, L. (2009). International Equity Diversification between Japan and its Major Trading Partners. **Applied Economics Letters**, 16(1), 1433-1437.
- Chatrath, A., Ramchander, S. ve Song, F. (1996). Stock Prices, Inflation and Output: Evidence from India. **Journal of Asian Economic**, 2(7), 237-245.
- Chaudhuri, K. ve Smiles, S. (2004). Stock Market and Aggregate Economic Activity: Evidence from Australia. **Applied Financial Economic**, 14(2), 121-129.
- Cheung, Y.W. ve Lilian K. Ng. (1998), International Evidence on The Stock Market and Aggregate Economic Activity, **Journal of Empirical Finance**, 5, 281-296.
- Chittedi, K. R. (2009). Global Stock Markets Development and Integration: with Special Reference to BRIC Countries. *MPRA Paper*, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18602/1/MPRA_paper_18602.pdf (25.12.2016).
- Cicioğlu, Ş., Ağuş A. ve Torun, P.. (2013). Para Politikası Araçlarının Cari Açık Üzerindeki Etkinliği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama”. **Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi**, 4(2), 14-26.
- Cong, R. G., Yi-Ming, W., Jiao, J. Ve Ying F. (2008). Relationships Between Oil Price Shocks and Stock Market: An Empirical Analysis from China. **Energy Policy**, 36, 3544-3553.
- Coşar, Y. (2008). Otel işletmelerinde rekabet üstünlüğünü etkileyen faktörler: Yöneticiler üzerine bir araştırma. **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, 19(1), 45-56.
- Crouch, G. I. (2007). Modelling destination competitiveness: a survey and analysis of the impact of the competitiveness attributes. Australia. CRC For Sustainable Tourism Pty Ltd.

- Çelik, İ., Gençtürk, M. ve Binici, F.Ö. (2013). İMKB 30 Endeksi ile Avrupa Birliği Üyesi Ülke Borsaları Arasındaki Dinamik İlişkilerin Vektör Otoregresif Model Bağlamında Belirlenmesi. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 73-86.
- Çelik, İ., Kaya, M. ve Tunç, H. (2013). Uluslararası portföy çeşitlendirmesi açısından gelişmekte olan ülke borsaları arasındaki eşhareketlilik: Brezilya-Türkiye üzerine bir uygulama. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 18(1), 167-180.
- Çelik, T. ve Boztosun, D. (2011). Türkiye Borsası ile Asya Ülkeleri Borsaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisi. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 36, 57-71.
- Çetin, C. A. (2007). Markowitz kuadratik programlama ile optimal portföy seçimi, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 12(1), 63-81.
- Çetintaş, H. Ve Çetin, B. (2008). Türkiye’de turizm ve ekonomik büyüme arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler. **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, 19(1), 37-44.
- Çımat, A. ve Bahar, O. (2003). Turizm sektörünün Türkiye ekonomisi içindeki yeri ve önemi üzerine bir değerlendirme. **Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi**, 6, 1-18.
- Çıtak, L. ve Gözbaşı, O. (2007). İMKB ile Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Bütünleşmenin Temel Endeks ve Ana Sektör Endeksleri Temelinde Analizi. **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2(22), 249-271.
- Çoban, O. ve Özcan, C., C. (2013). Türkiye’de turizm gelirleri-ekonomik büyüme ilişkisi: Nedensellik analizi (1963-2010). **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİB Dergisi**, 8(1), 243-261.
- Demir, N. (2013). *Finansal Yatırım Araçlarının Vergilendirilmesinin Kurumsal Yatırımcılar Açısından Analizi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Demirtaş, Ö., ve Güngör, Z. (2004). Portföy Seçimi ve Portföy Yönetimine Yönelik Uygulama. **Havacılık Ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, 1(4), 103-109.

- Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. **Journal of the American Statistical Association**, 74, 427-431.
- Didin, S. Ve Koroğlu, Ç. (2008). Konaklama işletmelerinin satışlar-maliyetler bakımından rekabet edebilme durumu ve gelecekte beklenenleri. **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(7), 111-120.
- Dinçer, G. (2015). *Termal Konaklama İşletmelerinin Beş Güç Modeli İle Rekabetçilik Analizi ve Rekabet Stratejilerinin Değerlendirilmesi: Bir Alan Çalışması*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Düzce Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Düzce.
- Doğukanlı, H., Özmen M. ve Yücel E. (2010). İMKB’de Sektörel Açından Döviz Kuru Duyarlılığının İncelenmesi. **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(19), 63-86.
- Dritsakis, N. (2004). Tourism as a Long-run Economic Growth Factor: An Empirical Investigation for Greece using Causality Analysis. **Tourism Economics**, 10, 305-316.
- Efendioğlu, E. ve Yörük, D. (2005). Avrupa Birliği Sürecinde Türk Hisse Senedi Piyasası İle Avrupa Birliği Hisse Senedi Piyasalarının Bütünleşmesi: İMKB Örneği.
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Enver_EfendioğluDemet_Yoruk.pdf
1-20, (27.11.2016).
- Elton, J., E. and Gruber, J., M. (1977). Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytic Solution. **The Journal of Business**, 50(4), 415-437.
- Emekli, G., İbrahimov, A. ve Soykan, F. (2006). Turizmde küreselleşmeye coğrafi yaklaşımlar ve Türkiye. **Ege Coğrafya Dergisi**, 15, 1-16.
- Erdem, C., Meziyet, S. E. ve Arslan C. K. (2006). Makroekonomik Değişkenler ve İMKB 100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, (239), 125-135.
- Erkılıç, Y. A. (2013). *Türk Turizminde Konaklama Ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetine Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarıyla Turizm Gelirleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi Üzerine Ampirik Bir Çalışma*.

Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Evans, J., L. and Archer, S., H. (1968). Diversification and The Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, 23(5), 761-767.
- Evlimoğlu, U. ve Çondur, F. (2012). İMKB ile Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Arasındaki Karşılıklı Bağlantıların Küresel Kriz Öncesi ve Sonrası Dönem İçin İncelenmesi. **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1(31), 31-58.
- Fama, F. E. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money. *The American Economic Review*, 4(71), 545-565.
- Fielitz, D.,B. (1974). Indirect Versus Direct Diversification. **Financial Management**, 3(4), 54-62.
- Fifield, S. G. M., Power, D.M. ve Sinclair C.D. (2002). Macroeconomic Factors and Share Returns: An Analysis Using Emerging Market Data. **International Journal of Finance and Economics**, 7, 51-62.
- Filis, G. (2009). Macro Economy, Stock Market and Oil Prices: Do Meaningful Relationships Exist Among Their Cyclical Fluctuations?. **Energy Economics**,32, 877-886.
- Financial Times Stock Exchange (2016). Global Equity Index Series Country Classification. **FTSE The Index Company**, 1-4.
- Garcia G. J.G. ve Juarez, V. M. E. (2010). Who Influences Latin American Stock Market Returns? Chine Versus USA. **Centre for Global Finance Working Paper Series, ISSN 2041-1596**, 5-10.
- Ghosh, A., Saidi, R. ve Johnson, K.H. (1999). Who Moves the Asia Pasific Stock Markets-US or Japan? Empirical Evidence Based on the Theory of Cointegration. **The Financial Review**, 34, 159-170.
- Gilmore, C.G. ve MacManus, G.M. (2002). International Portfolio Diversification: US and Central European Equity Markets. **Emerging Markets Review**, 3(1), 69-83.
- Gökçe, A. G., ve Cura, T. (2003), İMKB Hisse Senedi Piyasalarında İyi Çeşitlendirilmiş Portföy Büyüklüğünün Araştırılması, **Yönetim Dergisi**, 14(44), 63-81.

- Göral, F. (2015). *Doğal Gaz Fiyatlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi*. Yayınlanmamış doktora tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods, **Econometrica**, 37(3), 424-438.
- Guru-Gharan, K. K., Rahman, M. ve Parayitam, S. (2009), Influences of Selected Macroeconomic Variables on U.S. Stock Market Returns And Their Predictability Over Varying Time Horizons, **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 13(1), s. 13-31.
- Gürpınar, K. ve Sandıkçı, M. (2008). Uluslararası Rekabetçilik Analizinde Michael E.Porter'ın Elmas Modeli Yaklaşımı: Türkiye'deki Bazı Endüstrilerdeki Uygulanabilirliğinin ve Sonuçlarının Araştırılması. **Selçuk Üniversitesi İİBF Dergisi**, 18, 106-125.
- Hassan, S. S. (2000). Determinants of market competitiveness in an environmentally sustainable tourism industry. **Journal of Travel Research**, 38,(3), 239-245.
- Hondroyannis, G. ve Papapetroy, E. (2006). Stock Returns and Inflation in Greece: A Markov Switching Approach. **Review of Financial Economics**, 15, 76-94.
- Horobet, A. ve Radu, L. (2009). Are Capital Markets Integrated? A Test of Information Transmission within the European Union. **Romanian Journal of Economic Forecasting**, 2(1), 64-80.
- Hsing, Yu., Phillips, A.S. ve Phillips, C. (2011). Stock Prices and Aggregate Economic Variables: The Case of Brazil. **International Research Journal of Applied Finance**, 5(2), 490-498.
- İbicioğlu, M. ve Kapusuzoğlu, A. (2011). İMKB ile Avrupa Birliği Üyesi Akdeniz Ükelerinin Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Ampirik Analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(11), 85-102.
- İbrahim, H. M. ve Aziz, H. (2003). Macroeconomic Variables and the Malaysian Equity Market: A View Through Rolling Subsamples". **Journal of Economic Studies**, 30(1), 6-27.
- İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011). Optimum portföyün seçimi: İMKB 30 üzerinde bir uygulama. **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 12(2), 235-257.

- İşcan, E. (2010). Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi. **Maliye Dergisi**, 158, 607-617.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. **Journal of Economic Dynamic Control**, 12(1), 231-254.
- Kabusuzoğlu, A. ve İbicioğlu, M. (2013). Portföy çeşitlemesi: İMKB’de sektörel endeksler üzerine bir analiz. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 58, 119-138.
- Kalmanbetova, M. (2010). *Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Nedensellik ve 2004-2009 Yılları Arasında Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kanas, A. (1998). Linkages Between the US and European Equity Markets: Further Evidence From Cointegration Tests. **Applied Financial Economics**, 8(1), 607-614.
- Karadeniz, E., Kandır, Y. S. ve Önal, Y. B. (2007). Seçilmiş paydaşların swot yöntemiyle Türk turizm yatırımlarını değerlendirmesine yönelik bir pilot çalışma. **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, 18(2), 195-205.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Gazi Kitabevi, Ankara
- Kartal, O. (2014). *Menkul Kıymet Borsa Getirileri Arasındaki Koentegrasyon*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Düzce Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Düzce.
- Kasa, K. (1992). Common Stochastic Trends in International Stock Markets. **Journal of Monetary Economics**, 29(1), 95-124.
- Kasman, K. Saadet (2006). Hisse Senetlerinin Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasında Bir İlişki Var Mı? *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 238, 88-99.
- Kayahan, C. (2008). İşletmelerde Bir Avantaj unsuru olarak kur korelasyonlarının kullanımı. **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 15(1), 75-84.
- Kenourgios, D. ve Samitas, A. (2003). The Interdependence of Major European Stock Markets: Evidence for Greece. **Spoudai**, 53(4), 54-65.
- Kızılgöl, Ö. (2006). Türkiye’de ihracata ve turizme dayalı büyüme hipotezinin analizi: Eşbütünleşme ve nedensellik ilişkisi. **Akademik Bakış**, 10, 1-19.

- Koç, M. ve Özbozkurt, O. B. (2014). Ulusların Rekabet Üstünlüğü ve Elmas Modeli Üzerine Bir Değerlendirme. **İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi**, 2(3), 85-91.
- Korkmaz, T., Aydın, N. ve Sayılğan, G. (2013). *Porföy Yönetimi* (1. Basım). Eskişehir: Web-Ofset.
- Korkmaz, T., Zaman, S. ve Çevik, İ. Emrah. (2008). Türkiye'nin Avrupa Birliği ve Yüksek Dış Ticaret Hacmine Sahip Ülke Borsaları İle Entegrasyon İlişkisi. **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**. 4(8), 19-44.
- Kozan, Y., G. Özdemir, S., S. ve Günlü, E. (2014). Turizm Yazınında ‘‘Deniz Turizmi’’nin olgusal gelişimi. **Denizcilik Fakültesi Dergisi**. 6(2), 115-129.
- Köroğlu, Ç., Biçici, F. ve Durmuş, S. (2011). Otel işletmelerinde maliyet kontrolünün rekabet üstünlüğüne etkisi. **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 3(1), 33-48.
- Kulhanek, L. (2012). The Relationship Between Stock Markets and Gross Domestic Product in the Central and Eastern Europe. **Banking and International Finance**, 135-145.
- Küçükçolak, N. (2008). Co-Integration of the Turkish Equity Market with Greek and other European Union Equity Markets. **International Research Journal of Finance and Economics**, 13, 58-73.
- Küçükkocaoğlu, G. (2002). Optimal Portföyün Seçimi ve İMKB Ulusal-30 Endeksi Üzerine bir Uygulama, **Active-Bankacılık ve Finans Dergisi**, 26,.
- Kwon, S., C.ve Shin, S. T. (1999). ‘‘Cointegration and Causality Between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns’’. **Global Finance Journal**, 10(1), 71-81.
- Lagoarde-Segot, T. ve Lucey, B.M. (2007). Capital Market Integration in the Middle East And North Africa. *Emerging Markets Finance and Trade*, M.E. Sharpe, Inc., 43(3), 34-57.
- Laopodis, T. N. (2010). Equity Prices and Macroeconomic Fundamentals: International Evidence. **Journal of International Financial Markest, Institutions and Money**, 21, 247-276.
- Latane, A., H. and Young, E., W. (1969). Test of Portfolio Building Rules. **The Journal of Finance**, 24(4), 595-612.

- Li, X., Huang, S. and Song, C. (2016). China's outward foreign direct investment in tourism. **Tourism Management**, 59, 1-6.
- Lim, K.P., Lee, H.A. ve Liew, K.S. (2003). International Diversification Benefits in ASEAN Stock Markets: a Revisit. **Economics Working paper**, University Putra, Malaysia.
- Maghyereh, A. ve Al-Kandari, A. (2007). Oil Prices and Stock Markets in GCC Countries: New Evidence from Nonlinear Cointegration Analysis. **Managerial Finance**, 33(7), 449-460.
- Mahmoudinia, D., Soderjani, E. and Pourshahabi, F. (2011). Economic Growth, Tourism Receipts and Exchange Rate in MENA Zone: Using Panel Causality Technique. **Iranian Economic Review**, 15(29), 130-146.
- Marangoz, M. (2006). *Markowitz Portföy Seçim Modeli Ve Yatırım Fonları Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Marashdeh, H. (2005). Stock Market Integration in the MENA Region: An Application of the ARDL Bounds Testing Approach. **Economics Working Paper**, 5(27), 1-11.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. **Journal of Finance**, 7(1), 77-91.
- Markusen J., (1992). *Productivity, Competitiveness, Trade Performance and Real Income: The Nexus Among Four Concepts*, Ottawa: Supply and Services Canada.
- Maysami C. R. ve Koh, S. T. (2000). A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market. **International Review of Economics and Finance**, 9, 79-96.
- Narayan, P. K. ve Smyth, R. (2005). Cointegration Of Stock Markets Between New Zealand, Australia And The G7 Economies: Searching For Co-Movement Under Structural Change. **Australian Economic Papers**, 44, 231-247.
- Onour, I. (2010). North Africa Stock Markets: Analysis of Long Memory and Persistence of Shocks. **International Journal of Monetary Economics and Finance**, 3(2), 101-111.

- Öget, E. (2015). *Borsa İstanbul 100 Ve Turizm Endeksi İle Gelişmiş Bazı Borsa Endeksleri Arasındaki Uzun Ve Kısa Dönemli İlişkilerin İncelenmesi*, Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.
- Özbay, E. (2009). *The Relationship Between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İngiltere: University of Exeter Institute of Social Sciences.
- Özdaş, Y. (2009). *Türkiye’de Uygulanan Yatırım Teşvikleri Ve Diyarbakır Bölgesinde Bir araştırma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Özdemir, S. M. (2011). Turizm ve turizmin etkileri konusunda yerel halkın yaklaşımlarının belirlenmesi: Afyonkarahisar örneği. **Marmara Coğrafya Dergisi**, 24, 1-25.
- Özer, A., Kaya, A. ve Özer, N. vd. (2011). Hisse Senedi Fiyatları ile Makroekonomik Değişkenlerin Etkileşimi. **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1(26), 163-182.
- Özer, O. K. (2012). *Türk Turizm Endüstrisinin Uluslararası Rekabet Gücünün Değerlendirilmesi: Elmas Modeli ile Türkiye İspanya Karşılaştırılması*. Yayınlanmamış doktora tezi, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Özkılbaç, S. (2013). *Türkiye’den Yurt Dışına Yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımların Büyüme Ve Yurt İçi Yatırımlar Üzerine Etkisi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Pascual, A.G. (2003). Assessing European Stock Market Co(integration). **Economic Letters**, 78(1), 197-203.
- Perron, P. (1988). Trends and random walks in econometric time series. **Journal of Economics Dynamics and Control**, 12(12), 297-332.
- Polat, E. ve Günay, S. (2012). Türkiye’de turizm ve ihracat gelirlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin testi: Eşbütünleşme ve nedensellik analizi. **Süleyman Demirel Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Dergisi**, 16(2), 204-211.

- Porter, M. E. (1990), The Competitive Advantages of Nations **Harvard Business Review**.
- Ritchie, J.R.B. and G.I. Crouch (2000). The competitive destination: A sustainability perspective, **Tourism Management**, 21(1), 1-7.
- Sayılğan, G. ve Süslü, C. (2011). Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme. **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**,1(5), 73-96.
- Seetanah, B., Durbarry, R. ve Ragodoo, N. J.F. (2010). Using the panel cointegration approach to analyse the determinants of tourism demand in South Africa. **Tourism Economics**, 16(3), 715-729.
- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2008). Türkiye ve Amerika'daki Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Dinamik İlişkinin Belirlenmesi. **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 45 (520), 15-91.
- Sharma, D. G. ve Mahendru, M. (2010). Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices in India. **Global Journal of Management and Business Research**, 10(7), 19-26.
- Statman, M. (1987). How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 22(3), 353-363.
- Şağbanşua, L. (2006). Strateji, rekabet ve rekabet gücü ilişkileri. **Akademik Bakış**, 9, 1-14.
- Şenel, A. S. (2007). Turizm sektöründe yatırım kararları. **Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F Dergisi**, 12, 1-12.
- Tastan, H. (2005). Dynamic Interdependence and Volatility Transmission in Turkish and European Equity Markets. **Turkish Economic Association Discussion Paper**, 2005(10), <http://www.tek.org.tr/dosyalar/turkishvoltrans.pdf>, 1-30, (16.10.2016).
- Taşçı, S. (2010). *Tahsisli Taşınmazlar Üzerinde Gerçekleştirilen Turizm Yatırımlarının Yatırımcılar Açısından Değerlendirilmesi*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Tosun, Ö. Ve Oruç, E. (2010). Portföy büyüklüğünün portföy riski üzerine etkileri: İMKB-30 üzerinde test edilmesi. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 15(2), 479-493.

- Tsai, H., Song, H. and Wong, K.K.F. (2009). Tourism and hotel competitiveness research. **Journal of Travel and Tourism Marketing**, 26, 522-546.
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2015). *Turizm İstatistikleri, IV.Çeyrek: Ekim-Aralık ve Yıllık*. <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21530>.
- Ul Haque, İ. (1990). International Competitiveness: Public Sector / Private Sector Interface- Report on the Seminar in International Competitiveness: Interaction of the Public and the Private Sectors, Economic Development Institute, World Bank, Washington, D.C.
- UNWTO, (2015). Tourism Highlights, 2015 Edition, 1-16.
- UNWTO, (2016). Tourism Highlights, 2016 Edition, 1-16.
- Ülker, E. (2010). *Destinasyon Pazarlamasında Destinasyon Seçimi Karar Verme Süreci Üzerine Bir Çalışma: Bozcaada Örneği*. Yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Trakya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.
- Vergil, H. ve Erdoğan, S. (2009). Döviz kuru – dış ticaret dengesi ilişkisi: Türkiye örneği. **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**. 5(9), 35-57.
- Vo, X.V. ve Daly, K.J. (2005). European Equity Markets Integration- Implication for US Investors. **Research in International Business and Finance**, 19(1), 155-170.
- Vuran, B. (2010). IMKB 100 Endeksinin Uluslararası Hisse Senedi Endeksleri İle İlişkisinin Eşbütünleşim Analizi İle Belirlenmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39(1), 154-168.
- Webber, A. (2001), Exchange Rate Volatility and Cointegration in Tourism Demand, **Journal of Travel Research**, 39, 398-405.
- Wongbangpo, P. ve Sharma, C. S.(2002). Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: Asean-5 Countries. **Journal of Asian Economic**, 13, 27-51.
- Worthington, A.C., Katsuura, M. ve Higgs, H. (2003). Price Linkages in Asian Equity Markets: Evidence Bordering the Asian Economic, Currency and Financial Crises. **Asia-Pacific Financial Markets, Springer**, 10(1), 29-44.
- Yıllancı, V. ve Öztürk, A. Z. (2011). Türkiye ile En Büyük Beş Ticaret Ortağının Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Entegrasyon İlişkisinin Analizi: Yapısal

Kırılmalı Birim Kök ve Eşbütünlüşme Analizi. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 36, 261-279.

Yıldırım, S. (1991). *Turizm Kesiminde Teşviklerin Etkinliği*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Yılmaz, Ö., Güngör, B. ve Kaya, V. (2005). "Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Eşbütünlüşme ve Nedensellik". **İMKB Dergisi**, 34(9), 2-16.

Yogaswari, D. D., Nugroho, A. B. ve Astuti, N.C. (2012). The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Price Volatility: Evidence from Jakarta Composite Index, Agriculture, and Basic Industry Sector. **International Proceedings of Economics Development and Research**, 18(46), 96-100.

Zengin, E. (2006). *Hisse Senedi Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar Ve İMKB Uygulaması*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Zügül, M. ve Şahin, C.(2009). İMKB 100 Endeksi ile Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama. **Akademik Bakış Dergisi**,16, 1-16.