Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi • Cilt: 9 • Sayı: 16 • Ocak 2017, ISSN: 1309-1123, ss. 1-17
DOI: 10.14784/marufacd.305538

FİNANSAL KIRILGANLIKLAR VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR ANALİZ*

Semra BOĞA**

Öz

Bu çalışmanın amacı, finansal kırılganlıkların gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarını ne yönde etkilediğini ortaya koymaktır. Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik, politik ve sosyal belirleyicilerini açıklayan birçok çalışma bulunmaktadır. Ekonomik göstergeler içinde yer alan finansal kırılganlık göstergelerinin henüz çok fazla kullanılmamış olması ve finansal kırılganlık konusunun gelişmekte olan ülke analizlerinde sıklıkla yer alması, çalışmada bu faktörlerin incelenmesinin temel gerekçesini oluşturmuştur. Kırılganlık kavramı ile ilgili var olan çalışmalar, çoğunlukla kırılganlık göstergelerinin krizleri tahmin edebilme gücünü ölçmeye yöneliktir. Bu çalışmada ise, bu göstergelerin uluslararası sermaye akımları ile ilişkisi üzerinde durulacaktır. Literatürde bu ilişkiyi ölçmek üzere yapılmış olan çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Çalışmada Meksika, Arjantin, Brezilya, Tayland, Rusya ve Türkiye'ye ait panel verilerle, 1992-2014 dönemi için ampirik modelleme yapılmıştır. Modeli tahmin etmede sabit etkiler yaklaşımı kullanılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, reel efektif döviz kuru ve M2/Rezervler rasyosu ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında ters, reel efektif döviz kuru ve yurt içi kredi büyümesi ile portföy yatırımları arasında ise pozitif bir ilişki bulunmuştur. Modeller bir bütün halinde değerlendirildiğinde değişkenlerin modeli açıklama gücü zayıftır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlık göstergeleri ile uluslararası sermaye akımları arasında güçlü bir ilişkinin varlığından söz edilememektedir.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Yatırım, Portföy Yatırımları, Gelişmekte Olan Ülkeler, Finansal Kırılganlık, Panel Veri Analizi.

Jel Kodları: C33, F30, F21, G01, G15.

* Bu çalışma yazarın İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda tamamladığı "Finansal Kırılganlıklar ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz" adlı doktora tezinden türetilmiştir.

** Dr., semraboga@hotmail.com

FINANCIAL FRAGILITIES AND INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS: AN ANALYSIS ON DEVELOPING COUNTRIES

Abstract

The aim of this study is to explore the impact of financial fragilities on international capital flows to developing countries. Numerous studies exist in literature explaining the economic, political and social determinants of international capital flows. Although the concept of financial fragility takes place frequently in developing country analysis, the lack of studies using the financial fragility indicators as an economic determinant has been the main motive for this study. Existing literature on the concept of fragility focuses mainly on measuring the power of indicators to predict the crises. This study investigates the relationship between the fragility indicators and international capital flows. Existing literature studying this relationship reveals contradictory results. This study estimates an empirical model using panel data for Mexico, Argentina, Brazil, Thailand, Russia and Turkey covering the period from 1992 to 2014. Fixed effects approach has been adopted to predict the models. According to regression results, real effective exchange rate and M2/Reserves ratio negatively impact the foreing direct investment inflows and real effective exchange rate and domestic credit positively impact the portfolio invesment inflows. However, the overall explanatory power of the variables in both models is quite low. So, this study reveals no strong relationship between financial fragilities and international capital flows in developing countries.

Keywords: Foreign Direct Investment, Portfolio Investment, Developing Countries, Financial Fragility, Panel Data Analysis.

Jel Codes: C33, F30, F21, G01, G15.

Giriş

1930'lu yıllarda yaşanan Büyük Buhran ve sonrasında başlayan İkinci Dünya Savaşı, dünya ekonomisinde büyük hasarlara yol açmış ve krizden çıkış yolları arayan ülkeler dünya ticaretinin serbestleşmesi yönünde adımlar atmaya başlamıştır. Gelişmiş ülkeler yeni pazarlara açılmak, ucuz hammadde sağlamak ve ölçek ekonomilerine geçebilmek; gelişmekte olan ülkeler ise büyüme ve kalkınmaları için gerekli olan fonlara erişebilmek amacıyla, ticaretin serbestleşmesini desteklemişlerdir. Başlangıçta mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı yönünde atılan adımlar, 1980'lere gelindiğinde tüm dünyada baş gösteren küreselleşme akımları ile birlikte finansal sermayenin de ülkeler arasında çok hızlı bir şekilde hareket etmesi sonucunu doğurmuştur. İç tasarrufları yetersiz olan gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermayeden yeteri kadar faydalanabilmek için finansal liberalizasyon yönünde politikalar uygulamaya başlamıştır. Makroekonomik anlamda istikrara henüz kavuşmamış olan bu ülkeler, uluslararası sermayeyi ülkelerine çekebilmek için rekabet içerisine girmişler ve zaman içerisinde bu finansal sermayeye bağımlı hale gelmişlerdir. 1990'lı yıllarda başlayan finansal serbestleşme hareketleriyle birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik spekülatif amaçla giren kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artışın, ülkelerin kırılganlıklarını arttırdığı ve krizlere neden olduğu düşünülmektedir.

1990'lı yılların sonunda yaşanan Asya Krizi ile yaygın olarak kullanılmaya başlanan finansal kırılganlık kavramı, 2013 yılının Mayıs ayında Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası FED'in kısa bir süre sonra tahvil alım programını sonlandıracağını (tapering) duyurmasıyla birlikte "Kırılgan 5'li" tabiriyle tekrar gündeme gelmiştir. Son yıllarda "yükselen ekonomiler" olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkelerin borsalarında yaşanan hızlı düşüşler ve para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesi, bu ülkelerin kırılganlıklarının tekrar gündeme gelmesine sebep olmuştur. Ani sermaye giriş ya da çıkışlarına bağlı olarak ülkelerin ekonomik dayanıklılığını ölçmede kullanılan kırılganlık göstergeleri, finansal krizlerin tahmin edilmesinde kullanılan öncü gösterge niteliği taşıdığından; bu kavramların tekrar gündeme gelmesi, gelişmekte olan ülke piyasalarında bir panik havası yaratmış ve bu ülkelerden sermaye çıkışlarına sebep olmuştur. Ekonomi yönetimlerinin piyasalara yaptıkları müdahalelerle yerli paraların dolar karşısında aşırı değer kaybetmesinin önüne geçilmiş ve piyasalarda durulma sağlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, son dönemlerde sıkça tartışılan finansal kırılganlık kavramının gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ve portföy yatırımlarını ne yönde etkilediğini ortaya koymaktır. Yabancı sermaye yatırımlarını açıklamaya yönelik bugüne kadar yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda yabancı sermayeyi etkileyen ekonomik, politik ve sosyal göstergelere yer verilmiştir. Ekonomik göstergeler içinde yer alan finansal kırılganlık göstergelerinin henüz çok fazla kullanılmamış olması ve finansal kırılganlık konusunun gelişmekte olan ülke analizlerinde sıklıkla yer alması, çalışmada bu faktörlerin incelenmesinin temel gerekçesini oluşturmuştur. Kırılganlık kavramı ile ilgili bu zamana kadar yapılmış olan akademik çalışmalar çoğunlukla kırılganlık göstergelerinin krizleri tahmin edebilme gücünü ölçmeye yöneliktir. Bu çalışmada farklı olarak, bu göstergelerin uluslararası sermaye akımları ile ilişkisi üzerinde durulacaktır. Literatürde bu ilişkiyi ölçmek üzere yapılmış olan çalışmalar olmakla beraber, bu çalışmalarda farklı sonuçlar bulunmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme potansiyellerini yakalayabilmelerinde yabancı sermaye girişlerinin büyük önemi vardır. Dolayısıyla bu girişleri etkileyen faktörlerin incelenmesi hem bu konuda farklı sonuçlar içeren literatüre hem de politika yapıcılara katkı sağlayacaktır.

Bu bağlamda çalışmada: Meksika, Arjantin, Brezilya, Tayland, Rusya ve Türkiye'ye 1992-2014 döneminde giriş yapan yabancı sermaye yatırımları ile finansal kırılganlık göstergeleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Seçilen ülkelerin ortak özellikleri, finansal ve ekonomik krizlere maruz kalmış olmaları ve büyüme için yüksek oranda yabancı sermayeye bağımlı olmalarıdır. Ayrıca ülkelerin tümü birçok yatırım bankası ve uluslararası finans kuruluşlarınca yapılan kırılgan ülke sınıflandırmalarında yer almıştır. Verilerin başlangıç tarihi olarak 1992 yılının seçilmesinin nedeni ise yabancı sermaye akımlarının bu dönemden itibaren bu ülkelerde hız kazanmış olmasıdır.

Çalışmanın izleyen bölümünde uluslararası sermaye ve finansal kırılganlık kavramlarının genel ve teorik çerçevesi verilmiştir. Bir sonraki bölümde ise literatür incelemesine ve STATA programı kullanılarak yapılmış olan ekonometrik uygulamanın bulgu ve sonuçlarına yer verilmiştir. Kullanılan veriler hem yatay kesit hem de zaman serileri verileri içerdiğinden uygun model olarak panel veri analizi seçilmiştir.

1. Uluslararası Sermaye ve Finansal Kırılganlıkların Genel ve Teorik Çerçevesi

Literatürde yabancı sermaye olarak da adlandırılan uluslararası sermaye, bir ülke yatırımcısının başka bir ülkeye teknoloji, know-how, işletmecilik bilgisini getirerek ya da sadece yabancı ülkede çıkarılan hisse senedi ve tahvilleri satın alarak o ülkenin mevcut sermaye stokuna yaptığı katkıyı ifade etmektedir (Karluk, 2009, 687). Uluslararası sermaye hareketleri, yatırımın sahipliğine göre özel ya da resmi, yatırımın şekline göre doğrudan ya da dolaylı; yatırımın süresine göre kısa ya da uzun vadeli olarak sınıflandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2013, 635). Bu çalışmada doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve dolaylı yatırımlar olarak da adlandırılan portföy yatırımları üzerinde durulacaktır.

Yabancı bir ülkede yapılacak yatırımın arkasındaki temel motivasyonları açıklamaya yönelik olarak ortaya atılmış olan ilk DYY teorisi Vernon tarafından 1966 tarafından ortaya atılmıştır. Ürün Dönemleri olarak adlandırılan bu teoriye göre her ürün üç aşamadan oluşan bir yaşam seyri göstermektedir. Bu aşamalar: yeni ürün aşaması, olgunlaşmış ürün aşaması ve standart ürün aşamalarıdır (Kaymakçı vd., 2007, 33). Teoriye göre ürünün son aşamasında üretim düşük maliyetli az gelişmiş ülkelere kayacaktır (Vernon, 1966, 202). Knickerbocker (1973) tarafından geliştirilmiş olan Oligopolistik Tepki Teorisi'ne göre ise, yabancı ülkede yatırım kararı alınmasının temel nedeni rakiplerin davranışlarının takip edilmesidir. Endüstriyel Organizasyon Teorisi ise firmaların kendilerine özgü birtakım avantajlara sahip olması sonucu yabancı ülkelerde yatırım yapacaklarını öngörmektedir (Hymer, 1976, 23). 1976 yılında Buckley ve Casson tarafından geliştirilen İçselleştirme Teorisi ev sahibi ülkede yaşanan piyasa aksaklıklarının ülkede yapılacak DYY ile önlenebileceğini öngörmektedir. Dunning tarafından 1970'li yıllarda geliştirilmiş olan eklektik ya da OLI Paradigması'nda, modeli oluşturan kavramların baş harflerinden O (ownership) mülkiyet avantajlarını, L (location) konumsal avantajları, I (internalization) ise içselleştirme avantajlarını göstermektedir ve Dunning'e göre DYY ancak bu avantajların aynı anda gerçekleşmesi durumda yapılmalıdır (Pedersen, 2003, 15).

Yabancı yatırımcıların bir ülkede çıkarılan tahvil ve hisse senetlerini alıp satması şeklinde gerçekleşen portföy yatırımlarında ülkeye yalnızca döviz girişi olmaktadır. Genellikle çok uluslu şirketler (ÇUŞ) tarafından yapılan DYY'nin aksine, portföy yatırımları finansal kurumlar, kurumsal ve bireysel yatırımcılar tarafından yapılmakta ve ülkeye yalnızca döviz girişi olmaktadır (Seyidoğlu, 2013, 630). Portföyü oluşturacak olan yatırım araçlarının hangi kriterlere göre seçildiğini gösteren portföy teorilerinin ilki 1950'li yıllarda Markowitz tarafından geliştirilen Modern Portföy Teorisi'dir. Teori, getirileri arasında yüksek korelasyon olmayan varlıkların birleşimi yoluyla, her olası beklenen getiri için en az risk içeren varlık bileşiminin nasıl belirlenebileceğini açıklamaktadır (Doğukanlı, 2008, 264). Markowitz'in modelinde menkul kıymetler piyasasındaki tüm varlıkları riskli olarak varsayması ve yatırımcıların riskten korunabilme ihtimalini göz ardı etmesi üzerine Tobin, Sharper ve Lintner teoriyi daha kapsamlı bir şekilde ele alarak "Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli"ni geliştirmişlerdir. Model, yatırım yapılacak menkul kıymetin sahip olduğu riske uygun bir getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmakta, hatta henüz piyasada işlem görmemiş bir varlığın vermesi gereken getiriyi açıklayan teorik bir çerçeve sunmaktadır (Karan, 2011, 205).

DYY ve portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik teorilerin özellikle 1990'lı yıllardan itibaren hız kazanmış olan uluslararası sermaye akımlarını açıklamada yetersiz kalması, bu alanda çok fazla ampirik çalışma yapılmasını gerektirmiştir. Yapılan çalışmaların sonuçlarına göre, uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkeye girişini cazip hale getiren birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler, yatırım yapacak şirketin özellikleri, amaçları ve yatırımın niteliğine göre yapısal, kurumsal, finansal, sosyo-kültürel ve coğrafi konumdan kaynaklanan etkenlerden oluşmaktadır (Şener, 2008, 15).

Bir ülkenin yatırım ortamını etkileyen ekonomik, ticari, finansal ve politik riskleri içeren ülke riski, yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını verirken dikkate aldığı en önemli faktörlerden biridir (Emir ve Bank, 2009, 59). Ülkelere ait risk değerlendirme raporları ilk olarak 1980'li yılların başında PRS (Politik Risk Hizmetleri) Group tarafından yayınlanmaya başlanmıştır. PRS'nin ülkelerin politik, ekonomik ve finansal risklerini dikkate alarak oluşturduğu Uluslararası Ülke Risk Rehberi (ICRG) daha sonra Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası gibi kurumlar ve rating (kredi derecelendirme) kuruluşları tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. ICRG kompozit risk derecelendirme modelinde on ikisi politik olmak üzere ağırlıklandırılmış olarak toplam yirmi iki gösterge kullanılmaktadır. Hükümet istikrarı, demokrasinin işleyişi, bürokrasi kalitesi, yatırım ortamı; iç karışıklıklar, dış karışıklıklar ve yolsuzluklar gibi faktörler ülke riskini etkileyen politik faktörler arasında değerlendirilmektedir. Diğer taraftan kişi başına düşen Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH), reel GSYH büyümesi, enflasyon oranı, bütçe dengesi, cari işlemler dengesi, dış borcun GSYH içindeki payı ve döviz kuru istikrarı gibi göstergeler ise ekonomik ve finansal riskler alt kategorisinde yer almaktadır (Howell, 2014). Yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicileri arasında çekici faktörler olarak değerlendirilen bu göstergelere bakarak, ekonominin kırılgan ve dolayısıyla krizlere açık bir yapıda olmasının yabancı sermaye kararlarını olumsuz bir şekilde etkilediği düşünülmektedir (Lane, 2009, 27-28).

Finansal istikrarsızlık, finansal kırılganlık ve kriz kavramları birbirleriyle yakından ilişki kavramlar olup sıklıkla bir arada kullanılmaktadır. Finansal kırılganlık kavramı Fisher ve Keynes'in yatırımların borçla finanse edilmesinin istikrarsızlıklara neden olacağı teorisine dayanmaktadır. Teoriyi 1977'li yıllarda geliştiren Minsky'e göre, yatırımlarını finanse etmede ağır borçlanmaya bağımlı olan modern kapitalist ekonomiler doğaları gereği kırılgandır (Lagunoff ve Schreft, 2001, 223). Finansal kırılganlığın kesin bir tanımı olmamakla birlikte ekonomistler, politikacılar ve finansal kurumlar tarafından yapılan tanımlar benzerlik arz etmektedir. En genel anlamıyla finansal kırılganlık, ani şoklar karşısında ekonomik sistemin olumsuz şekilde etkilenme olasılığıdır. Buradaki şok kavramı ülke ekonomisini beklenmeyen şekilde etkileyen, dışsal ya da devlet müdahalesi ile kontrol altına alınamayacak bir olaydır (Essers, 2013, 61).

Fisher'e göre, özellikle üç ekonomik değişken genellikle dengesizlik içerisindedir. Bunlar, evler ve fabrikalar gibi sermaye öğeleri, reel gelir ve hisse senedi gibi gelir ögeleri ve menkul kıymet fiyatları, emtia fiyatları ve faiz oranları gibi fiyat ögeleridir. Ancak bu piyasalardaki dengesizlikler aşırı borçluluk ve deflasyonun aksine büyük ekonomik değişimlere sebep olmazlar. Fisher'e göre bu üç ekonomik ögedeki aşırı yatırım veya spekülasyonun ekonomi üzerinde ciddi bir etkiye sahip olması için bu işlemlerin ödünç para ile gerçekleştirilmiş olması gerekir. Fisher, borçlanma ve

deflasyon olmadan diğer değişkenlerdeki bozulmaların ekonomik krize yol açmayacağını öngörmektedir (Fisher, 1933, 342). Minsky'nin finansal kırılganlık tanımına göre ekonomik birimlerin gelir ve kâr gibi elde edecekleri nakit akımlarının yükümlülüklerini karşılamaya yetmediği durumlarda finansal kırılganlık oluşur (Tokucu, 2012, 197). Ekonomik birimlerden bazılarının diğerlerine göre daha fazla bilgi sahibi olması durumu olan asimetrik enformasyon ya da bilgi kavramını ilk kez 1981 yılında sermaye piyasalarına uyarlayan Stiglitz ve Weiss'e göre ödünç alıcı ve ödünç verici (bankalar) arasındaki bilgi asimetrisi ödünç alıcıların nitelikleri konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Ödünç alıcılar kredi riskleri konusunda ödünç vericilere göre daha doğru bilgiye sahiptir (Stiglitz ve Weiss, 1981, 393-394). Ödünç vericilerin ödünç alıcılarla ilgili risk analizini doğru bir şekilde yapamaması her iki risk grubuna da aynı oranda faiz oranı uygulanması sonucunu doğuracaktır. Bir süre sonra düşük risk grubunda bulunanlar piyasadan çekilecektir. Bu ters seçim mekanizması çoğunlukla yüksek risk grubuna kredi sağlamış olan bankaların kredilerinde bozulmalara sebep olacak ve bankacılık sisteminde kırılganlıklara yol açacaktır (Sijben, 1993, 485).

2. Finansal Kırılganlıklar ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz

2.1. Literatür İncelemesi

Shamsuddin (1994), DYY'nin ekonomik belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmada çapraz kesit verileri ile 36 az gelişmiş ülkenin 1983 yılına ait DYY girişlerini incelemiştir. Tek denklemli ekonometrik modellerden sıradan en küçük kareler (EKK) yönteminin kullanıldığı çalışmada yatırım yapılan ülkenin pazar büyüklüğü en önemli faktör olarak belirlenmiş, kişi başına borç oranı ile ölçülmüş olan yatırım ortamındaki zayıflıkların ve ekonomik istikrarsızlığın da DYY girişlerini azaltıcı etki yaptığı ortaya konmuştur. Hernandez ve Rudolph (1997), 22 GOÜ'ye ait 1986-1993 yıllık verilerini panel veri ile analiz ettikleri çalışmada reel döviz kuru dalgalanmaları ve dış borç göstergeleri ile yabancı sermaye akımları arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Chakrabarti (2001), gelişmiş ve GOÜ'lerden oluşan toplam 135 ülkeye yönelik DYY girişlerinin belirleyicilerini Leamer'ın bağlayıcı uç analizini kullanarak analiz etmiştir. Ev sahibi ülkelerin 1994 yılına ait hem ekonomik hem de politik göstergelerinin dahil edildiği çalışmada DYY girişlerini etkileyen en önemli faktörün pazar büyüklüğü olduğu görülmüştür. Garibaldi vd. (2002), 26 geçiş ülke ekonomisine yönelik DYY ve portföy yatırımlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada 1990-1992 ve 1990-1999 yıllarına ait değişkenleri sıradan EKK yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre DYY girişleri makroekonomik istikrar, ekonomik reformlar, ticaret serbestliği, doğal kaynaklar, özelleştirme yöntemleri, yabancı sermaye girişindeki engeller ve ülke riski gibi faktörler tarafından belirlenmektedir. Diğer yandan portföy yatırımları, temel ekonomik göstergelerle açıklanamamıştır. Portföy yatırımlarının en güçlü açıklayıcıları finansal piyasa altyapısının varlığı ve mülkiyet haklarının korunması olmuştur.

1980-1998 yıllık verileri kullanarak Türkiye'ye yönelik DYY girişlerinin belirleyicilerini vektör otoregresif (VAR) yöntemle analiz eden Erdal ve Tatoğlu (2002), pazar büyüklüğü, altyapı ve dışa açıklık göstergeleri ile DYY girişleri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuştur. Yerel

paranın aşırı değerlenmesi ya da değer kaybetmesi dış ekonomik istikrar göstergesi olarak kullanılmış ve bu göstergedeki bozulmaların DYY girişlerini olumsuz etkilediği görülmüştür. Mehrens vd.'nin (2002), 1985-1999 yılları verilerini kullanarak ABD'nin ASEAN-5 (Tayland, Singapur, Malezya, Filipinler, Endonezya) ülkelerinde yaptığı DYY'nin belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada, Filipinler dışındaki tüm ülkelerde pazar büyüklüğü, ihracat, döviz kuru, risk ve yolsuzluk göstergeleri ile anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Amaya ve Rowland'ın (2004), 53 yükselen ülke ekonomisine yönelik DYY ve portföy yatırımlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmalarında portföy girişlerini açıklayan faktörler olarak GSYH ve kamu borcu/gelirler bulunmuş, diğer yandan DYY yatırımlarını açıklayan faktörler olarak GSYH, Kişi başına düşen GSYH, kamu borcu/gelirler ve kamu faiz ödemeleri/gelirler oranı bulunmuştur. Çok uluslu Alman bankalarının lokasyon seçimindeki en temel belirleyicilerini araştıran Wezel (2004), 1994-2001 yılları arasında Merkez ve Doğu Avrupa, Latin Amerika ve Asya'da bulunan 20 yükselen ülke ekonomisinin verilerini kullanmıştır. Makroekonomik ve finansal risk göstergelerinin de dahil edildiği çalışmada, kişi başına düşen GSYH ve ticaret bağları ile yatırımlar arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken erken uyarı göstergeleri literatüründen faydalanılarak modele dahil edilmiş olan M2/Rezervler göstergesi ile DYY girişleri arasında yüksek düzeyde anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Busse ve Hefeker'in (2007), politik risk faktörleri ile DYY girişleri arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında, 83 GOÜ'ye ait 1984-2003 yılları arasına ait veriler kullanmıştır. Araştırmanın sonucunda, istikrarlı bir hükümetin varlığı, iç çatışmalar ve etnik gerilimin olmaması, temel demokratik hakların sağlanması ve kanun ve kuralların işlemesi gibi göstergeler ve DYY girişleri arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Ralhan (2006), 8 ülkenin 1970-1995 yıllarına ait yabancı sermaye akımlarını dikkate alarak yaptığı çalışmasında, tüm ülkeler için brüt döviz rezervleri ve yabancı sermayenin akımları arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki bulmuştur. Çulha (2006), Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmada, 1992-2005 dönemine ait aylık verileri kullanarak yapısal vektör otoregresif modeli ile yapılan analizde Amerika Birleşik Devletleri (ABD) kaynaklı itici faktörlerle ve Türkiye ekonomisi ile ilgili olan çekici faktörlerle anlamlı ilişki bulunmuştur. Aynı şekilde özellikle sırasıyla mali ve dış kırılganlık göstergeleri olarak kabul edilen bütçe açığı ve cari açıktaki bozulmaların sermaye girişlerini olumsuz etkilediği görülmüştür. Yapraklı (2006), 1970-2006 döneminde Türkiye'ye giriş yapan DYY'nin hangi faktörlerden etkilendiğini araştırdığı çalışmasında, yatırımların GSYİH ve dışa açıklık oranından olumlu, işgücü maliyetlerindeki artıştan, reel döviz kuru yükselişinden ve dış ticaret açığından olumsuz yönde etkilendiğini göstermiştir. Papaioannou (2009), 140 ülkeye ait politik, ekonomik ve finansal göstergeleri kullanarak yabancı sermaye akımlarını analiz ettiği çalışmasında, ICRG politik risk endeksinin sermaye akımlarının en önemli belirleyicilerinden olduğunu ortaya koymuştur.

Campos ve Kinoshita'nın (2008), genelleştirilmiş momentler yönteminin kullanarak 19 Latin Amerika ve 25 Doğu Avrupa ülkesine yönelik DYY girişlerini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yaptıkları çalışmada, kişi başına düşen GSYH, yapısal reformlar, özelleştirme, kurumsal

kalite, altyapı ve makroekonomik istikrarın göstergesi olarak kullanılan enflasyon değişkenleri anlamlı bulunmuştur. Alfaro vd. (2008) de 122 GOÜ verisini kullanarak yaptıkları çalışmalarında politik istikrar ve kurumsal kalite göstergeleri ile yabancı sermaye akımları arasında pozitif ve güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Albulescu vd. (2010) Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik DYY girişlerinde piyasa büyüklüğü, dışa açıklık oranı, işçi verimliliği ve borç verme faiz oranı ile DYY girişleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Aynı şekilde Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerinde istikrarlı bir finansal sistemin varlığının DYY girişlerinde önemli bir rolü olduğu ortaya konmuştur.

Krifa-Schneider ve Matei'nin (2010), sabit etkili panel veri modeli ile 33 GOÜ ve geçiş ekonomisinin 1996-2008 yıllarına ait DYY girişlerini inceledikleri çalışmada politik risk ile DYY girişleri arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Vijayakumar vd. (2010), 1975-2007 döneminde BRICS ülkelerine yönelik DYY girişlerinin belirleyicilerini GSYH, işçi maliyetleri, altyapı, reel efektif döviz kuru ve brüt sermaye formasyonu olarak bulmuşlardır. Wildmann (2010), Alman bankalarının yükselen ekonomilerdeki portföy yatırımlarının belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmasında yurt içi krediler/GSYH oranı, yüksek borçlanma faiz oranı/mevduat faiz oranı, yüksek temerrüt riskinin, düşük M2/Rezervler oranının ve yüksek enflasyon oranının portföy yatırımlarını olumsuz etkilediği ortaya koymuştur. Yıldıran'ın (2010), yabancı sermaye yatırımları ile finansal risk unsurları arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, risk unsurları ile sermaye girişleri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuş olmasına rağmen yatırımcıların ülkelerin büyüme potansiyellerine daha fazla önem verdikleri görülmüştür.

Hayakawa vd. (2011) ÇUŞ'ların DYY kararlarını etkileyen politik ve finansal risk faktörlerini belirlemek üzere 60'ı GOÜ olmak üzere 90 ülkenin 1987-2007 yıllarına ait DYY girişlerini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda yatırım kararlarının verilmesinde politik risklerin finansal risklere göre daha fazla önem arz ettiği görülmüştür. Ranjan ve Agrawal (2011), BRIC ülkelerine yönelik DYY girişlerinin belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmalarında 1975-2009 yılları arasında bu ülkelere yönelik yıllık DYY girişlerini kullanarak panel veri analizi yapmışlardır. Analiz sonucunda pazar büyüklüğünü gösteren GSYH, dışa açıklık göstergesi olarak çalışmaya dahil edilmiş olan (İhracat+İthalat)/GSYH oranı, altyapı imkanları ve işçilik maliyeti DYY girişlerini açıklayan en güçlü değişkenler olmuştur. Diğer yandan etkileme gücü daha az olsa da ekonomik istikrar göstergesi olarak kullanılmış olan enflasyon oranı ile DYY girişleri arasında da negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Khachoo ve Khan (2012), panel veri analizi kullanarak uzun vadede GOÜ'lere yönelik DYY girişlerinin belirleyicilerini tahmin etmeye çalışmışlardır. 1982-2008 dönemine ait verilerin kullanıldığı çalışmada DYY girişleri pazar büyüklüğü (GSYH), toplam rezervler, işçi maliyeti ve dış ülkelere açıklık ((İhracat+İthalat)/GSYH) göstergelerinin bir fonksiyonu olarak modellenmiştir. Analiz sonucunda dışa açıklık göstergesi hariç tüm değişkenler yüksek düzeyde anlamlı bulunmuştur.

Gümüş ve Duru'nun (2013), Türkiye'de yabancı portföy yatırımları ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında kullanılan değişkenlerden sadece sanayi üretim endeksinin yabancı portföy yatırımlarına etkisi olduğu görülmüştür. Devi ve Ali (2013),

Hindistan'a yönelik DYY girişlerinin makroekonomik belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada yurt içi iş ortamını ve Hindistan'ın uluslararası arenadaki kredibilitesini önemli ölçüde etkileyen büyüme oranı, enflasyon, sanayi üretim endeksi ve ihracat değişkenlerinin DYY girişlerini de önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Arık vd. (2014), Türkiye'nin de dahil olduğu 8 yükselen ülke ekonomisine yönelik DYY'lerin belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada 1990-2011 dönemine ait verileri panel veri analizi ile incelemişlerdir. ev sahibi ülkenin piyasa büyüklüğünün, ülkelerin dışa açıklık oranının ve ev enflasyon oranının DYY girişlerini etkilediği görülmüştür. 1997-2010 döneminde Türkiye'ye giriş yapan portföy yatırımları ile risk unsurları arasındaki ilişkiyi inceleyen Kaya (2015), risk göstergeleri olarak ICRG tarafından kullanılan politik, ekonomik ve finansal risk faktörlerini dikkate almıştır. Çalışmanın sonucunda, net portföy yatırımları ile finansal risk göstergeleri arasında pozitif, politik risk göstergeleri arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur. Ekonomik risk göstergeleri ile ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Çin'e giriş yapan portföy yatırımlarının belirleyicileri üzerine çalışan Ahmad vd. (2015) de GSYH, döviz kurları, nüfus büyümesi, doğrudan yatırımlar ve dış borç ile anlamlı ilişki bulmakla birlikte, modeli açıklayan en güçlü göstergenin dış borç olduğunu ortaya koymuşlardır.

2.2. Veri Seti ve Araştırma Hipotezi

Çalışmada Türkiye, Brezilya, Arjantin, Meksika, Tayland ve Rusya'ya 1992-2014 döneminde giriş yapan DYY ve portföy yatırımları ile finansal kırılganlık göstergeleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Seçilen ülkelerin ortak özellikleri finansal ve ekonomik krizlere maruz kalmış olmaları ve büyüme için yüksek oranda yabancı sermayeye bağımlı olmalarıdır. Ayrıca ülkelerin tümü, birçok yatırım bankası ve uluslararası finans kuruluşlarınca yapılan kırılgan ülke sınıflandırmalarında yer almıştır. Verilerin başlangıç tarihi olarak 1992 yılının seçilmesinin nedeni ise yabancı sermaye akımlarının bu dönemden itibaren bu ülkelerde hız kazanmış olmasıdır. Çalışmada kullanılan tüm değişkenlere ait veriler yıllık ve oran değişken şeklindedir. Veriler Dünya Bankası'na ait World Development Indicators (2014), IMF'nin veri tabanı olan International Financial Statistics, Bank for International Settlements (BIS) ve ülkelerin merkez bankalarının online verileri kullanılarak elde edilmiştir. Çalışma, STATA programında Panel Veri Analizi uygulaması kullanılarak analiz edilmiştir.

Bağımlı değişkenler olarak DYY ve portföy yatırımları girişlerinin GSYH içindeki payı alınmıştır. Portföy yatırımları olarak tahvil ve hisse senetleri değerlendirilmeye alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise öncü göstergeler literatüründen faydalanılarak seçilmiştir. Seçilmiş olan değişkenler ve açıklamaları aşağıdaki verilmiştir:

Reel Efektif Döviz Kuru (REK): Bu gösterge yerli paranın diğer para birimlerine karşı değerini gösteren en iyi ölçütlerden biridir. Ülkelerin en fazla ticaret yaptığı temel para birimlerine karşı ülke parasının fiyat endekslerine oranla ağırlıklandırılmış halidir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi, ülkelerin rekabet gücünü olumsuz etkileyerek para krizlerine neden olmaktadır. Diğer yandan özellikle ithalat bağımlısı ülkelerde yerel para biriminin aşırı değer kaybetmesi, ithalat fiyatlarını olumsuz etkileyeceği için ekonomide yavaşlamaya sebep olacaktır.

Yurt İçi Kredi Büyümesi/GSYH: Kredilerdeki aşırı büyüme enflasyonist baskıları artırdığı gibi bankacılık sisteminin kısa vadeli yükümlülüklerini de artıran bir faktördür. Yurt içi kredi büyümesi borçlu kesimlerin olası bir şok ya da krizde borçlarını geri ödeyememe riskini artırarak ekonomileri kırılgan bir yapıya sokmaktadır. Yurt içi kredilerin GSYH içindeki payı, ekonominin aşırı ısınmasını gösteren önemli bir faktör olarak erken uyarı sinyalleri literatüründe sıklıkla kullanılmaktadır.

M2/Uluslararası Rezervler: Bu rasyo, bir ülkenin sahip olduğu toplam rezervleri içindeki döviz rezervlerinin payını göstermektedir. Yüksek orandaki yabancı para rezervleri spekülatif ataklara yanıt vermeyi kolaylaştıran bir faktördür. Bu rasyo, bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin uluslararası rezervlerle ne ölçüde desteklendiğini gösterir. Bir para krizi yaşanması durumunda yerli para cinsinden tutulan varlıklar yabancı paraya çevrilmek istenecektir. Dolayısıyla bu rasyo merkez bankasının bu talepleri karşılayabilme ve döviz kurlarını kontrol altına alabilme yeteneğini göstermektedir. GOÜ'lerin uluslararası rezervlerinin düşük olması bu ülkeleri bankacılık ve döviz krizlerine karşı kırılgan bir duruma getirmektedir.

Dış Borç/GSYH: Ülkelerin dış borç yükünü göstermek için kullanılan birçok gösterge bulunmaktadır. Bunlar belli bir dönemdeki dış borç stoğunu ölçen göstergeler olduğu gibi dış borcun ihracat gelirleriyle ya da döviz rezervleriyle karşılanabilme oranlarını gösteren rasyolar şeklinde de olabilmektedir. Dış borç rasyoları ülkelerin güvenilirliğinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi risk değerlemelerinde de önemli bir ölçüt olmaktadır. Bu çalışmada dış borçluluk durumunun ölçülmesinde en yaygın olarak kullanılan göstergelerden biri olan dış borç/GSYH rasyosu kullanılmıştır. Bu rasyo ülkenin kredibilitesini ve borç ödeyebilme kapasitesini gösterir. Rasyonun yüksek olması ülkenin dışa bağımlılığının bir göstergesidir ve piyasalarda güvenin azalması ile ülkeden sermaye kaçışı yaşanmasına sebep olur.

Dış Ticaret Dengesi/GSYH: Erken uyarı sinyalleri olarak da kullanılan bu gösterge ihracat ve ithalat arasındaki fark olarak ölçülen dış ticaret dengesinin GSYH'ye oranıdır. Özellikle kriz öncesi dönemde yerel paranın aşırı değerlenmesine bağlı olarak görülen ihracat azalışı ve ithalat artışının ödemeler bilançosunu olumsuz etkileyerek krizlere sebep olduğu düşünülmektedir. Özellikle üretimi ve ihracatı ithal girdilere bağlı olan ülkelerde dış ticaret açığı kaynaklı finansal kırılganlıklar bulunmaktadır.

Bu çalışmanın araştırma konusu yabancı sermaye yatırımlarının finansal kırılganlık göstergeleriyle olan ilişkisini ortaya koymaktır. Yukarıda tanıtılmış olan göstergeler ve birinci bölümde değinilmiş olan teorik çerçeve kapmasında çalışmanın temel hipotezi:

H: Finansal kırılganlık göstergeleri ile yabancı sermaye yatırımları arasında ilişki vardır şeklinde oluşturulmuştur.

2.3. Yöntem ve Model

Ekonometrik analizlerde kullanılan veriler zaman serisi, yatay kesit ve karma verilerdir. Karma veriler hem yatay kesit hem de zamana göre değişimi gösteren verilerdir. Diğer bir

ifadeyle, zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birleşmesinden oluşmaktadır. Karma verilerde yatay kesit birimlerinin değişim göstermediği ancak aynı yatay-kesit birimlerinde zamana göre değişim görülen karma veri türüne panel veri denmektedir. Panel veri, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamada zaman serileri ya da yatay kesit yaklaşımlarının yeterli olmadığı durumlarda ikisinin bir arada kullanılmasına imkân veren bir yöntemdir (Geriş, 2013, 7). Bu çalışmada da hem yatay kesit hem de zaman serisi verileri kullanıldığı için en uygun model olarak panel veri yöntemi seçilmiştir. Panel veri analizinde klasik model, sabit etkiler modeli ya da rassal etkiler modelinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için kullanılacak testler: F testi, Olabilirlik Oranı (LR) testi, Score testi ve Hausman testidir. Uygulanan testler sonucunda sabit etkiler modelinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çalışmanın hipotezinin test edilmesi amacıyla DYY ve portföy yatırımların için aşağıdaki şekilde iki ayrı model kurulmuştur.

Model 1:

$$dyygsyh_{it} = \beta_0 + \beta_1 rek_{it} + \beta_2 kredgsyh_{it} + \beta_3 m2rezerv_{it} + \beta_4 diborgsyh_{it} + \beta_5 ditcaretgsyh_{it} + u_{it} \quad (3.1)$$

Model 2:

$$pygsyh_{it} = \beta_0 + \beta_1 rek_{it} + \beta_2 kredgsyh_{it} + \beta_3 m2rezerv_{it} + u_{it} \quad (3.2)$$

Portföy yatırımlarının modellenmesi aşamasında, Dış Borç/GSYH ve Dış Ticaret/GSYH göstergeleri ile portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığından bu değişkenler modele dahil edilmemiştir.

(3.1) ve (3.2) nolu eşitliklerdeki değişkenlere ait açıklamalar Tablo 1'de verilmiştir. Eşitliklerdeki 'i' 6 ülkeyi ve 't' 1992-2014 dönemindeki her bir yılı göstermektedir.

Tablo 1: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Türü	Kodu	Açıklaması
Bağımlı Değişkenler	dyygsyh	DYY'nin GSYH İçindeki Payı
	pygsyh	Portföy Yatırımları'nın GSYH İçindeki Payı
Bağımsız Değişkenler	rek	Reel Efektif Döviz Kuru
	kredgsyh	Yurtiçi Kredilerin GSYH İçindeki Payı
	m2rezerv	M2 Para Arzının Uluslararası Rezervlere Oranı
	diborgsyh	Dış Borcun GSYH İçindeki Payı
	ditcaretgsyh	Dış Ticaret Dengesinin GSYH'ye Oranı

2.4. Bulgular

Modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun bulunduğu durumlarda dirençli tahminciler veren Driscoll Kraay Testi kullanılmaktadır. Driscoll Kraay yatay kesit ortalamaları serisi için Newey-West türü düzeltme yapmaktadır. Standart hata tahminlerinin bu şekilde düzeltilmesi kovaryans matris tahmincilerinin tutarlılığı garantilemektedir (Tatoğlu, 2012, 199).

Tablo 2'de Model 1'e ait tahmin sonuçları görülmektedir. Modelin F değeri (22.71) ve bu değere ilişkin olasılık değeri (0.019) modelin bir bütün olarak geçerli olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifade ile Model 1'den elde edilen tahmini katsayılara güvenilerek değerlendirmeler yapılabileceği söylenebilir. R^2 değeri modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişkenliğin yüzde kaçını açıkladığını göstermektedir. Buna göre, Model 1 için hesaplanan R^2 değerine (0.0716) dayanılarak finansal kırılganlık göstergeleri olarak model dahil edilmiş olan bağımsız değişkenlerin DYY girişlerinin % 7'sini açıkladığı söylenebilir.

Tablo 2: Model 1 için Driscoll Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Driscoll Kraay Standard Hataları	t Değeri	Olasılık Değeri
rek	-0.0000807	0.0000366	-2.2	0.079
kredgsyh	0.0000251	0.0000658	0.38	0.719
m2rezerv	-0.0011645	0.0005105	-2.28	0.071
diborgsyh	-0.0000101	0.0001047	-0.1	0.927
ditcaretgsyh	0.0001884	0.0005444	0.35	0.743
sabit terim	0.0265253	0.0057388	4.62	0.006
N:138	F (5, 5): 22.71			
R-kare: 0.0716	Prob > F : 0.019			

Tahmin sonuçlarının katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde REK ve M2/Rezervler değişkenlerinin katsayılarının %90 güven düzeyinde anlamlı ve negatif olduğu görülmektedir. Yurt içi krediler/GSYH, Dış Borç/GSYH ve Dış Ticaret/GSYH ile DYY girişleri arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Katsayıların beklendiği gibi negatif çıkması REK ve M2/Rezervler değişkenlerinin DYY girişleri olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. REK değişkeni ile ilgili çıkan sonuç, REK ile DYY girişleri arasında ters yönlü ilişki bulmuş olan Vijayakumar vd.'nin (2010), Chakrabarti'nin (2001) ve Hernandez ve Rudolph'un (1997) çalışmalarını desteklemektedir. M2/Rezervler ile DYY girişleri arasındaki negatif yönlü ilişki, Alman bankalarının yatırımlarını inceleyen Wezel'in (2004) bulgularını desteklemektedir. Yurt içi kredi büyümesi ve dış borç göstergeleri Amaya ve Rowland'ın (2004) çalışmasında olduğu gibi anlamlı bulunmamıştır. Aynı şekilde Ralhan (2006) da Arjantin, Brezilya ve Meksika'nın dış borç göstergeleri ile DYY girişleri arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Tablo 3'te Model 2'ye ait tahmin sonuçları görülmektedir. Modelin F değeri (4.80) ve bu değere ilişkin olasılık değeri (0.0619) modelin bir bütün olarak geçerli olduğunu göstermektedir.

Model 2 için hesaplanan R^2 değerine (0.0721) dayanılarak finansal kırılganlık göstergeleri olarak model dahil edilmiş olan bağımsız değişkenlerin portföy yatırımları şeklinde olan yabancı sermaye girişlerinin % 7'sini açıkladığı söylenebilir.

Tablo 3: Model 2 için Driscoll Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Driscoll Kraay Standard Hataları	t Değeri	Olasılık Değeri
rek	0.000264	0.0000893	2.96	0.032
kredgsyh	0.0002826	0.0000933	3.03	0.029
m2rezerv	-0.000185	0.0005369	-0.34	0.744
sabit terim	-0.000785	0.0060343	-0.13	0.902
N: 138	F (3, 5): 4.80			
R-kare: 0.0721	Prob > F : 0.0619			

Tahmin sonuçlarının katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde REK ve yurt içi kredi büyümesi değişkenlerinin katsayılarının %90 güven düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Modelde REK ile portföy yatırımları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Katsayıların pozitif çıkması REK ve yurt içi kredi büyümesinin portföy girişlerini olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Benzer sonuçlar Alman bankalarının yükselen ekonomilerdeki portföy yatırımlarını risk faktörleri açısından inceleyen Wildmann'ın (2010) çalışmasında da bulunmuştur. Wildmann'a göre yerel paradaki değer kaybı yükselen ekonomilerin borsalarını ucuz duruma getirerek hisse senetlerine olan yatırımları artırmaktadır. Aynı şekilde yurt içi kredilerdeki büyüme her ne kadar risk unsuru olarak modele dahil edilmiş olsa da, yüksek getiri arayışında olan portföy yatırımcıları tarafından avantajlı bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Çıkan sonuçlar, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları ile finansal risk unsurları arasında pozitif ilişki bulan Kaya'nın (2015) çalışmasıyla benzerlik göstermektedir.

Modellerin sonuçları bir bütün olarak değerlendirildiğinde finansal kırılganlık göstergeleri ile yabancı sermaye yatırımları arasında ilişki olduğu yönündeki temel hipotez kabul edilmektedir. Ancak bu değişkenlerin modeli açıklama gücü oldukça zayıftır. Çıkan sonuç, finansal risk göstergeleri ile DYY girişleri arasında ters yönlü ancak zayıf bir ilişki bulan Yıldıran'ın (2010) çalışmasını desteklemektedir. Finansal risk unsurları ile pazar büyüklüğü değişkenlerini karşılaştıran Yıldıran (2010), yatırımcılar açısından pazar büyüklüğünün çok daha önemli bir gösterge olduğunu ortaya koymuştur. Çok uluslu şirketlerin GOÜ'lere yönelik yatırım kararlarında politik ve finansal risk faktörlerinin önemini karşılaştıran Hayakawa vd. (2011), politik risk faktörlerinin çok daha önemli olduğunu ortaya koymuşlardır. Aynı şekilde, DYY ve portföy yatırımlarını politik, ekonomik ve finansal risk göstergelerini kullanarak açıklamaya çalışan Papaioannou (2009) da ekonomik ve finansal göstergelerin yatırımları açıklama gücünü düşük, politik risk göstergelerinin ise açıklama gücünü oldukça yüksek bulmuştur.

Sonuç

Bu çalışmada çekici faktörler olarak kabul edilen finansal kırılganlık göstergeleri üzerinde durulmuştur. Finansal sistemin krizlere açık olduğu durumu ifade etmek için kullanılan kırılganlık kavramı ilk olarak 1997 Asya krizinde gelişmekte olan ülkeler için kullanılmaya başlanmıştır. Finansal kırılganlığın ölçülmesinde kullanılan göstergeler öncü göstergeler ya da erken uyarı sinyalleri şeklinde adlandırılmaktadır. Öncü göstergeler yönteminde parasal, finansal, döviz kuru, reel sektör ve ödemeler dengesi ile ilgili birçok gösterge kullanılmaktadır. Krizlerden önce belli bir eşik değerini aşarak sinyal veren göstergeler krizlerin tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Ancak farklı göstergelerin farklı tür krizlerde uyarı vermesi ve krizlerin çıkış şekillerinin çoğu zaman birbirlerinden farklı olması bu göstergelerin krizleri tahmin etme gücünü sınırlayan bir faktör olmuştur.

Finansal kırılganlık göstergeleri ile uluslararası sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada öncü göstergeler literatüründe krizlerin en iyi tahmin edicileri olarak kabul edilen göstergeler kullanılmıştır. Bu bağlamda, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları girişlerinin GSYH içindeki payının finansal kırılganlık göstergeleri olan reel efektif döviz kuru, yurt içi kredilerin GSYH içindeki payı, M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı, dış borcun GSYH içindeki payı ve dış ticaret dengesinin GSYH'ye oranı ile ilişkisi ortaya konmaya çalışılmıştır. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları için iki ayrı ekonometrik model geliştirilmiş olup dış borç ve dış ticaret göstergeleri anlamlı bulunmadığı için portföy yatırımları modeline dahil edilmemiştir.

Çalışmada örnek ülkeler olarak Brezilya, Arjantin, Meksika, Tayland, Rusya ve Türkiye seçilmiş olup, 1992-2014 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Çalışmada panel veri yöntemlerinden sabit etkiler modeli kullanılmış olup regresyon tahmini Driscoll Kraay tahmin edicisi kullanılarak yapılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre reel efektif döviz kuru ve M2 para arzının uluslararası rezervlere oranı ile doğrudan yabancı yatırımları arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Reel efektif döviz kuru ve yurt içi kredi büyümesi ile portföy yatırımları arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ancak modeller bir bütün halinde değerlendirildiğinde finansal kırılganlık göstergeleri ile uluslararası sermaye akımları arasında güçlü bir ilişkinin varlığından söz edilememektedir. Hem doğrudan yabancı yatırım hem de portföy yatırımlarında değişkenlerin modeli açıklama gücü zayıftır.

Uluslararası sermaye akımlarını etkileyen faktörler konusunda varılmış bir görüş birliği olmamakla birlikte, yabancı sermaye yatırımlarını açıklayan en temel faktörlerin ülkelerin pazar büyüklükleri, büyüme potansiyelleri, makroekonomik ve politik istikrar olduğunu gösteren birçok çalışma bulunmaktadır. Yapılan diğer ampirik çalışmalarda da bu çalışmada olduğu gibi finansal risk faktörlerinin yatırım kararlarına olan etkisinin görece düşük olduğu görülmüştür. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve politik anlamda yabancı yatırımcıları cezbedecek bir ortam yaratılması, yabancı sermayenin bu ülkelere girişini kolaylaştıracağı gibi geçici finansal türbülansların da sermaye kaçışlarına izin verilmeden atlatılmasını sağlayacaktır. Finansal kırılganlık göstergelerinin uluslararası sermaye akımları üzerine etkisinin ölçülmesi ile bu alanda az sayıda yapılmış olan çalışmalara bir katkı sağlandığı düşünülmektir.

Kaynaklar

AHMAD, Fayyaz, DRAZ, Muhammad ve YANG, Su-chang. (2015). "Determinants of Foreign Portfolio Inflows: Analysis and Implications for China", *Asian Journal of Finance&Accounting*, 7(2): 66-77.

ALBULESCU, Claudiu Tiberiu, BRICIU, Lucian, COROIU, Sorina Ioana. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment in CEECS: The Role of Financial Stability", *Czech Economic Review*, 5(1): 27-45.

ALFARO, Laura, KALEMLI-OZCAN, Şebnem ve VOLOSOVYCH, Wadym. (2008). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", *Review of Economics and Statistics*, 90(2): 347-368.

AMAYA, Carlos Andrés G. ve ROWLAND Peter. (2004). "Determinants Of Investment Flows Into Emerging Markets", Bogota: Banco de La República de Colombia, *Borradores de Economia*, 313: 1-55.

ARIK, Şebnem, AKAY, A. Beyhan ve ZANBAK, Mehmet. (2014). "Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(2): 97-110.

BUCKLEY, Peter J. ve CASSON, Marc C. (1976). The Future of the Multinational Enterprise, London: The Macmillan Pres.

BUSSE, Matthias ve HEFEKER, Carsten. (2007). "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", *European Journal of Political Economy*, 23(2): 397-415.

CAMPOS, Nauro ve KINOSHITA, Yuko. (2008). "Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America", *CEPR Discussion Paper*, 6690: 1-37.

CHAKRABARTI, Avik. (2001). "The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions", *Kyklos*, 54(1): 89-114.

ÇULHA, Ali Aşkın. (2006). "A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey", *Central Bank Review*, 2: 11-35.

DEVI, Sharmila ve ALI, Saifil. (2013). "An Empirical Examination of Foreign Direct Investment in India", *Research Journal of Economics & Business Studies*, 2(12): 42-48.

DOĞUKANLI, Hatice. (2008). Uluslararası Finans, Genişletilmiş 2. Baskı, Adana: Karahan Yayınları.

EMİR, Mustafa ve BANK, Semra. (2009). "Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi", *MUFAD Dergisi*, 1(41): 53-62.

ERDAL, Fuat ve TATOĞLU, Ekrem. (2002). "Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey", *Multinational Business Review*, 10(1): 1-21.

ESSSERS, Dennis. (2013). "Developing Country Vulnerability in Light of the Global Financial Crisis: Shock Therapy?", *Review of Development Finance*, 3(2): 61-83.

FISHER, Irving. (1933). "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1(4): 337-357.

GARIBALDI, Pietro, MORA, Nada, SAHAY, Ratna ve ZETTELMEYER, Jeromin. (2002). "What Moves Capital to Transition Economies? ", *IMF Working Paper*, No. WP/02/64.

GÜMÜŞ, Gülüzar Kurt ve GÜNGÖR, Bener. (2013). "The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables", *European Scientific Journal*, 9(34): 209-226.

GÜRİŞ, Selahattin, ÇAĞLAYAN, Ebru ve GÜRİŞ, Burak. (2013). EViews ile Temel Ekonometri, İstanbul: Der Yayınları.

HAYAKAWA, Kazunobu, KIMURA, Fukunari ve LEE, Hyun-Hoon. (2011). "How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?", *IDE Discussion Paper*, 281: 1-30.

HERNANDEZ, Hernandez ve RUDOLPH, Heinz. (1997). "Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is a Generalized Reversal Likely?", *Cuadernos de Economia*, 34(102): 237-266.

HOWELL, Llewellyn D. (2014). "International Country Risk Guide Methodology", (Çevrimiçi), http://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf, 29.12.2014

HYMER, Stephen Herbert. (1976). The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Cambridge: The MIT press.

KARAN, Mehmet Baha. (2011). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Ankara: Gazi Kitabevi.

KARLUK, Rıdvan. (2009). Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika, 9. Baskı, İstanbul: Beta Basım.

KAYA, Emine. (2015). "Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(4): 611-623.

KAYMAKÇI, Oğuz, AVCI, Nuri ve ŞEN, Recep. (2007). Uluslararası Ticarete Giriş: Teori, Politika ve Uygulama, Ankara: Nobel Yayın.

KHACHOO, Ab Quyoom ve KHAN, Mohd Imran. (2012). "Determinants of FDI Inflows to Developing Countries: A Panel Data Analysis", *Munich Personel RePEc Archive*, No. 37278.

KNICKERBOCKER, Frederick T. (1973). "Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise", *The International Executive*, 15(2): 7-9.

KRIFA-SCHNEIDER, Hadjila ve MATEI, Iuliana. (2010). "Business Climate, Political Risk and FDI in Developing Countries: Evidence from Panel Data", *International Journal of Economics and Finance*, 2(5): 54-65.

LAGUNOFF, Roger ve SCHREFT, Stacey. (2001). "A model of Financial Fragility", *Journal of Economic Theory*, 99(1-2): 220-264.

LANE, Philip. (2009). "The Global Crisis and Capital Flows to Emerging Markets", In: Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, Ed. By Mathias Dewatripont, Xavier Freixas, and Richard Portes, London: CEPR

MEHRENS, Dorothy, MANIAM, Balasundram ve BEXLEY, James. (2002). "A Survey of Determinants of US Foreign Direct Investment in ASEAN-5 Countries", *Journal of Economics and Economic Education Research*, 3(1): 90-106.

PAPAIOANNOU, Elias. (2009). "What Drives International Financial Flows? Politics, Institutions and Other Determinants", *Journal of Development Economics,* 88(2): 269-281.

RALHAN, Mukesh. (2006). "Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis", University of Viktoria, *Econometrics Working Paper*, No. 0601.

RANJAN, Vinit ve AGRAWAL, Gaurav. (2011). "FDI Inflow Determinants in BRIC Countries: A Panel Data Analysis", *International Business Research*, 4(4): 255-263.

SEYİDOĞLU, Halil Seyidoğlu. (2013). Uluslararası İktisat - Teori, Politika ve Uygulama, Geliştirilmiş 18. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.

SHAMSUDDIN, Abul F. (1994). "Economic Determinants of Foreing Direct Investment in Less Developed Countries, *The Pakistan Development Review*, 33(1): 41-51.

SIJBEN, Jac J. (1993). "Credit Markets, Financial Fragility, and the Real Economy", *Kredit und Kapital*, 26(4): 481-515.

STIGLITZ, Joseph E. Ve WEISS, Andrew. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, 71(3): 393-410.

ŞENER, Sefer. (2008). Yabancı Sermaye-Dünya'da ve Türkiye'de Tarihsel Perspektiften, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

TOKUCU, Erkan. (2012). "Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 67(2): 189-212.

VERNON, Raymond. (1966). "International Investment and International Trade in the Product Cycle", *Quarterly Journal of Economics*, 80(2): 190-207.

VIJAYAKUMAR, Narayanamurthy, SRIDHARAN, Perumal ve RAO, Kode Chandra Sekhara. (2010). "Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis", *International Journal of Business Science and Applied Management*, 5(3): 1-13.

WEZEL, Torsten. (2004). "Foreing Bank Entry into Emerging Economies: An Empirical Assessment of the Determinants and Risk Predicated on German FDI Data", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 01: 1-37.

WILDMANN, Christian. (2010). "What Drives Portfolio Investments of German Banks in Emerging Capital Markets?", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 4: 1-34.

YAPRAKLI, Sevda. (2002). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, 21(2): 23-48.

YERDELEN, Ferda Tatoğlu. (2012). Panel Veri Ekonometrisi, İstanbul: Beta Basım.

YILDIRAN, Mustafa. (2010). "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağımlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar", *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(2): 1-20.