YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY SENEDİ PİYASASI ÜZERİNE ETKİLERİ

Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Genel İşletme Doktora Programı

Serkan DURMAZ

Danışman: Prof. Dr. Ender COŞKUN

Haziran, 2024
DENİZLİ

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza

Serkan DURMAZ

ÖN SÖZ

Doktora tezimin hazırlanması aşamasında kıymetli fikirlerini, tecrübesini, zamanını ve emeğini hiçbir zaman esirgemeyen ve her zaman destekleyip yol gösteren değerli danışman hocam Prof. Dr. Ender COŞKUN'a teşekkürü bir borç bilirim.

Tez jürisinde yer alarak değerli görüşleri, önerileri ve eleştirileri ile katkı sağlayan saygıdeğer hocalarım Prof. Dr. Dündar KÖK'e, Prof. Dr. Bener GÜNGÖR'e, Prof. Dr. Güven SAYILGAN'a ve Prof. Dr. Şaban NAZLIOĞLU'na teşekkürlerimi sunarım.

Doğduğum günden beri emek vererek beni bugünlere getiren, destekleyen, dualarını ve karşılıksız sevgilerini hiçbir zaman esirgemeyen anneme ve babama sonsuz sevgi ve saygılarımı sunar, her zaman desteklerini hissettirerek yanımda olan dostlarıma da ayrıca teşekkür ederim.

Bu zorlu ama bir o kadar da gurur verici serüven boyunca beni hep destekleyen, motive eden ve sevgisiyle bana güç veren hayat arkadaşım Feride DURMAZ'a ve varlığına sonsuz şükrettiğim canım oğlum Ahmet Poyraz'a teşekkürlerimi ve sevgilerimi sunarım.

Serkan DURMAZ

Haziran 2024

ÖZET

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY SENEDİ PİYASASI ÜZERİNE ETKİLERİ

DURMAZ, Serkan
Doktora Tezi
İşletme ABD
Genel İşletme Doktora Programı
Tez Yöneticisi: Prof. Dr. Ender COŞKUN

Haziran 2024, X+181 Sayfa

Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte yabancı sermaye hareketlerinin sermaye piyasaları üzerindeki etkileri birçok araştırmaya konu olmuştur. Finansal entegrasyonun artması ve teknolojinin gelişmesi yabancı sermaye giriş ve çıkışının hızlı bir şekilde gerçekleşmesine imkân sağlarken, sıcak para olarak adlandırılan portföy yatırımlarının ülke ekonomisini terk etmesi durumunda özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarını kısa vadede olumsuz yönde etkilediği literatürde geniş bir şekilde tartışma konusu olmuştur.

Çalışma kapsamında, günlük yabancı portföy yatırımlarının pay piyasalarına etkilerini tespit etmek için 03.01.2012-10.09.2023 döneminde BİST'te işlem gören 271 firmadan oluşturulan örneklem kullanılmıştır. Panel regresyon modelinin kullanıldığı çalışmada, yatırımcı türleri ve yabancılar tarafından gün bazında en çok işlem yapılan firmalara göre oluşturulan gruplar açısından Taban Genişlemesi Hipotezi, Fiyat Baskısı Hipotezi ve Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi test edilmiş ve BİST'te Taban Genişlemesi Hipotezinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada test edilen Fiyat Baskısı Hipotezinin de BİST'te geçerli olduğu ve geriye dönük 9 işlem gününe kadar yabancı yatırımcıların fiyat baskısı oluşturduğu sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak genel örneklem boyutunda yabancı yatırımcıların geri bildirime dayalı şekilde alım ve satım yapmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak firma grupları bazında yapılan analizde yabancıların en çok işlem yaptığı ilk grupta yer alan paylarda yabancı fonların ve kurumsal yatırımcıların pozitif geri bildirime dayalı yatırım yaptıkları tespit edilmiştir. Faktör modelleri kapsamında dahil edilen ortak faktörlerden KUR, FAİZ, CDS ve VIX pay senedi getirilerini negatif olarak etkilerken, MSCI pay getirilerini pozitif olarak etkilemektedir.

Bu sonuçlar, yabancı yatırımcı davranışlarının BİST bünyesindeki firmaların pay fiyatları üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu gösterirken, yapılan analizlerin günlük frekansta ve yatırımcı türüne göre olması da etkilerin daha net tespit edilmesini sağlamıştır.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Portföy Yatırımları, Taban Genişlemesi Hipotezi, Fiyat Baskısı Hipotezi, Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi, Borsa İstanbul, Döviz Kuru, Faiz Oranı

ABSTRACT

THE EFFECTS OF FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS ON THE STOCK MARKET

DURMAZ, Serkan
Doctoral Thesis
Business Administration Department
Business Administration Programme
Adviser of Thesis: Prof. Dr. Ender COŞKUN

June 2024, X+181 Pages

Following the development of financial markets, the effects of foreign capital movements on capital markets have become the subject of numerous studies. While increased financial integration and technological advancements have enabled foreign capital inflows and outflows to be realised rapidly, it has been widely debated in the literature that portfolio investments, often referred to as hot money, adversely affect the capital markets of developing countries in the short run, especially when they leave the country's economy.

In this study, a sample comprising 271 firms listed on BIST during the period from January 3, 2012, to September 10, 2023, was utilized to examine the impact of daily foreign portfolio investments on equity markets. The study employed a panel regression model to test the Base Broadening Hypothesis, the Price Pressure Hypothesis and the Feedback Trading Hypothesis, focusing on groups categorized by investor types and the firms most actively traded by foreign investors on a daily basis and the findings reveal that the Base Broadening Hypothesis holds true for BIST. Furthermore, the study provides evidence supporting the validity of the Price Pressure Hypothesis indicating that foreign investors exert price pressure on the market for up to nine trading days in retrospect. Finally, it was concluded that foreign investors do not engage in feedback-based buying and selling across the overall sample. However, the analysis conducted at the firm group level revealed that foreign funds and institutional investors engage in positive feedback trading in the shares of the firms ranked in the top group for the highest trading activity by foreign investors. Among the common factors included within the factor models, KUR, FAİZ, CDS, and VIX negatively affect stock returns, whereas MSCI positively influences stock returns.

These results indicate that the behavior of foreign investors has a significant impact on the stock prices of firms listed on BIST. Moreover, the fact that the analyses were conducted at a daily frequency and based on investor types has allowed for a clearer identification of these effects.

KeyWords: Foreign Portfolio Investments, Base Broadening Hypothesis, Price Pressure Hypothesis, Feedback Trading Hypothesis, İstanbul Stock Exchange, Exchange Rate, Interest Rate

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ i
ÖZET ii
ABSTRACT iii
İÇİNDEKİLER iv
ŞEKİLLER DİZİNİ viii
TABLOLAR DİZİNİ ix
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ x
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Uluslararası Sermaye Kavramı ve Tanımı 4
1.2. Finansal Küreselleşme 6
1.2.1. Uluslararası Para Sisteminin Tarihsel Gelişimi 8
1.2.1.1. Çift Metal Sistemi 8
1.2.1.2. Altın Para Sistemi 9
1.2.1.3. İki Dünya Savaşı Arası Dönem 11
1.2.1.4. Bretton Woods Sistemi 12
1.2.1.5. Bretton Woods Sistemi Sonrası 14
1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri 16
1.3.1. Resmi Sermaye Hareketleri 17
1.3.1.1. Resmi Krediler 18
1.3.1.2. Resmi Transferler 18
1.3.2. Özel Sermaye Hareketleri 19
1.3.2.1. Doğrudan Sermaye Hareketleri 19
1.3.2.2. Portföy Yatırımları 22
1.3.2.3. Diğer Yatırımlar 23
1.3.2.3.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri 23
1.3.2.3.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri 24
1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler 25
1.4.1. Sermayeyi İten (Push) Faktörler 26
1.4.2. Sermayeyi Çeken (Pull) Faktörler 28

İKİNCİ BÖLÜM
YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

2.1. Yabancı Portföy Yatırımı Kavramı 32
2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri 37
2.2.1. Küresel Piyasalarda Sınırların ve Kontrollerin Kaldırılması 37
2.2.2. Finansal Araçların Çeşitlilik Kazanması 38
2.2.3. Teknolojik Gelişmeler 38
2.2.4. Piyasalarda Rekabetin Artması 39
2.2.5. Ülkelere Yönelik Nedenler 39
2.2.6. Portföy Çeşitlendirmesi 40
2.2.7. Risk Faktörleri 43
2.2.7.1. Sistematik Riskler 45
2.2.7.2. Sistematik Olmayan Riskler 47
2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarını Engelleyen Nedenler 49
2.3.1. Yabancı Piyasalara Uzaklık 50
2.3.2. Yasal Düzenlemeler 51
2.3.3. Piyasa Etkinliği 51
2.3.4. Politik Risk 52
2.3.5. Maliyetler 53
2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülke Ekonomisi Üzerine Etkileri 54
2.4.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri 54
2.4.2. Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri 56
2.5. Portföy Yatırım Teorileri Kapsamında Yabancı Portföy Yatırımları 59
2.5.1. Geleneksel Portföy Teorisi 60
2.5.2. Modern Portföy Teorisi 61
2.5.3. Finansal Varlıkları Fiyatlama Teorisi 64
2.5.4. Uluslararası Finansal Varlık Fiyatlama Teorisi 67
2.5.5. Çok Faktörlü Varlık Fiyatlama Teorisi 68
2.6. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar 70
2.6.1. Sabit Getirili Finansal Araçlar 71
2.6.2. Pay Senetleri 72
2.6.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Araçları 74

2.6.4. Depo Sertifikaları 75
2.6.5. Yatırım Fonları 77
2.7. Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımları ve Gelişim Süreci 78
2.7.1. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri 81
2.7.1.1. Faiz Oranı 83
2.7.1.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık 83
2.7.1.3. BİST Pay Senedi Piyasası Getirisi 84
2.7.1.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru 84
2.7.1.5. Ekonomik Büyüme 85
2.7.2. BİST Bünyesindeki Yatırımcı Dağılımı ve Portföy Büyüklükleri 86
2.8. Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Piyasasına Etkileri 91
2.8.1. Fiyat Etkisi 91
2.8.1.1. Taban Genişlemesi Hipotezi 91
2.8.1.2. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi 92
2.8.1.3. Fiyat Baskısı Hipotezi 94
2.8.2. Volatilite Etkisi 95
2.9. Literatür Taraması 96
2.9.1. Genel Değerlendirme 96
2.9.1.1. Test Edilen Hipotezler Açısından Değerlendirme 96
2.9.1.2. Veri Seti Açısından Değerlendirme 98
2.9.2. Uluslararası Çalışmalar 101
2.9.3. Türkiye'de Yapılmış Çalışmalar 109

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY PİYASASINA ETKİLERİNİN PİYASA DİNAMİKLERİ AÇISINDAN ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi 118
3.2. Veri Seti 118
3.3. Araştırmanın Analizi Kapsamında Kullanılan Modeller 121
3.3.1. Taban Genişlemesi Hipotezi (Base-Broadening Hypothesis) 122
3.3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi (Price Pressure Hypothesis) 122
3.3.3. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi (Feedback Trading Hypothesis) 123
3.4. Ekonometrik Yöntem 124

3.4.1. Panel Veri Analizi 124
3.4.2. Panel Veri Modelleri ve Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi 126
3.4.2.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli (Pooled OLS Model) 126
3.4.2.2. Sabit Ekiler Modeli (Fixed Effect Model) 127
3.4.2.3. Rassal Etkiler Modeli (Random Effect Model) 127
3.4.2.4. Panel Veri Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi 129
3.4.3. Yatay Kesit Bağımlılığı 130
3.4.4. Panel Birim Kök Testleri 132
3.4.4.1. Pesaran – CADF Testi 132
3.4.4.2. Bai ve Ng - PANIC Testi 133
3.5. Yabancı Portföy Yatırımlarının Pay Piyasasına Etkilerinin Analizi 134
3.5.1. Taban Genişlemesi Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular 140
3.5.1.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular 143
3.5.2. Fiyat Baskısı Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular 146
3.5.2.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular 149
3.5.3. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular 151
3.5.3.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular 154
SONUÇ 158
KAYNAKLAR 165
ÖZGEÇMİŞ 181

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması 16
Şekil 2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü..... 33
Şekil 3. Uluslararası Çeşitlendirme ve Risk..... 42
Şekil 4. Portföydeki Varlık Sayısı ile Sistematik Olmayan Risk İlişkisi 45
Şekil 5. Yabancı Yatırımların Yerel Piyasalara Katkısı 58
Şekil 6. Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu..... 65
Şekil 7. Yatırımcı Uyruğuna Göre Sahip Olunan Pay Senedi Takas Oranı (%)..... 88
Şekil 8. Yatırımcı Uyruğuna Göre Pay Senedi Yatırımcı Sayısı 89
Şekil 9. Yatırımcı Uyruğuna Göre Sahip Olunan Pay Senedi Portföy Değerleri (Milyon TL)... 90

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Girişlerinin Bölgesel Dağılımı 1990-2022 (Milyar $)..... 21
Tablo 2. Varlık Büyüklüğüne Göre Gelişmiş Ülkelere Yapılan Portföy Yatırımları (Milyon $). 35
Tablo 3. 2001-2023 Yılları Arası Türkiye' ye Yapılan Portföy Yatırımları (Milyon $)..... 36
Tablo 4. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon $)..... 79
Tablo 5. Yatırımcı Uyruğu ve Kimlik Tipine Göre BİST'te Bulunan Pay Senedi Yatırımcı Sayısı ve Portföy Büyüklüğü..... 87
Tablo 6. Oluşturulan Firma Gruplarına Ait İstatistikler..... 120
Tablo 7. Analizde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Açıklamalar..... 121
Tablo 8. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler..... 134
Tablo 9. Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi..... 136
Tablo 10. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları..... 137
Tablo 11. Ana Değişkenlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları..... 138
Tablo 12. Ortak Faktörlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları..... 139
Tablo 13. Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Tüm Örneklem)..... 141
Tablo 14. Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Gruplara Göre)..... 144
Tablo 15. Yatırımcı Tipine Göre Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Gruplara Göre)..... 145
Tablo 16. Fiyat Baskısı Hipotezine İlişkin Model Sonuçları..... 147
Tablo 17. Fiyat Baskısı Hipotezinin Yatırımcı Tipine Göre Değerlendirilmesine İlişkin Model Sonuçları..... 150
Tablo 18. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezine İlişkin Model Sonuçları..... 152
Tablo 19. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezinin Yatırımcı Tipine Göre Değerlendirilmesine İlişkin Model Sonuçları..... 155

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADR’s	American Depositary Receipts
AFM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
BİST	Borsa İstanbul
BAP	Borçlanma Araçları Piyasası
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirket
ÇFM	Çok Faktör Model
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
DD	Defter Değeri
EDR’s	European Depositary Receipts
EMEA	Europe, the Middle East and Africa
F/K	Fiyat-Kazanç
GDR’s	Global Depositary Receipts
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	International Monetary Fund
ICAPM	International Capital Asset Pricing Model
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MKPD	Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu
M&As	Mergers and Acquisitions
PD	Piyasa Değeri
PP	Pay Piyasası
SDR	Special Drawing Rights
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDR’s	Turkish Depositary Receipts
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFM	Üç Faktör Model
VİOP	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
YPY	Yabancı Portföy Yatırımı

GİRİŞ

Küreselleşme, ülkelerin ekonomik, sosyal, kültürel ve siyasi bağlantılarını güçlendirerek karşılıklı bağımlılığın artmasına öncülük eden bir süreci ifade etmektedir. Bu yaklaşım, finansal kaynak akışının hızlanması ve mal ve hizmet alışverişinin artmasıyla sonuçlanmıştır. Hem yerli hem de yabancı kaynaklardan tasarruf çekilmesi, bir ülkedeki ekonomik kalkınmanın temel itici güçlerinden birisidir. Sermaye açığı yaşayan bir ülkeye yabancı tasarrufların çekilmesi hem tasarruf dengesizliğinin hem de sermaye açığının giderilmesinde önemli etkilere sahiptir.

Küreselleşmenin önemli bir unsuru olan finansal küreselleşme, ülkeler arasındaki sermaye akışının serbestleştirilmesi ve finansal piyasaların birleşmesi anlamına gelmektedir. Finansal küreselleşme süreci, özellikle 1980'lerden bu yana önemli ölçüde hızlanmış ve 1990'larda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalleşme çabaları neticesinde daha yaygın hale gelmiştir. Finansal serbestleşme, ülkelerin kendi finansal piyasalarına yabancı yatırımcıların erişimine izin vermesi ve sermayenin ülke içinde ve dışında serbest dolaşımını sağlaması anlamına gelmektedir. Bu yaklaşım sermayenin hareketini mümkün kılmış ve finansal piyasaların derinlik kazanmasını sağlamıştır. Finansal serbestleşmenin temel amacı, sermaye akışlarının serbestleştirilmesi yoluyla ekonomik büyüme ve gelişmeyi teşvik etmektir.

Yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülkelerin mali kaynaklarını ve ulusal tasarruflarını artırmaları ve bu tasarrufları yatırımlara kanalize ederek sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşmaları için hayati önem taşımaktadır. Bu nedenle, birçok gelişmekte olan ekonomi, sermaye kıtlığına çare olarak finansal serbestleşme yönünde yasalar çıkararak yabancı yatırımları çekmeye çalışmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin yabancı yatırımcılar üzerindeki kısıtlamaları kaldırması, bu ülkelerde küresel sermaye yatırımlarının artmasına yol açmıştır.

Finansal serbestleşme, yabancı sermayenin ülkeler arasında sorunsuz ve hızlı bir şekilde hareket etmesini kolaylaştırmıştır. Bir ülkede yerleşik kişi veya kuruluşların diğer ülkelerde kâr elde etmesini sağlayan yabancı sermaye yatırımları genellikle iki temel yolla gerçekleştirilmektedir. Bu iki yatırım türü doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve yabancı portföy yatırımı (YPY) olarak bilinmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları arasında belirgin farklılıklar bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar öncelikle gayrimenkul ve fiziksel varlıklar gibi somut yatırımları

kapsarken, aynı zamanda yatırım yapılan ülkeye bilgi ve teknoloji transferini de içermektedir. Öte yandan, portföy yatırımları yalnızca fon girişini kapsamaktadır.

Yabancı portföy yatırımları, uluslararası yatırımcılar tarafından bir ülkenin hisse senedi, tahvil ve diğer finansal araçları gibi varlıklarına yapılan ve doğrudan sahiplik veya kontrol içermeyen yatırımları içermektedir. 1980'lerden bu yana yatırımcılar, piyasa riskini azaltmak ve portföy çeşitlendirmesi sağlamak amacıyla kendi ülke sınırları dışındaki piyasalara yatırım yaparak gittikçe artan bir şekilde yabancı pay senetlerini portföylerine dahil etmişlerdir. Yabancı portföy yatırımları, fon sıkıntısı çeken ülke ve şirketlerin daha erişilebilir ve uygun maliyetli sermayeyi elde etmesini kolaylaştırmaktadır. Bu durum, fon fazlası olan ülkelerden sermaye girişi yoluyla sağlanmaktadır. Ayrıca, bu tür yatırımlar finansal piyasaların büyümesine katkıda bulunmakta ve borsaların işlem hacmini ve piyasa değerini artırmaktadır.

Yabancı sermaye hedef ülkeyi seçerken birden fazla parametreyi göz önünde bulundurmaktadır. Bu kriterler arasında ülkenin ekonomik ve siyasi istikrarı, etkin hukuk ve adalet sistemi, ekonomik büyüme, istikrarlı enflasyon, istikrarlı döviz kuru ve serbest ekonomi gibi unsurlar yer almaktadır. Bununla birlikte, yabancı portföy yatırımları ulusal ekonomilere borçsuz kaynak sunarken ve çeşitli projelerin hayata geçirilmesini kolaylaştırırken, kısa vadeli sermaye akımlarının doğasından kaynaklanan oynaklık, yüksek risk düzeyi ve ekonomiden aniden çekilmenin olumsuz sonuçları, sermaye hareketlerinin geleneksel amacından sapmasına ve daha spekülatif bir yapıya bürünmesine yol açmıştır. Sıcak para hareketleri olarak da bilinen yabancı portföy yatırımlarının, makroekonomik istikrarsızlıklara yol açması ve dünya çapında önemli etkileri olan finansal krizlere sebep olması nedeniyle gelişmekte olan ekonomiler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu düşünülmektedir.

Geçmişten günümüze kadar, Türkiye'ye yönelik olarak gerçekleşen yabancı portföy yatırımlarının miktarı kriz dönemleri dışında genellikle artış göstermiş ve BİST üzerinde dolayısıyla ülke ekonomisi üzerinde de önemli etkiler yaratmıştır. Bu kapsamda, yabancı portföy yatırımlarının pay piyasası üzerine etkilerinin BİST özelinde incelenmesi amaçlanan çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak uluslararası sermaye hareketlerine değinilmiştir. Bu kapsamda, uluslararası sermaye kavramı açıklanmış ve finansal küreselleşme süreci hakkında bilgi verilmiştir. Ayrıca uluslararası sermaye

hareketlerinin türleri açıklanarak söz konusu bu yatırımları belirleyen itici ve çekici faktörler incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde yabancı portföy yatırımları detaylı olarak ele alınmış olup, bu yatırımların nedenleri, yatırımları engelleyen faktörler, ülke ekonomileri üzerindeki etkileri, ve portföy yatırımlarını ilişkin modeller açıklanmıştır. Ayrıca uluslararası portföy yatırımlarında kullanılan araçlar ve Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının nedenleri ile bu yatırımların gelişim süreci ele alınmıştır. Daha sonra yabancı portföy yatırımlarının pay senedi piyasalarına olan etkilerinin analizine yönelik hipotezler açılanmış ve söz konusu yatırımların etkileri hakkındaki literatür kapsamlı olarak tartışılmıştır. Üçüncü bölümde ise, çalışmanın amacı ve önemi, çalışmada kullanılan veri seti, yöntem ve test edilen hipotezler açıklanmıştır. Daha sonra çalışma amacı kapsamında incelenen hipotezlerin analizlerinden elde edilen bulgular yorumlanmış ve sonuç bölümü oluşturulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Uluslararası Sermaye Kavramı ve Tanımı

Uluslararası sermaye kavramı, uluslararası parasal sistemin tarihsel süreci içerisinde yabancı sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasından söz konusu bu sermaye hareketlerini etkileyen faktörlere ve olası etkilerine kadar çok geniş bir alana yayılmaktadır. Bu doğrultuda, bir ülkenin mevcut sınırları içerisinde yerleşik bir bireyin başka bir ülkede yerleşik bireye fon aktarması ya da söz konusu bir varlığın satın alınması için fon göndermesi işlemini uluslararası sermaye hareketi olarak tanımlamak mümkündür. En sade haliyle ülke dışına çıkarak başka bir ülkeye giren veya ülkeden çıkan fonlar olarak anılan uluslararası sermaye akımları, deniz ötesi yatırımlar, yabancı sermaye, dış yatırımlar ve uluslararası yatırımlar şeklinde de zaman zaman ifade edilmektedir (Çetenak, 2006: 6).

Yabancı sermaye yatırımları için literatürde çok sayıda tanım bulunmaktadır. Bulutoğlu (1970), yabancı ülkelerden karşılığında herhangi bir şekilde ödeme yapılmaksızın elde edilen her türlü mali nitelikteki kaynaklar olarak tanımlamıştır. Bir diğer tanıma göre uluslararası sermaye; bir ülkenin karşılığını borçlanma veya faiz şeklinde ilerideki bir tarihte ödemek üzere, diğer ülkelerden kısa sürede ülke ekonomisine kazandırdığı ekonomik ve teknolojik kaynaklardır (Uras, 1979: 27).

Çatıkkaş (2000)' a göre yabancı sermaye; ülkelerin yeraltı ve yerüstü kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek, sahip oldukları üretim faktörlerini optimum bir şekilde değerlendirebilmek için ihtiyaç duyduğu ve ülke içinde kıt olması nedeniyle diğer ülkelerden ithalatı zorunlu olan sermayedir. Başka bir tanıma göre yabancı yatırım; gerçek ya da tüzel kişiler tarafından başka ülkelere sağlanan sermaye karşılığında herhangi bir gelir elde etmek suretiyle başka birey veya kurumlara devredilebilir halde bulunan iktisadi kaynaklardır (Seyidoğlu, 2003: 412). Yabancı sermayeyi daha geniş bir şekilde tanımlamak gerekirse; bir ülkenin bedelini daha sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan temin ettiği ve mali gücü doğrultusunda ulusal varlıklarına katabileceği iktisadi, teknolojik, hizmetsel ve bilgisel (know-how[1]) kaynaklardır (Çetenak, 2006: 7).

[1] Bir şeyi yapabilme bilgisi, teknik bilgi olarak tanımlanmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine olan etkilerinin başlangıcı her ne kadar 1970'li yıllarda Bretton Woods (uluslararası para sistemi) sisteminin çökmesi sonrasına dayandırılsa da bu sermaye akımları daha eski dönemlere kadar uzanmaktadır. Yabancı sermaye birinci dünya savaşından önceki yaklaşık üç yüzyıl kadarki süreçte nüfusun ve doğal kaynakların daha yoğun olduğu bölgelerden daha az olduğu bölgelere doğru akmıştır. Macaristan'da bulunan gümüş madenlerinin ve Almanya'daki bakır madenlerinin 16. yüzyılda İngilizler tarafından işletildikleri belirtilmektedir. 18. yüzyılda Amsterdam (Hollanda) ve Antwerp (Belçika) konumları gereği dünyanın en önde gelen iki büyük sermaye merkezi iken, 19. yüzyılın ortalarında ise liderlik İngiltere'ye geçmiştir (Dönmez, 2009: 7). 19. yüzyılın ilk yarısında İngiltere'nin ülke sanayisinin ihtiyacı olan hammadde, özellikle madenler ve petrolün çıkarılması için sömürgelerinde gerçekleştirdiği yatırımlar, uluslararası sermaye yatırımlarının başlangıcını temsil etmektedir. 1800'lü yılların ikinci yarısı ve 1900'ün başlarında Fransa ve Almanya, İngiltere'yi takip etmiş, tüm bu yaşanan gelişmelerin sonucu olarak tabii kaynak ve ucuz emek gücüne sahip Avrupa'nın hammadde ihtiyacını sağlayan sömürge devletler, Avrupa ülkelerinin en önemli yatırım merkezleri haline gelmiştir (Uras, 1979: 30).

Avrupa ülkelerine kıyasla daha sonradan sürece dahil olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD), özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan galip olarak ayrılmasının vermiş olduğu avantajla birlikte sömürge ülkelerine yapılan yatırımlarda lider konumuna gelmiş ve sonraki yıllarda da bu liderliğini sürdürmüştür. 1950'li yıllara kadar daha çok portföy yatırımları şeklinde olan yabancı yatırımlar sömürge düzeninin ortadan kalkmaya başlamasıyla beraber yerini yavaş yavaş doğrudan yatırımlara bırakmıştır. Bu süreçte savaş sonrası az gelişmiş ülkelerin vermiş olduğu kalkınma çabası ve çok uluslu şirketlerin sayısındaki artış etkili olmuştur. 1970'li yıllarda altın-dolar bağlantısının bozulmasıyla birlikte Bretton Woods parasal mekanizmada meydana gelen çöküş kapitalist ülkelerin tekrar büyük krizlere girmesine neden olmuştur. Ülkeler aynı dönemde krizlerin etkilerini hafifletmek için iç piyasada üretim düzeyinin artırılmasına ve finans piyasalarının serbestleşmesine yönelik, dış piyasada ise uluslararası ticaret ve sermaye hareketi sınırlamalarının kaldırılmasına yönelik politikalar izlemişlerdir (İnsel ve Sungur, 2003: 2).

Küresel sermaye hareketlerinin en önemli araçları mali piyasalardır. Fon fazlası bulunan bireysel ve kurumsal yatırımcılar, fon açığı bulunanlar ile finansal pazarlar

üzerinden buluşmaktadır. Piyasalarda buluşan fonlar etkin bir şekilde yatırımlara aktarılarak söz konusu yatırımların verimlilikleri artırılmaktadır. Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, sermayenin uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullar altında bir ülkeden diğerine transferinin sağlanmasıdır. Yapılan bir dış yardım niteliğinde olmamaları ise resmi sermaye akımlarından ayrışmalarını sağlayan özelliklerinden birisidir (Aslan, 2010: 36). Sermaye akımları bir ülkede yerleşik bireysel ve kurumsal düzeydeki yatırımcıların diğer ülkelerde yaptıkları arazi, üretim tesisi ve bina alımı ve buna benzer nitelikteki reel yatırımlarla, başka ülkelere transfer ettikleri yabancı bankalardaki mevduatlar, hazine bonoları, yabancı tahvil ve hisse senedi gibi finansal yatırımlardan oluşmaktadır. Bu tür işlemler ödemeler bilançosunun sermaye hesabı kalemine kaydedilmektedir. Ülkeye yabancı sermaye girişleri ödemeler bilançosu açısından alacaklı işlem, ülkeden sermaye çıkışları ise borçlu işlem olarak değerlendirilmektedir. Sermaye girişleri de mal ve hizmet ihracatında olduğu gibi ülkeye döviz kazandırıcı işlemlerdendir. Sermaye akımlarının ülkeye giriş ve ülkeden çıkış hızı çok yüksektir. Bu nedenle yabancı sermaye akımları her bir giriş ve çıkış yerine, tek bir net bakiye kalemi şeklinde gösterilmektedir (Seyidoğlu, 2003: 406).

Geçtiğimiz yıllarda az gelişmiş ülkeler yabancı fonlara, ülkenin ihtiyacı olan sermaye açığını kapatarak ucuz hammadde sağlayıp üretim maliyetlerini azaltmak, üretim düzeyini artırmak ve işsizliği azaltmak ve döviz rezervlerini iyileştirmek gibi nedenlerle talepte bulunmuşlardır. Günümüzde ise bu sebeplere ilave olarak, ülke sınırları içerisinde sağlıklı bir rekabet ortamı sağlamak, yeni teknolojik gelişmeleri ülkeye kazandırmak, know-how sahibi olmak ve geliştirmek, çevre ve doğayı korumak ve insan kaynaklarını geliştirmek gibi nedenler de yer almaktadır (Oksay, 1998: 5).

1.2. Finansal Küreselleşme

Tarihsel süreç içerisinde toplumsal hayatı sosyal, kültürel, siyasal ve ekonomik olarak hemen hemen her anlamda etkileyen küreselleşmenin daha çok ekonomik etkisinin ağır bastığı görülmektedir (Efe, 2002: 1). Globalleşmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal küreselleşme, ülkelerin mali piyasalarının uluslararası düzeyde entegrasyonudur. En basit haliyle finansal varlıkların ticaret yoluyla el değiştirmesidir. Bilişim sistemleri ve internet teknolojisindeki gelişmeler sayesinde söz konusu varlıkların takası daha ucuz, hızlı ve kolay hale gelmiştir. Öyle ki dünyanın herhangi bir yerinden tek bir tuşa basarak

finansal varlıkların ticaretinin ve transferinin yapılabildiği mükemmel iletken piyasalar ortaya çıkmıştır. Bu durumun önündeki tek engel olarak görülen sermaye kontrolleri ve uluslararası düzenlemeler de sağlanan finansal liberalizasyon ile ortadan kaldırılmıştır. Bu kapsamda artık paranın sınırları çizilebilen bir coğrafyası kalmamıştır (Bakırtaş ve Karbuz, 2004: 93). Öte yandan finansal serbestleşme, sermaye kontrollerinin kaldırılmasının yanı sıra devlet bankalarının özelleştirilmesini, faiz oranı kontrollerinin kaldırılmasını ve bankalar için zorunlu karşılıkların da azaltılmasını içermektedir (Abiad ve Mody, 2005: 68).

Finansal entegrasyon ile finansal küreselleşme kavramları literatürde birbirlerinin yerine sıklıkla kullanılsalar da aslında farklı tanımlara sahiplerdir. Finansal entegrasyon, bir ülkenin uluslararası sermaye piyasaları ile olan bağı iken, finansal küreselleşme ise sınırlar arasında meydana gelen finansal hareketlilikteki artıştır. Bu bağlamda finansal entegrasyon da yaşanan artış beraberinde finansal küreselleşmede de artış yaratmaktadır (Kurt, 2007: 11).

Son çeyrek yüzyılda finansal küreselleşmenin de etkisiyle birbirine daha da yakınlaşan mali piyasalar global bir dünya ekonomisinin oluşmasını sağlayarak uluslararası sermayenin kaynakları, işleyişi, niteliği ve hacmi üzerinde önemli değişikliğe neden olmuştur. 1970'li yıllarda oluşan geleneksel yapıdaki finansman ihtiyacını karşılayan sermaye akımlarının niteliği değişerek, 1990'lı yıllarda daha çok kısa vadede spekülatif nitelikte ve arbitraj kazancı sağlamaya yönelik hareketler haline gelmiştir. Bankacılık dışındaki kesime ve özel sektörlere doğru yoğunlaşma gösteren sermaye yatırımları özellikle doğrudan sermaye hareketleri ve portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10-18). Bu durum beraberinde daha geniş yatırımcı kitlesine hitap eden farklı sermaye piyasası araçlarını ortaya çıkarırken, farklı finansal varlıklar arasındaki spekülatif geçişler piyasalardaki volatiliteyi[2] artırmıştır.

Finansal küreselleşmenin tarihsel süreci, uluslararası para sisteminin tarihsel yapısı içerisinde bir bütün olarak yer almaktadır. Özellikle Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü sonrası yaşanan uluslararası sermaye akımlarındaki artış beraberinde finansal küreselleşmede artışa neden olmuştur. Bu bağlamda uluslararası sermaye akımlarının çeşitlerinden önce uluslararası parasal sistemin tarihçesine yer verilmiştir.

[2] Finansal varlıkların fiyatlarında meydana gelen "oynaklık" olarak tanımlanmaktadır.

1.2.1. Uluslararası Para Sisteminin Tarihsel Gelişimi

Dünya ekonomileri arasındaki ilişkilerin özellikle globalleşme süreciyle birlikte yoğunlaştığı ve giderek daha karmaşık bir hal aldığı günümüzde, uluslararası para sistemi; ödemeler dengesine yönelik düzenlemelerin yapıldığı, mal ve sermaye hareketlerinin şekillendiği ve döviz kurlarının belirlendiği bir yapı olarak tanımlanabilir. Mal hareketleri ve sermaye transferleri başta olmak üzere yabancı ülkelerle ilişkilerden kaynaklı finansal hak ve taahhüt kazanımıyla sonuçlanan tüm işlemler, ülke içi ve dışı ekonomik dengelerin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Uluslararası alandaki ticari işlemlerin büyük çoğunluğu bu sistemin kurallarına göre şekillenmektedir. Yaşanan tüm bu gelişmelerin ışığında gerek bireysel ve kurumsal gerekse ulusal ve uluslararası açıdan uluslararası para sisteminin önemi ortaya çıkmaktadır (Özbek, 1999: 5-7).

Tarihsel gelişim süreci açısından ele alındığında uluslararası para sistemi, değişik yönlerden sınıflandırılarak pek çok döneme ayrılabilmektedir. Buna göre çalışma kapsamında uluslararası para sistemi 1870 yılı öncesi çift metal para sistemi, 1870 ve 1914 dönemi arası altına dayalı para sistemi, 1914 ve 1944 yılları iki dünya savaşı arası dönem, 1944 ve 1971 dönemi Bretton Woods Sistemi ve 1971 yılı sonrası serbest kur sistemi ya da Bretton Woods Sistemi sonrası dönem olmak üzere beş dönemde ele alınacaktır.

1.2.1.1. Çift Metal Sistemi

Orta çağa kadar dayanan bir tarihe sahip olan çift metal sistemi (bimetalizm) altın ve gümüşe dayalı bir para sistemidir. Altın ve gümüşün birbirlerine olan değişim oranları ilgili dönemin ve bölgenin hükümdarları tarafından ilan edilir ve her hükümdar farklı bir oran belirleyebileceği gibi istediği zaman da bu değerleri değiştirme hakkına sahip olmuştur. Bu durum altın ve gümüşün ülkeden ülkeye değerinin zaman zaman farklılaşmasına neden olmuştur. Madenlerin değer farklılıklarından faydalanmak isteyen pek çok kişi altın ve gümüşü ülkeler arası taşıyarak kâr elde etmeye çalışmış ve bunun sonucu olarak kıymetli madenlerin arzında oynaklıklar meydana gelmiştir. Ülkeler altın ve gümüş para sisteminde gerçekleştirdikleri düzenlemelerle parasal istikrarı sağlamaya çalışmışlardır (Samuelson ve Nordhaus, 2005: 609).

1792 yılında paranın değerini kontrol altında tutmak amacıyla resmi anlamda ilk defa ABD'de kabul edilen çift metal para sistemi, Osmanlı İmparatorluğu da dahil 1800'lü yılların başlarında bir çok ülkede kullanılmaya başlanmıştır. Bu sistemde altın ve

gümüş yasal olarak tüm ödeme işlemlerinde geçerli olmakla birlikte, ulusal paraların değeri ve yabancı paralarla değişim oranları kıymetli metallerin ağırlıklarına göre yasalarla belirlenmiştir. Örneğin, ABD'de 16 ons gümüş karşılık olarak 1 ons[3] altına denk gelmektedir. Çift metal para sisteminde altın ve gümüşün arz ve talep dengesinde zaman zaman yaşanan değişmeler sonucunda metallerin gerçek değerleri ile yasalar tarafından belirlenen değerler arasında farklılıklar yaşanmıştır. Bu durum halkın göreceli olarak daha değerli olan metal parayı fiili dolaşımdan çekerek saklama aracı olarak kullanmasına ve daha az değerli olan metal parayı ise ödeme aracı olarak kullanmasına neden olmuştur. Bu durum literatürde Gresham Kanunu olarak bilinen "kötü para, iyi parayı kovar" şeklinde ifade edilmektedir (Chown, 2003: 38).

Altın ve gümüşün dolaşımda olduğu çift metal para sisteminde, gümüşün değerinin altına göre daha düşük olması, dolayısıyla kapladığı alan ve ağırlığı nedeniyle taşınmasında yaşanan zorluk yüksek tutarlı işlemler yerine düşük tutarlı işlemlerde gümüşün ödeme aracı olarak kullanılmasına neden olmuştur. 1840'lı yıllarda ABD'de keşfedilen yüksek miktardaki altın rezervleri, altın fiyatlarındaki yükselişi durdurarak 1848 – 1860 yılları arasındaki dönem boyunca gümüşün göreceli olarak altından daha değerli hale gelmesini sağlamıştır. Bu kez altın açısından işleyen Gresham Kanunu gümüş paranın piyasadaki dolaşımdan çekilmesine neden olurken, bunun sonucunda fiili olarak 1879 yılında ABD altın standardına geçmiştir (Cecan, 2014: 34).

1.2.1.2. Altın Para Sistemi

Avrupa ve Amerika'da bulunan altın rezervleri 1840 ve 1850 yılları arasındaki dönem boyunca ülkelerin altın ve gümüş para sistemi arasında kararsız kalmasına neden olmuştur. Parasal istikrarı sağlamak amacıyla uluslararası düzeyde resmi bir anlaşma bulunmaksızın ülkeler 1870'li yıllarda altın para standardına geçmeye başlamışlardır. Altın paraya dayalı sistem işleyişi gereği sabit döviz kuru sistemine benzer bir yapıda olup, ilk olarak dönemin güçlü sanayi ülkesi olan İngiltere'de uygulanmıştır (Benati, 2006: 6-7).

David Hume tarafından açıklanan fiyat-altın para mekanizmasına dayanan altın para sistemi sayesinde ülkeler arasındaki dış ticaretin sonucu olarak ortaya çıkan açık ya da fazla şeklindeki ticari dengesizlikler, ülkelerin altın stoklarında değişime neden olmaktadır. Para arzında meydana gelen değişiklik sonucunda arzı artan ülkenin fiyatlar

[3] Kıymetli metallerin kütle birim değeri olarak kullanılmaktadır.

genel seviyesi yükselirken, arzında azalış meydana gelen ülke de ise fiyatlar genel seviyesi düşecektir. Sonuç olarak altın para hareketi sayesinde her iki ülkede de parasal denge ile ekonomide istikrar sağlanacaktır (Cecan, 2014: 34-36).

1914' den önce döviz kurlarının belirlenmesinde altın para standardı temel sistem olmuştur. Tüm ülke paralarının birbirleriyle değişim oranları sabit şekilde altına göre belirlendiği için ülkelerin hangi parayı hangi değişim oranından altına çevireceği bilinmekteydi. Örneğin; İngiltere'nin belirlediği sterlin/altın oranı £ 4,2474/1 ons altın iken, ABD'nin dolar/altın için belirlemiş olduğu oran ise $ 20,67/1 ons altın şeklinde olmuştur. Altın para sistemini kabul eden ülkeler belirlenen sabit parite üzerinden altını alıp satmayı kabul ettiği için her ülke parasının altın cinsinden değeri ve aynı zaman da ülke paralarının birbirlerine karşı değerleri sabit pariteler şeklinde otomatik olarak oluşmaktadır. Ayrıca altın para standardında ülkeler paralarının değerini korumak amacıyla belirli miktarlarda altın rezervine sahip olmak durumundayken, para arzında da istedikleri zaman ve miktarlarda değil sadece sahip oldukları altın rezervlerinde meydana gelen artışlar kadar artış yapabilmektedirler (Kurt, 2007: 12).

Uluslararası altın para sisteminin sağlıklı bir şekilde çalıştığından bahsedebilmek için bazı koşullar gerekmektedir. Bunlar;

- Ülkeler arası altın ihracatı ve ithalatı serbest olmalıdır.
- Ulusal para birimlerinin değeri belirli miktardaki altın cinsinden belirlenmelidir.
- Altının darphanelerde para haline getirilmesi ve kullanılması serbest olmalıdır.
- Belirlenen sabit altın fiyatından ulusal paralar altına, altın da ulusal paralara serbest bir şekilde çevrilebilmelidir (Aslan ve Terzi, 2013: 76).

1870' den 1914' e kadar ki dönemde uygulanan altın para sisteminde, ülkeler kâğıt para kullanmaya başlamış ve banknotların altına çevrilmesini sağlamışlardır. Söz konusu kâğıt paraların basımı sahip olunan altın rezervlerine karşılık yapıldığı için, banknotların altına çevrilmesinde herhangi bir sınırlama olmamıştır (Obstfeld ve Taylor, 2004: 128-129). Kesintisiz olarak başarılı bir şekilde devam eden altın para sistemi, devletlerin ve merkezi para otoritelerinin I. Dünya Savaşı öncesinde sistemin kurallarını ihlal etmeleri nedeniyle aksamaya başlamıştır. Uluslararası ticaret miktarında yaşanan artış karşısında ülkelerin ödemeleri altın para yerine ulusal paralarla yapmaya başlaması sisteme en büyük sekteyi vurmuştur (Kaya, 2011: 33).

Altın para standardının uygulandığı dönem boyunca uluslararası piyasalar ve ülke ekonomileri tam bir serbestlik yaşamıştır. Uluslararası ticaret hacmindeki artış rekor düzeyde gerçekleşmiş, ödemeleri kolaylaştırmak için bankacılık sektörü gelişmiş ve küresel ekonomiler hızla büyümüştür. Ödemeler dengesinden kaynaklı olarak ortaya çıkan sorunlar en az seviyeye inmiştir. Dünya ekonomisi Bretton Woods Sistemi'nden sonra çok daha fazla büyümesine rağmen bu dönemdeki serbestlik seviyesine ne yazık ki ulaşamamıştır (Bakırtaş ve Karbuz, 2004: 95).

1.2.1.3. İki Dünya Savaşı Arası Dönem

I. Dünya Savaşı'nın patlak vermesiyle birlikte klasik altın para sistemi sekteye uğramış, yerini altın döviz standardına bırakmıştır. Ülkeler savaşın ortaya çıkarmış olduğu ilave masrafları karşılayabilmek için sahip oldukları rezervlerin çok üstünde, karşılıksız para basmışlardır. Bu durum beraberinde yüksek enflasyon, ücret ve fiyatlarda aşırı artış ve yüksek işsizlik oranları gibi sorunlara yol açmıştır. Savaş ortamında yaşanan güven kriziyle birlikte ülkeler altın rezervlerini korumak amacıyla parasal kontroller uygulamış ve altının konvertibilitesini kısıtlamıştır. Bu durum klasik altın para standardı sistemini işlemez hale getirerek sonlanmasına neden olmuştur (Doğukanlı, 2017: 23).

Bu yıllarda yaşanan yüksek enflasyon oranları nedeniyle ülke paraları savaş öncesi değerlerinden neredeyse %50-%75 oranlarında değer kaybı yaşamış, otoritelerin vermiş oldukları büyük uğraşlara rağmen sermaye hareketlerinden kaynaklı olarak ortaya çıkan ödemeler dengesizliği iç piyasalarda büyük bir depresyonun yaşanmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda otoriteler tarafından yeniden altın standardına geçilmesi öne sürülmüş, böylece ekonomilerin savaş öncesinde olduğu gibi tekrar istikrara kavuşacağı düşünülmüştür. Savaşın sona ermesiyle birlikte ülkelerin uluslararası para sisteminin düzenlenmesi konusundaki istekleri artmıştır. 1922 yılında uluslararası iş birliği ve koordinasyonu tesis etmek amacıyla İngiltere'nin başkanlığında Cenova Konferansı düzenlenmiştir. Dünya ticaretindeki azalma ve döviz kurlarında yaşanan istikrarsızlığın ana gündem konusunu oluşturduğu konferansta kabul edilen ilkeler şunlardır (Aslan ve Terzi, 2013: 80):

- Ülkelerin bağımsız merkez bankaları kurulacaktır.
- Kurulan merkez bankaları arasında yüksek koordinasyon ve iş birliği sağlanacaktır.

- Mali disiplin ülkelerin önceliği haline gelecektir.
- Rezervleri yetersiz olan ülkelerin finansmana erişiminde kolaylık sağlanacaktır.
- Temel anlamda altın para standardına geri dönülecek, ancak bununla birlikte rezerv paralar da sahip olunan altın rezervlerin idareli kullanılması açısından rezerv niteliği taşıyacaklardır.

Altın Değişim Standardı olarak adlandırılan 1925-1944 yılları arasındaki 19 yıllık dönem de bazı farklılıklar bulunmaktadır. İngiltere'nin altın para sistemindeki yeri hala önemini korumasına karşın, ABD artık sistemin lider ülkesi haline gelmiştir. Rezerv para olarak hem Dolar hem de Pound tercih edilmiş ve değerleri altın cinsinden referans alınmıştır. Savaştan önceki dönemde altın sikke standardı geçerli olurken, iki dünya savaşı arasında kalan dönemde ise altın döviz ve altın külçe standardı varlığını sürdürmüştür (Cecan, 2014: 38).

İki dünya savaşı arasında kalan zaman diliminde altın standardı varlığını sadece 6 yıl sürdürebilmiştir. 1929 yılında yaşanan ve Büyük Buhran olarak tarihe geçen finansal kriz özellikle sanayileşmiş ülkelerin üzerinde ağır etkilere sebep olmuş ve altın standardını sekteye uğratmıştır. Beraberinde İngiltere'nin 1931 yılında sistemden ayrılmasını takiben ortaya atılan çeşitli parasal akımlar sonucunda yeni altın değişim standardı sistemi geçerliliğini kaybederek sona ermiştir. Bunun neticesinde uluslararası para sisteminin ana merkez noktası İngiltere'den Amerika'ya kaymıştır. Amerika'nın dünyanın yeni küresel gücü olmasıyla birlikte rezerv para olma özelliği de sterlinden dolara geçmiştir (Kaya, 2011: 35). Yaşanan tüm bu gelişmelerle birlikte dünya ticaret hacmindeki düşüş uluslararası ticaretin karlılığını azaltmış, ortaya çıkan hiperenflasyonist ortamda ülkelerin aldıkları devalüasyon kararları da etkisiz olmuştur. Bu durum dış ticareti geliştirici ve enflasyonu azaltıcı birtakım kontrollerin döviz kurları üzerinde olması gerektiği anlamına geliyordu. Bu gereksinimler sonucunda Bretton Woods Sistemi tarihte yerine almıştır.

1.2.1.4. Bretton Woods Sistemi

Altın standardı sisteminin geçerliliğini kaybetmesinden sonra, ülkeler küresel ilişkilerinde parasal istikrarı tekrar tesis etmek ve bu düzeni devam ettirmek amacıyla yeni bir uluslararası parasal sistem arayışı içine girmişlerdir. Bu amaç doğrultusunda Amerika'nın Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin katılımıyla 1944 yılında

gerçekleştirilen toplantıda, ABD dolarına ve onun üzerinden altına endeksli parasal bir yapı olan Bretton Woods Sistemi üzerinde anlaşma sağlanmıştır (Doğukanlı, 2017: 23).

John M. Keynes ve Harry D. White tarafından hazırlanan İngiliz ve Amerikan planı olarak kabul edilen sistemde, İngiltere dalgalı döviz kuru politikasını desteklerken Amerika da klasik altın standardını savunmuştur. Keynes "bancor" planı olarak küresel çapta bir para biriminin gerekliliğini öne sürerken, White ise Amerikan Doları'na endeksli bir para sistemi önermiştir. ABD'nin tüm dünyanın merkez bankası konumuna gelmesiyle birlikte klasik altın ve serbest döviz kuru sisteminin avantajlarını bir arada sunması beklenen Bretton Woods Sistemi oluşturulmuştur. Ayrıca toplantı kapsamında, savaş sonrası Avrupa ülkelerinin gelişimi ve az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla Dünya Bankası[4] (World Bank), global düzeyde finansal ilişkileri düzenlemek amacıyla da Uluslararası Para Fonu (IMF)'nun kurulması kararlaştırılmıştır (Cecan, 2014: 39).

Ayarlanabilir Sabit Döviz Kuru Sistemi olan Bretton Woods Sistemi'nde uluslararası parasal ilişkilerin düzenlenmesi görevi IMF'ye verilmiştir. Bu kapsamda ABD haricindeki anlaşmaya dahil olan ülkeler paralarını "dolar paritesi" olarak adlandırılan sabit bir kurdan ABD dolarına bağlarken, ABD doları da "1 Ons altın 35 dolar" kuru üzerinden altına sabitlenmiştir. ABD merkez bankası diğer ülke merkez bankalarının kendisine dolar arz etmeleri karşılığında belirlenen resmi kur üzerinden altın satma taahhüdünde bulunmuştur. Bu durum dolaylı olarak ülkelerin paralarının altına sabitlenmesi anlamına gelmektedir. Sistemde bulunan katılımcı ülkelerin paraları belirlenen sabit kur etrafında ± %1'lik bir marj aralığında dalgalanabileceği için, ülkelere bu durumu sağlamak amacıyla piyasaya müdahale ederek alım ve satım yapma hakkı verilmiştir. Ödemeler dengesinde yaşanan büyük dengesizlikler sonucunda ülkeler küçük düzeltmelerle ulusal paralarını devalüe ve revalüe edebilirken, daha yüksek orandaki değişiklikler için ise IMF'den bu düzenlemenin gerekli olduğuna dair onay alması gerekmekteydi (Doğukanlı, 2017: 24).

Merkez bankalarının piyasaya müdahale etmek amacıyla yaptıkları alım ve satım işlemlerinde doları kullanması, uluslararası ticaret işlemlerindeki borç ve alacak tutarlarının dolarla ölçülüyor olması gibi nedenler ABD dolarını bir "değer ölçütü" haline

[4] Dünya Bankası'nın 1944 yılında temeli Uluslararası Yeniden Yapılandırma ve Kalkınma Bankası (IBRD) adıyla atılmış olup günümüzde, IBRD ve Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA) Dünya Bankası olarak ifade edilmektedir. Bunlarla birlikte Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Uluslararası Yatırım Uyuşmazlıklarının Çözümü Merkezi (ICSID) ve Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (MIGA) toplu halde Dünya Bankası Grubu olarak tanımlanmaktadır. https://www.worldbank.org/en/what-we-do (05.04.2023)

getirmiştir. Bununla birlikte merkez bankalarında bulunan ülke rezervlerinin de dolar üzerinden tutulması, doların bir "rezerv para" olarak kabul görmesini sağlamıştır. Ancak ABD'nin verdiği ödemeler dengesi açıkları sayesinde ülkelerin dolar rezervi biriktirebilmesi mümkün olmaktaydı.

1960'ların başında para arzının yeterli düzeyde olmaması ekonomik durgunluğu da beraberinde getirmiştir. Bu dönemde Triffin (1960) tarafından ABD'nin diğer ülkelere rezerv olarak piyasaya sürdüğü dolarlar neticesinde vereceği ödemeler bilançosu açıklarının, rezerv pozisyonunun kötüleşmesine ve doların değerini kaybetmesine neden olacağının ifade edilmesiyle birlikte ABD'nin dolarları altına dönüştürebileceğine yönelik güven sorunu yaratmıştır. Triffin, IMF'nin dünyanın merkez bankası şeklinde hareket ederek kendi para birimini ortaya çıkarıp bir çeşit rezerv para yaratmasıyla sistemdeki sorunları giderebileceğini öne sürmüştür. Bu önerisinin 1967 yılında kabul görmesi sonucunda, Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights – SDR) 1970 yılında bir çözüm olarak çıkarılmıştır. Böylece altın ve doların yanında ülkeler rezerv olarak SDR' de tutmaya başlamıştır. Günümüzde SDR[5], farklı para birimlerinden oluşan bir sepet olarak işlem görmektedir (Cecan, 2014: 45-46).

ABD hükümetinin 1971 yılında doların altına bağlı olarak değerinin belirlenmesini reddetmesi sonucunda, neredeyse tüm ülke paraları serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır. Washington'da yapılan toplantıda altının yeni fiyatı 35 dolardan 38 dolara çekilerek döviz kurlarına ± %2.25 dalgalanma marjı tanınmıştır. Bu düzenlemenin de yetersiz kalması 1973 yılında yeni bir devalüasyonla sonuçlanmış ve altının fiyatı 42.2 dolara yükseltilmiştir. Bu durum sonucunda sistem terk edilmiş ve dalgalı döviz kuru sistemi benimsenmiştir (Aslan ve Terzi, 2013: 98-99).

1.2.1.5. Bretton Woods Sistemi Sonrası

Mali piyasaların gün geçtikçe daha da globalleşmesiyle birlikte uzun vadeli parasal istikrar sabit döviz kuru politikalarıyla sağlanamamış, yaşanan gelişmeler ışığında esnek döviz kuru sisteminin uygulanabilecek en etkili kur sistemi olduğu ifade edilmiştir. Bunun sonucu olarak altına veya dolara dayalı döviz kuru, sermaye hareketliliği ve ulusal

[5] 2022 yılı itibariyle SDR sepetini oluşturan 5 farklı para birimi; %43.38 ABD Doları, %29.31 Euro, %12.28 Çin Renminbisi, %7.59 Japon Yeni ve %7.44 İngiliz Sterlini'dir.
https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/special-drawing-rights-sdr (05.04.2023)

para hedeflerine dayalı Bretton Woods Sistemi'nin yerini dalgalı döviz kuru sistemi almıştır (Bakırtaş ve Karbuz, 2004: 95).

Piyasada arz ve talebe göre belirlenmesi için serbest bırakılan döviz kurları daha da dalgalı seyir izlemiş ve tahmin edilebilirlikleri zorlaşmıştır. Ekonomilerin büyük ölçüde birbirleriyle entegre olması ve sermaye hareketlerinde yaşanan artışlar çok sayıda ciddi etkileri olan finansal kriz yaşanmasına neden olmuştur. Bu krizlerin ise büyük çoğunluğu gelişmekte olan ülke piyasalarında meydana gelmiştir (Kurt, 2007: 16). Küresel finansal piyasalarda meydana gelen başlıca önemli krizler şu şekilde sıralanabilir;

- 1973 ve 1979 I. ve II. Petrol Krizleri,
- 1992 – 1993 Avrupa Para Sistemi Krizi,
- 1994 Meksika Krizi,
- 1997 Asya Krizi,
- 1998 Rusya Krizi,
- 1999 Brezilya Krizi,
- 2001 Türkiye Bankacılık Krizi,
- 2008 Amerika Mortgage Krizi.

Krizdeki ülkelerin göz önünde bulundurması gereken çeşitli yaklaşımlar mevcut olsa da en yaygın olanları IMF tarafından hazırlanan programların uygulanması yoluyla IMF'den kredi alınmasını ve kriz sırasında önemli miktarda sermaye çıkışını azaltmak için sermaye hesabı üzerinde kapsamlı kontroller uygulanmasını içermektedir.

Ayrıca, döviz kurlarının serbest bırakılmasının ardından ortaya çıkan ekonomik krizlerle birlikte önemli bir gelişme de Euro'nun uygulamaya konulması olmuştur. Euro, 1999 yılında Avrupa Birliği içinde uygulanmaya başlanmış ve ekonomik birleşmenin önemli bir örneği olmuştur. Euronun uygulamaya konulması mali piyasaları canlandırmış ve piyasa dinamiklerini yükseltmiştir. Euronun kullanılmaya başlanmasıyla finansal piyasalarda önemli dönüşümler ve ilerlemeler yaşanmıştır. Başlangıçta, tüm Euro Bölgesi ülkelerindeki hazine ve finansman bonoları, devlet tahvilleri ve hisse senetleri, kendi para birimlerinin Euro'ya dönüştürüldüğü bir dönüşüm sürecinden geçmiştir. Sonuç olarak, Avrupa'da kıta çapında sermaye piyasalarının kurulması ve Euronext gibi finansal

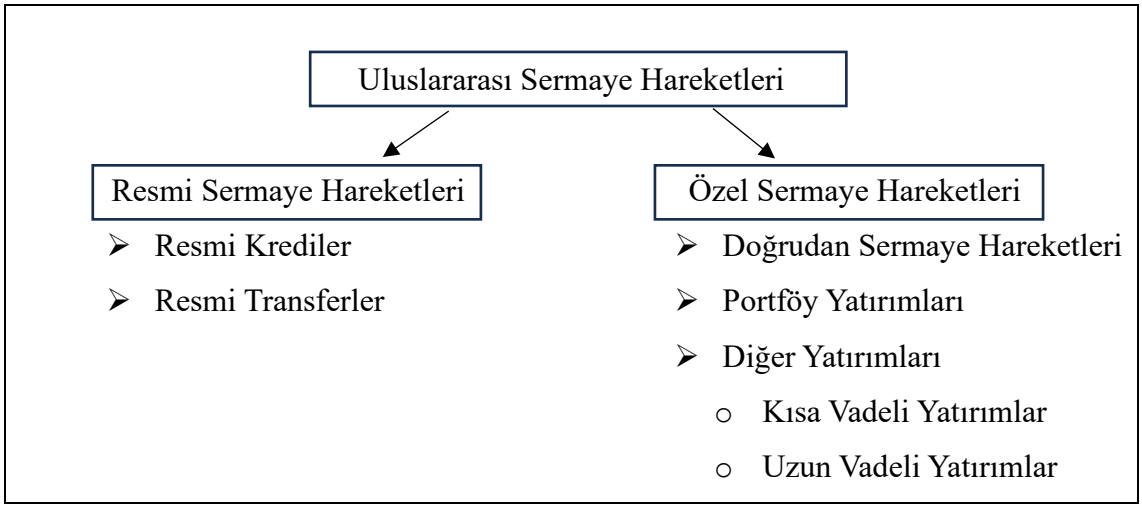
piyasaların ve borsaların konsolidasyonu gerçekleşmiştir. Sermaye artırımı veya fonlama için bankalara bağımlılık sorunu çözülmüş ve Avrupa sermaye piyasaları finansal derinlik ve likidite bakımından ABD piyasalarıyla rekabet edebilir hale gelmiştir (Kurt, 2007: 18).

Halihazırda, tek bir döviz kuru düzenlemesine dayanan ve evrensel olarak kabul görmüş bir uluslararası para sistemi bulunmamaktadır. Bunun yerine, ülkeler sabit döviz kuru sistemleri ve dalgalı döviz kuru sistemleri de dahil olmak üzere döviz kurları için çeşitli sistemler ve uygulamalar seçme serbestisine sahiptir.

Bretton Woods Para Sisteminin 1971 yılında fiilen terk edilmesinin ardından ortaya çıkan ve 1976 yılında Jamaika Konferansında resmen dağıtılan sistem genellikle "son sistem" olarak anılmaktadır. Bunun nedeni 1976'dan bu yana uluslararası bir para sisteminin olmamasıdır. Bu nedenle, literatürde bu dönemin "sistemsiz dönem" olarak adlandırılması alışılagelmiştir. 1976'dan bu yana uluslararası parasal ilişkileri düzenleyen yerleşik bir kural ya da kurum bulunmamaktadır. Döviz kurlarının oynaklığı, kısa vadeli sermaye akışlarının öngörülemezliği, parasal ve finansal krizlerin giderek artması ve kriz zamanlarında ülkelere yardımcı olacak küresel bir yönetim organının olmaması, bu dönemi tarihte benzeri görülmemiş bir dönem haline getirmektedir (Kaya, 2011: 39).

1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri

Uluslararası sermaye hareketlerini farklı kriterlere göre kategorize etmek mümkündür. Sermaye hareketleri, sermaye akışlarının kullanım amaçlarına göre ticari ve kalkınma amaçlı, vade yapısına göre de kısa vadeli ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilmektedir.



Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Bu çalışma kapsamında sermaye transferinde yer alan kişi ve kurumlara göre belirlenen uluslararası özel ve uluslararası resmi sermaye arasındaki ayrım dikkate alınmaktadır. Uluslararası sermaye akımları, resmi ve özel hareketler şeklinde Şekil 1'de gösterildiği üzere iki ana grupta sınıflandırılabilmektedir. Ödemeler Bilançosu Özel Sermaye Hareketlerini üç türe ayırmaktadır: Doğrudan, Dolaylı (Portföy) ve Diğer Yatırımlar. Diğer Yatırımlar, Kısa Vadeli veya Uzun Vadeli Yatırımlar olarak kategorize edilirken, Resmi Sermaye Hareketleri' de Krediler ve Transferler şeklinde iki bölümde ele alınmaktadır (Arslan ve Çiçek, 2017: 293).

1.3.1. Resmi Sermaye Hareketleri

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinde yetersiz kalan iç tasarruflarını karşılamak için uluslararası piyasalardan kredi alabilmektedir. Bu sayede makroekonomik göstergelerini iyileştirebilir ve özel sektörün kapasitesinin ötesinde yatırımlar gerçekleştirebilirler. Resmi uluslararası sermaye hareketleri, varlıklı ülkelerden gelişmekte olan ülkelere belirli amaçlar için resmi kuruluşlar aracılığıyla sağlanan hibe ve kredi gibi fon akışını ifade etmektedir (Aydoğuş, 2023: 19).

Diğer ülkelerden alınan bağışlar genellikle gelişmemiş ülkelere veya doğal felaketler nedeniyle büyük yıkım yaşamış ülkelere tahsis edilmektedir. Bu sermaye transferlerinin resmi sermaye akışları içindeki oranı oldukça düşük kalmaktadır. Resmi krediler, resmi uluslararası sermaye akışlarının büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. Uluslararası resmi krediler, ülkelerin kendi aralarında yaptıkları iki taraflı mali düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Bu krediler, daha düşük faiz oranları ve daha uzun vadeli düzenlemeleri nedeniyle özel sermaye transferleri kapsamında sınıflandırılan kredilerden ayrılmaktadır. Kredinin vadesi dolduğunda sermaye, anapara ve faiziyle birlikte transferin yapıldığı ülke veya kuruma geri ödenmektedir (Aslan, 2010: 49).

Çeşitli sosyal, ekonomik ve siyasi konular, kredi ve bağış formundaki yardımların sağlanmasını önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Genellikle yabancı devletlerden veya Dünya Bankası gibi finans kuruluşlarından ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarından gelen bu yardımları alan ülkeler, döviz ve tasarruf açıklarını bu yardımlar aracılığıyla kapatarak daha yüksek bir kalkınma seviyesine ulaşmayı hedeflemektedir (Seyidoğlu, 1999: 121).

Bir ülke başka bir ülkeden uluslararası piyasalardan normal şartlarda elde edebileceğinden daha ucuz faiz oranlarıyla borç aldığında, bunun borç alan ülkeler

üzerinde faydalı etkileri olması beklenmektedir. Resmi sermaye akışlarının uzun dönemli olduğu düşünüldüğünde, borç alan ülke borcunu uzun bir süre boyunca kullanacak ve bu da ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkilere yol açacaktır.

1.3.1.1. Resmi Krediler

Bu krediler, bir ülkenin uzun vadeli kalkınmasını desteklemek amacıyla verilmektedir. Hem geri ödeme süresi hem de faiz oranları açısından mevcut piyasa koşullarına kıyasla oldukça avantajlı koşullar sunarlar. Program kredileri, bir ulusun ilerlemesini ve büyümesini kolaylaştırmak için dış kaynaklardan alınan mali yardımı ifade eder. Program kredileri belirli bir projeye tahsis edilmez. Bu krediler çok amaçlı kredilerdir. Açıkça bir projenin tamamlanması amacına yönelik krediler proje kredisi olarak tanımlanmaktadır. Herhangi bir ulusal pazarda mal veya hizmet alımında kredi veren kurum veya ülke tarafından herhangi bir katılım veya müdahaleye tabi olmayan krediler, herhangi bir özel tanımlama olmaksızın, serbest krediler olarak adlandırılmaktadır. Buna karşılık, kredi veren kurum veya ülkenin, kredi kullanılarak satın alınacak ürün ve hizmetleri kredi veren ülkeden temin etmesi koşuluyla verilen krediler şarta bağlı krediler olarak nitelendirilmektedir (Aydoğuş, 2023: 20).

Resmi krediler, kredi verenlere göre sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırma iki ayrımdan oluşmaktadır. Bu krediler hem iki taraflı hem de çok tarafı olabilmektedir. Bir kredi, bir kurum veya ülke tarafından sağlandığında iki taraflı kredi olarak adlandırılırken, bir konsorsiyum tarafından sunulduğunda çok taraflı kredi olarak kategorize edilmektedir (Türker, 2010: 19).

1.3.1.2. Resmi Transferler

Resmi transferler, savaş, doğal afet veya mali kriz dönemlerinin ardından gelişmiş ülkeler tarafından yoksul veya gelişmekte olan ülkelere sağlanan ekonomik yardımları ifade etmektedir. Buradaki temel farklılık, bağış veya hibe gibi geri ödeme beklentisi olmaksızın gönderilen paraların uluslararası bir transfer teşkil etmesinde yatmaktadır (Keskin, 2014: 10).

Resmi sermaye hareketleri sadece özel yatırımları dışarıda bırakan uluslararası sermaye hareketlerini ifade etmektedir. 1980'lerden itibaren özel sermaye hareketlerinin resmi sermaye hareketlerinden daha yaygın olarak kullanıldığını belirtmek gerekmektedir. Küreselleşme bağlamında resmi sermaye akışlarının özel sermaye akışları

ile ikame edilmesi, küreselleşmenin gelişimi ve hızı göz önüne alındığında alışılagelmiş bir durum olarak görülmektedir.

1.3.2. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye akımları, bireylerin veya kurumların uluslararası sermaye akımlarının arkasındaki yönlendirici güç olduğu durumlarda ortaya çıkan sermaye hareketlerini ifade etmektedir. Özel sermaye akımları ayrıca üç ayrı grupta incelenebilmektedir. Bunlar doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırım türlerini kapsamaktadır. Diğer yatırımlar kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye akımları olmak üzere iki şekilde kategorize edilebilmektedir.

1.3.2.1. Doğrudan Sermaye Hareketleri

Doğrudan (dolaysız) yabancı yatırım, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bir şirketin üretimini kendi ülkesinin sınırlarının ötesine taşımak amacıyla yabancı ülkelerde üretim tesisleri kurması veya satın alması eylemini ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2013: 443). Bu çerçevede, bir firma doğrudan yatırım yoluyla yabancı bir ülkede kurulduğunda veya satın alındığında, merkez ofise bağlı bir yabancı sermaye şirketi konumuna gelmektedir.

Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) tipik olarak yabancı bir ülkede dayanıklı ve kalıcı bir yatırım yapmayı ve böylece ev sahibi ülke ile kalıcı bir bağ kurmayı hedeflemektedir. IMF'nin tanımına göre, yatırımcının hedef ülkedeki firma üzerindeki mülkiyet payı %10'a eşit veya daha fazla olması gerekmektedir. Bu kriter DYY'yi portföy yatırımlarından ayırmak için oluşturulmuştur (Durgan, 2016: 5). Bununla birlikte, şirket üzerindeki sahipliği sürdürmek için gereken asgari sermaye ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde, söz konusu sahiplik payı çok uluslu şirkete (ÇUŞ) yönetimi denetleme ve yönlendirme yetkisi vermektedir. Ancak bazı ülkelerde bu sahiplik payı yönetim üzerinde kontrol sahibi olmak için yeterli değildir (Efe, 2002: 4). Örneğin, birçok ülkede eşit mülkiyete sahip olan küresel bir şirket, A ülkesindeki operasyonların yönetimine ve gözetimine aktif olarak katılırken, B ülkesinde şube veya iştirak yönetimi konusunda daha pasif bir rol üstlenebilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları yoluyla sermaye birikim oranının artırılması süreci “kaynak tahsis etkinliği (resource allocation efficiency)” olarak adlandırılmaktadır. DYY'nin üretimde artışa yol açması olgusu ise “üretim verimliliği (production efficiency)” olarak adlandırılmaktadır. Üretim artışından kaynaklanan üretim

faktörlerinin dağılımındaki değişiklik, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının "tahsis etkisi" olarak ifade edilmektedir (Kula, 2003: 143).

Doğrudan yabancı yatırım (DYY) uluslararası sermayenin geleneksel bir biçimidir. Ayrıca, DYY finansal akımlar kategorisine girse de küreselleşmenin finansal piyasalar boyutuyla doğrudan bağlantılı değildir. Bunun yerine, üretim sürecinin uluslararası alanda genişlemesiyle ilgilidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 20). DYY sadece yabancı bir ülkeye finansal kaynak sağlanmasını değil, aynı zamanda teknoloji, patentli ve lisanslı ürünler, yönetim bilgisi ve pazarlama taktiklerinin transferini de içermektedir. Üstelik Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) yatırımcıya ev sahibi ülkedeki bu varlıklar üzerinde kontrol sahibi olma şansı sağlamaktadır. Küresel yatırımın diğer biçimlerinde, yatırımcı ile sahip olduğu varlıklar arasındaki bağlantı, yatırımcı piyasalara girdikten sonra ortadan kalkmaktadır (Kula, 2003: 143).

Doğrudan sermaye girişleri gelişmekte olan ülkelerin kalkınması üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda ülkenin gayrisafi yurtiçi hasılasını artırırken işsizlik oranını da azaltmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ekonomiler doğrudan sermaye yatırımlarını cezbetmek için çeşitli teşvikler ve kolaylıklar sunmaktadır. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY'ler) özellikle gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilir makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu senaryoyu açık bir piyasa bağlamında matematiksel olarak ifade etmek için aşağıdaki Denklem 1 ve 2 kullanılabilir:

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \quad (1)$$

$$(S - I) + (T - G) - (X - M) = 0 \quad (2)$$

Eşitlik 1 ve 2'de yer alan S tasarrufları, I yatırımları, T vergileri, G kamu harcamalarını, X ihracatı ve M ise ithalatı göstermektedir. (T-G) kamu sektörü dengesini, diğer bir anlatımla bütçe dengesini ifade etmektedir. (S-I) kısaltması tasarruf-yatırım dengesini simgelerken, (S-I) ve (T-G)'nin birleşimi yurtiçi ekonomik dengeyi temsil etmektedir. (X-M) terimi bir ülkenin denizaşırı ticaretinin net dengesini göstermektedir. İthalatın ihracattan daha büyük olduğu bir ekonomide dış dengesizlik meydana gelecektir. Aynı şekilde, tasarruf edilen para miktarının yatırılan para miktarından daha az olduğu bir ekonomide tasarruf açığı oluşacaktır. Bu açıkların finansmanı doğrudan yabancı yatırımlardan, portföy yatırımlarından veya dış kredilerden karşılanacaktır. Bu sorunu ele almak için en uygun yaklaşım, ülke ekonomisini desteklemek için doğrudan yabancı

yatırımları aktif olarak ülkeye kazandırmak olacaktır. Bu yatırımların vadesi uzun olduğundan uzun vadeli çözümler sağlayacaktır. Buna karşılık, finansman tercihleri için portföy yatırımları ve yurtdışı kredilerin kullanılması geçici çözümler sunacaktır. Bu nedenle, gelişmekte olan ekonomilerin doğrudan yabancı yatırımları ülkelerine çekmeleri büyük önem taşımaktadır (Durgan, 2016: 6).

Genel olarak, doğrudan yabancı sermaye akımları gelişmiş ülkelerde yerleşik şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Doğrudan sermaye girişlerinin 1990-2022 yılları arasındaki dönemde bölgelere göre olan dağılımı Tablo 1' de gösterilmiştir. Günümüze doğru gelindikçe doğrudan yabancı sermaye hareketlerinde yaşanan dalgalı seyir sonucunda, yatırımların genel olarak Avrupa ve gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru kaydığı görülmektedir. Türkiye'ye olan doğrudan yabancı yatırım girişleri 2022 yılında %9 oranında artarak, Türkiye'nin içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke grubundan daha iyi bir performans sergilemesini sağlamıştır.

Tablo 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Girişlerinin Bölgesel Dağılımı 1990-2022 (Milyar $)

Yıl	Dünya	Gelişmiş Ülkeler	Avrupa	Gelişmekte Olan Ülkeler	Türkiye
1990	204.9	171.3	102.7	33.6	0.7
1995	345.1	228.4	141.7	116.7	0.9
2000	1,356.7	1,134.0	710.8	222.7	1.0
2005	954.1	631.2	506.6	322.8	10.0
2010	1,393.0	760.4	481.8	632.6	9.1
2015	2,056.4	1,310.1	751.1	746.3	19.0
2016	2,003.5	1,343.6	753.2	659.8	13.7
2017	1,644.9	943.2	518.7	701.7	11.1
2018	1,375.4	678.2	323.7	697.2	12.5
2019	1,707.8	998.7	634.3	709.1	9.5
2020	962.0	315.5	132.5	646.5	7.7
2021	1,478.1	597.2	50.7	880.9	11.8
2022	1,294.7	378.3	-106.8	916.4	12.9
Değişim	-0.12	-0.37	-3.11	0.04	0.09

Kaynak: UNCTAD (2023), https://unctad.org/publication/world-investment-report-2023 (10.09.2023).

2020'deki önemli düşüşün ve 2021'deki güçlü toparlanmanın ardından, dünya çapında doğrudan yabancı yatırım (DYY) girişi 2022'de yüzde 12'lik bir düşüşle 1,294.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yavaşlamada Ukrayna'daki çatışma, gıda ve enerji maliyetlerindeki artış ve artan borç yükü gibi dünya çapındaki çoklu kriz etkili olmuştur. Sıkılaşan finansman koşulları, artan faiz oranları ve sermaye piyasası belirsizlikleri,

özellikle uluslararası proje finansmanı ve sınır ötesi birleşme ve satın almalar (M&As)[6] üzerinde önemli bir etkiye sahip olmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımlarda (DYY) hem sermayenin hem de kazançların merkez ülkeye geri gönderilmesi, firmanın finansal performansı, piyasa dinamikleri ve hükümet tarafından uygulanan düzenlemeler gibi faktörlere dayanmaktadır. Sonuç olarak, kâr veya gelir transferi belirli şartlara bağlanamamaktadır. Bu özelliğiyle yabancı portföy yatırımlarından ayrılmaktadır. Portföy yatırımları, gelirin geri ödenmesi için açık ve önceden belirlenmiş bir dizi koşullar sunmaktadır. Olumsuz piyasa koşullarında, ülkeden hızlı ve zahmetsiz bir şekilde çekilme özelliği risk oluşturabilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımlarına kıyasla daha yüksek bir istikrar ve güvenlik seviyesine sahiptir, çünkü olumsuz ekonomik koşullar veya kriz dönemlerinde ülkeden çıkarılma olasılıkları daha düşüktür.

1.3.2.2. Portföy Yatırımları

Dolaylı yabancı sermaye yatırımları olarak da adlandırılan portföy yatırımları, küresel piyasalarda faiz ve temettü geliri elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil, bono ve diğer yatırım araçlarının alım satımını içermektedir. Bu faaliyet, politik risk ve döviz kuru riski gibi farklı risklerin üstlenilmesini gerektirir (Başoğlu, 2000: 89-90).

Doğrudan yatırımların aksine, portföy yatırımları hissedarlara yönetimin karar alma sürecinde doğrudan yetki vermemektedir. Etkisi, genel kuruldaki oylama yoluyla ortaya çıkabilmektedir. Portföy yatırımları hızla nakde çevrilebilmeleri nedeniyle yüksek likiditeye sahiptir (Bal, 2019: 6). Sıcak para girişleri gibi taze kaynaklar, geldikleri ülkelere anlık finansal faydalar sağlasa da herhangi bir zamanda piyasayı terk etme potansiyelleri aslında yeni üretim kapasitesi oluşturmak yerine mevcut kapasite kullanım oranını artırmaktadır.

Doğrudan yatırım ve portföy yatırımı önemli farklılıklar göstermektedir. Temel ayrım, dış ülkedeki yatırımın yönetimi ve düzenlenmesinde yatmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım kapsamında, yatırımcının bir şirketin yönetimi ve kontrolü üzerinde etkisi bulunmaktadır. Ancak, portföy yatırımları bağlamında, yatırımcı yerleşik firma üzerinde herhangi bir yönetim yetkisine veya etkisine sahip değildir. Bunun yerine, yerleşik şirket bu düzenleme aracılığıyla dünya çapındaki piyasalardan kaynak elde etmektedir. İkinci

[6] (M&As): Mergers and Acquisitions

önemli ayrım ise doğrudan yatırımlarda yatırımcının sadece yatırım fonu sağlamakla kalmayıp aynı zamanda üretim teknolojisi ve yönetim uzmanlığı da sunması, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının herhangi bir ek kaynak olmaksızın sadece sermaye katkısında bulunabilmesidir (Çetenak, 2006: 14).

Uluslararası sermayenin transfer edilebileceği iki farklı yöntem bulunmaktadır. Yatırımcılar, bir ülke tarafından ihraç edilen hisse senedi ve tahvilleri ya yerel sermaye piyasası aracılığıyla ya da bunları tevdi edilen menkul kıymet sertifikalarına dönüştürüp yabancı piyasalarda satarak satın alma seçeneğine sahiplerdir (Aslan, 2010: 45).

Bu bölümde genel kapsamda ele alınan yabancı portföy yatırımları çalışmanın ikinci bölümünde daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.3.2.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar veya portföy yatırımları kategorilerine girmeyen tüm yabancı sermaye hareketi türlerini kapsamaktadır. Bu yatırımlar kendi içinde kısa vadeli diğer yabancı yatırımlar ve uzun vadeli diğer yabancı yatırımlar olarak sınıflandırılmaktadır.

1.3.2.3.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi içindeki sermaye ve finans hesabının bir alt kümesi olan diğer yatırımlar olarak sınıflandırılır. Bununla birlikte, literatürde kısa vadeli sermaye hareketleri için farklı tanımlar bulunmaktadır.

Kaya (1998) kısa vadeli sermaye hareketlerini, ödemeler dengesi içinde sadece bankalar aracılığıyla gerçekleştirilen ve başka bir kategoride muhasebeleştirilmeyen artık işlemler olarak tanımlamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, arbitraj olanaklarından faydalanmak için faiz oranı farklılıklarından yararlanan sermaye hareketlerini ifade etmektedir. Bu hareketler yüksek derecede geri dönebilir özellikte olmalarıyla bilinmektedir.

Kısa vadeli denizaşırı yatırımlar, "sıcak para" olarak adlandırılmalarının yanı sıra, spekülatif yapıları ve uzun vadeli bağlılıktan yoksun olmaları ile tanımlanmaktadır. Bunlar, genellikle bir yıla kadar süren kısa vadeli uluslararası sermaye akımlarıdır. Uygulamada, genellikle 30, 60 ve 90 günlük vadelere ve özellikle günümüzde daha da kısa sürelere sahip olmaktadırlar. Bu yatırımlar, faiz oranları ve döviz kurlarındaki farklılıklardan yararlanarak arbitraj amacıyla sermaye hareketini içermektedir. Bu, yurt

dışında yerleşik kişilerin kısa vadeli fonlarının getirilmesi ve yerli para birimine dönüştürülmesi yoluyla yapılmaktadır. Ayrıca, bu yatırımlar banka mevduatlarını ve dış ticareti finanse etmek için kullanılan ihracat kredilerini de içermektedir (Aydoğuş, 2023: 18).

Günümüz itibariyle kısa vadeli yatırımlar için geniş bir finansal ürün yelpazesi mevcuttur. Kısa vadeli yatırım araçları, hazine ve finansman bonoları, ticari senetler, mevduat sertifikaları, vadeli mevduatlar, ihracat kredileri ve prefinansman kredileri gibi çeşitli finansal ürünleri kapsamaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları, ticari krediler, bir yıldan kısa süreli ticari banka kredileri ve yurtdışında yerleşiklere kısa vadeli borçlanma aracı satışı dahil olmak üzere çeşitli finansal işlemleri içermektedir (Aslan, 2010: 48).

Gelişmekte olan ülkelerdeki uzun vadeli makroekonomik denge ve ekonomik büyümeyi kısa vadeli yabancı yatırımlara bağlamak mümkün değildir. Bu yatırımların likiditesinin bol olması makroekonomik göstergelerde yanıltıcı dalgalanmalara yol açabilmektedir. Bu yatırımların önemli ölçüde aktığı dönemlerde, ödemeler dengesi dengesiz olan ülkelerin ödemeler dengesinde bir iyileşme gözlemlenebilir. Ancak bu iyileşmeler, söz konusu yatırımların doğal özelliklerinin bir sonucu olarak geçicidir ve ödemeler dengesi dengesinin bozulmasına yol açan temel yapısal sorunları gizlemektedir. Bu maskelemenin bir sonucu olarak, ödemeler dengesindeki yapısal hataların giderilmesi sürecinde de aksaklıklar yaşanabilmektedir (Aydoğuş, 2023: 18).

Kısa dönem yabancı sermaye yatırımları sürekli yeni kısa dönem yatırım akışını gerektirmektedir. Yeni girişlerin garanti edilmemesi halinde, vadesi dolan mevcut varlıklar geri çekilecek, bu da ülkeye çekilen yabancı sermaye miktarında düşüşe neden olacaktır. Ayrıca, bu yatırımlar yerel ekonomi veya mali piyasalardaki çalkantılar sonucunda ülkeden yoğun bir şekilde ayrılma eğilimindedir. Bu gerekçeler göz önüne alındığında, yetkililerin bu kısa vadeli yatırımları gereğince yakından izleyip denetlemesi zorunluluk haline gelmektedir.

1.3.2.3.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Ödemeler bilançosunda diğer yatırımlar içerisinde yer alan yurtdışından sağlanan uzun vadeli yabancı yatırımlar, portföy yatırımı olarak sınıflandırılmayan bir yıldan uzun vadeli kredileri, banka mevduatlarını ve diğer borçlanmaları ifade etmektedir.

Devletin makroekonomik faktörleri düzeltmek için kullandığı krediler ve kamu dışı işletmelerin ürettikleri projeleri finanse etmek için kullandıkları krediler bu kapsamda yer almaktadır. Bu yatırımlar ekonominin reel sektörüne yönelik olduğu için ulusal ekonomi açısından yararlı olduğu söylenebilir. Ancak transferlerin özellikle kamu kesimi tarafından uygun olmayan ve katma değeri olmayan alanlarda kullanılması makroekonomik dengeleri bozucu etki yaratabilmektedir (Keskin, 2008: 139).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler

1990'lı yıllar boyunca sınır ötesi sermaye akışlarında yaşanan artış, bu konudaki araştırmaların artmasına neden olmuş, akademisyenler sermaye hareketlerini yönlendiren faktörlere ve bu akışların ilgili ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkilerine odaklanmışlardır. Uluslararası sermaye akımlarını etkileyen faktörlerin incelenmesi, gelişmekte olan ülkeler için bu akımların uzun vadeli istikrarının korunması, genel ekonomik etkilerin tahmin edilmesi ve olası olumsuz sonuçların azaltılması için stratejiler geliştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Aydoğuş, 2023: 20).

Ticari engeller, veri farklılıkları ve farklı ekonomik stratejiler piyasa entegrasyonu sürecini olumsuz etkilemektedir. Finansal serbestleşme ve teknolojik ilerlemelerin kolaylaştırdığı sermaye hareketleri, çeşitli makroekonomik göstergeleri olumlu yönde etkilemiştir. Bunlar arasında gelişmekte olan ülkelerde ödemeler dengesi açıklarının azalması, döviz ve tasarruf açıklarının gerilemesi, yeni istihdam olanaklarının yaratılması, enflasyon oranlarının ve buna bağlı olarak faiz oranlarının düşmesi yer almaktadır (Başoğlu, 2000: 95). Gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalarının yabancı yatırımcılar için cazibesini artırmak amacıyla bir dizi finansal düzenleme hayata geçirmiştir.

Riskin farklı piyasalar arasında dağıtılması, ülkeler arasındaki sermaye akışının artmasına katkıda bulunan bir faktördür. Portföy getirisi, Markowitz'in portföy teorisinde açıklandığı üzere, portföydeki araçlar arasındaki ilişkiden etkilenmektedir. Yatırımcılar, yatırımlarını düşük korelasyona sahip piyasalar arasında çeşitlendirerek, bu bölgelerden herhangi birinde olumsuz bir durum yaşanması halinde diğer portföylerinin getirilerini koruyabilmektedir (Yıldız, 2012: 24).

Sermaye girişleri ve çıkışları çeşitli unsurlardan etkilenmekle birlikte, özellikle yurtiçi faiz oranları, ekonomik ve politik güvenilirlik, borsa performansı, kamu sektörü borç seviyesi, makroekonomik istikrar ve enflasyon gibi unsurlardan etkilenmektedir.

Sermaye akımları çoğunlukla dış etkenlerden kaynaklansa da iç faktörlerden de etkilenebilmektedir (Reinhart ve Montiel, 2001: 3-4). Daha yüksek getiri ve daha düşük risk sunan piyasalara yönelme eğilimi ile karakterize edilen sıcak para girişleri ev sahibi ülkenin ekonomisini canlandırabilmektedir. Ancak kriz dönemlerinde bu girişler, gerekli yapısal reformları henüz uygulamamış gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik gerilemeyi daha da şiddetlendirebilmektedir. Sermaye, yavaş büyüme ve düşük getiri oranlarına sahip zengin ülkelerden, yüksek getiri oranlarına ve hızlı büyümeye sahip gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etme eğilimi göstermektedir (Bal, 2019: 4).

Yabancı sermaye hareketlerini etkileyen çok sayıda faktöre rastlanmaktadır. Daha sistematik ve anlaşılır bir araştırma sağlamak için bu etkenler iki ana kategoride incelenmektedir. Bunlar uluslararası sermaye hareketlerinin arkasındaki itici ve çekici unsurlardır. Araştırmalar hem itici hem de çekici etkiye sahip değişkenlerin çeşitli zaman dilimlerinde ve farklı ülkelerde uluslararası sermaye akımlarını etkilemede önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Birçok çalışma, uluslararası faiz oranlarındaki düşüş ve sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik gerileme gibi itici faktörlerin uluslararası sermaye akımlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynadığını öne sürmektedir (Fernandez, 1996: 390; Calvo vd., 1996: 123; Kim, 2000: 236). Ayrıca, bu sermaye transferlerinin asıl nedeninin gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerindeki ilerlemeler olduğunu iddia eden başka çalışmalar da bulunmaktadır (Dasgupta ve Ratha, 2000: 3; Mody vd., 2001: 202) Çalışmalar incelendiğinde, her iki ana kategori altında incelenen uluslararası sermaye akımlarının nedenlerinin etkili olduğu ancak farklı zaman dilimlerinde ve çeşitli ülkelere özgü çalışmalarda bu iki tür etkiden birinin daha baskın olma eğiliminde olduğu görülmektedir (Aydoğuş, 2023: 21).

1.4.1. Sermayeyi İten (Push) Faktörler

İtici faktörler, sermayenin karlılığını azaltarak başka piyasalara kaymasına neden olan unsurları ifade etmektedir. Uluslararası sermayenin yöneldiği ülkelerin koşullarının değişmediği varsayıldığında, uluslararası sermaye hareketlerindeki değişimler diğer ülke ekonomilerindeki dalgalanmalara bağlanmaktadır (Esen, 1998: 61). İtici faktörler, sermaye transferinin kaynaklandığı ülkede veya küresel ekonomide meydana gelen değişikliklerden kaynaklanan etkileri kapsamaktadır.

Fon akışlarını yerel piyasa verileriyle uyumlu hale getirerek ülkeye sermaye girişlerini güvence altına almak mümkündür. Sermaye akışları ülkenin kontrolü dışındaki

dış değişkenler tarafından yönlendirildiğinde sermaye girişlerini sağlamak oldukça zorlaşmaktadır. Sermaye akışlarının dış faktörlerden etkilendiği dönemlerde en uygun yaklaşım yabancı sermayeye olan bağımlılığı azaltmaktır çünkü hükümet eylemleri bu dış değişkenleri etkileyebilecek güçte değildir. Portföy yatırımlarının ülkeye girişi yüksek getirilerden kaynaklanıyorsa, sermaye kontrolleri de devreye sokulabilmektedir (Yıldız, 2012: 23).

İtici faktörleri, küresel ekonomik konjonktür, ülkeler arasındaki faiz oranları düzeyi ve teknoloji alanında yaşanan ilerlemeler gibi alt başlıklara ayrılarak incelemek mümkündür. Fon fazlası yaratan ve küresel piyasalara fon sağlama kapasitesine sahip olan ekonomik olarak gelişmiş ülkelerdeki faiz oranı dalgalanmaları önemli bir itici güçtür. Kaynak aktarılan ülkenin faiz oranlarında bir değişiklik olmamasına rağmen, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşmesi nedeniyle uluslararası sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir (Alp, 2000: 194).

Yatırımcılar sermaye hareketlerini, yurtiçi faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarıyla karşılaştırarak belirlemektedir. Libor[7], farklı ülkelerdeki faiz oranlarını karşılaştırmak için kullanılan temel bir referans faiz oranıdır. Sanayileşmiş ülkeler ile referans değer olan Libor'un arasındaki faiz oranı farklılığı, bu ülkelerden yabancı piyasalara sermaye göçüne yol açmaktadır (Esen, 1998: 61).

Ekonomik olarak refah içindeki ülkelerde negatif reel faiz oranları görülürken, gelişmekte olan ülkelerde nispeten daha yüksek faiz oranları görülmektedir. Sonuç olarak, paranın zengin ülkelerden gelişmekte olan ülkelere akması söz konusu olmuştur (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 27). Yatırımcıların küresel ekonomik alandaki gelişmeleri yakından takip etmeleri gerekmektedir. Hem sermayenin geldiği ülkedeki ekonomik koşullar hem de sermayenin yatırılacağı gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik koşullar bu finansal hareketler üzerinde etkili olmaktadır. Gelişmiş ekonomilerdeki durgunluklar, yurtiçi kârların azalmasına neden olmakla birlikte, bu ülkelerdeki yatırımcıların ekonomik faaliyetlerin nispeten daha güçlü olduğu ülkelere taşınmasına yol açmaktadır. Ekonomik gidişat tersine döndüğünde ise sermaye akımlarında azalma meydana gelmektedir (Aydoğuş, 2023: 22). Ekonomik faaliyetlerdeki gerilemeler nedeniyle gelişmiş ülkelerdeki kârlılık oranlarının azalması, bu ülkelerden para çıkışına yol açmaktadır.

[7] LIBOR (London Interbank Offered Rate), Londra bankalararası para piyasasında geçerli olan borç verme faiz oranını ifade etmektedir.

Teknolojik gelişmeler sermayenin önündeki somut engelleri azaltmış ve dijital bir alemde dünya çapında hareketliliğini kolaylaştırmıştır. Bilişim sistemleri teknolojilerindeki ilerleme, sermayenin küresel piyasalarda dolaşımına ilişkin maliyetleri önemli ölçüde azaltmıştır. Dolaşım masraflarının azalması, küresel piyasalarda yatırım yapmanın cazibesini artırmıştır (Kaya, 1998: 28). Uluslararası piyasaların herhangi bir yerden gerçek zamanlı olarak izlenebilmesi ve bu piyasalara hızlı bir şekilde nakit aktarılabilmesi portföy yatırımlarının artmasına neden olmuştur. Böylece teknolojiyi benimseyen her ülkenin küresel finans piyasalarına dahil olması sağlanmıştır. Tüm küresel piyasaların eş zamanlı olarak izlenebilmesi ve finansal araçlar vasıtasıyla bu piyasalara hızlı bir şekilde nakit aktarılabilmesi, bu piyasalara aktarılan fon hacminin de artmasına neden olmuştur (Çolpan, 2008: 40). Buna bağlı olarak portföy yatırımlarının uluslararası yatırımlar içindeki payı da giderek yükselmiştir. Teknolojik gelişmeler sayesinde coğrafi olarak uzak ve ekonomik olarak bilinmeyen ülkelerin piyasaları artık yakından ve etkin bir şekilde izlenebilmektedir. Böylelikle sermaye akımları bu piyasalara doğru yönelmeye başlamıştır.

1.4.2. Sermayeyi Çeken (Pull) Faktörler

Bretton Woods sisteminin çöküşü ve 1970'lerdeki petrol krizi, küresel finans piyasasında yeni yapıların ortaya çıkışına işaret etmiştir. Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler, 1990'larda öne çıkan sermaye hareketlerine katılabilmek için finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik bir dizi önlem almışlardır. Sermaye çeken unsurlar, sermaye talep eden ülkeler tarafından ayarlanabilen faktörleri ifade etmektedir (İnandım, 2005: 17).

Muhafazakâr yatırımcılar güvenli yatırım araçlarını tercih etme eğilimindedir. Düşük büyümeli gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcılar sermayelerini yüksek getirili, hızla gelişen piyasalara yönlendirmektedir. Ekonomik kalkınma ve portföy yatırımları arasında karşılıklı bir ilişki söz konusudur. Basitçe ifade etmek gerekirse, ekonomik büyüme yaşayan piyasalara bir fon girişi olur ve bu portföy yatırımları ekonomik büyümenin ilerlemesine katkıda bulunur (Şenol ve Koç, 2018).

Uluslararası sermayeyi çeken unsurlar, ülkenin sermaye çekme kabiliyetine bağlı olarak kaynak aktarılan ülkenin içsel değişkenlerinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenler, ülkede ortaya çıkan çeşitli makro düzeydeki değişkenlerden ve yönetim otoritesi tarafından uygulanan politikalardan kaynaklanmaktadır. Yatırım çekmeye katkıda

bulunan içsel değişkenler arasında büyüme oranı, cari işlemler dengesi, yerel faiz oranı ve enflasyon oranı başlıca yer almaktadır.

Ödemeler dengesi, bir ulusun diğer uluslarla olan ekonomik etkileşimlerinin bir kaydıdır ve genellikle bir yıllık bir zaman dilimi boyunca gerçekleşen işlemleri incelemektedir. Adından da anlaşılacağı üzere, dönem sonunda borçlu ve alacaklı hesaplarının dengede olmasını sağlar. "Ödemeler dengesi açığı" veya "fazlası" terimi, genel denge her zaman sağlanmasına rağmen, ödemeler dengesinin alt hesaplarında meydana gelen açıkları ve fazlaları ifade eder (Seyidoğlu, 2003: 395). Örneğin, ithal edilen mal ve hizmetlerin değerinin ihraç edilen mal ve hizmetlerin değerinden fazla olduğu bir ülkede cari işlemler hesabı açık verecektir. Bu büyüklükte bir açık, ekonominin ithalat değerinin ihracat değerini aştığı ve ülkeden net döviz çıkışıyla sonuçlanan bir durum yaşadığını göstermektedir.

Cari işlemler hesabındaki bir açığı düzeltmek ve ödemeler dengesini yeniden sağlamak genellikle sermaye hesabındaki bir fazlalıkla mümkündür. Sermaye hesabı, bir ülkeye döviz giriş ve çıkışının izlendiği hesap türüdür. Bir ülkeye giren sermaye miktarı ülkeden çıkan miktarı aştığında sermaye hesabı açığı ortaya çıkar. Bu hesaptaki açık, cari hesapta bir fazlalık elde ederek veya dış borçlanma yoluyla fon elde ederek çözülebilmektedir. Ödemeler dengesinin alt hesaplarındaki açıklar ülkeye sermaye girişini gerektirir ve yabancı sermayeyi ülkeye çeken unsurlardan birisidir (Tezcanlı, 1994: 24).

Uluslararası yabancı sermayeler geldiği yerleşik ülkelere kıyasla daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olmaları nedeniyle çoğunlukla gelişmekte olan piyasalara doğru kaymaktadır. Önemli bir ekonomik büyüme yaşayan ülkelerin bu büyüme oranını sürdürmesi beklenmekte, bu da bu ülkelerdeki yatırımları uluslararası yatırımcılar için oldukça kârlı ve cazip hale getirmektedir. Yüksek ekonomik büyüme seviyelerinin sürdürülmesi, yatırımların devam etmesine bağlıdır. Ayrıca, yabancı yatırımcıların ülkedeki varlığı, ulusal tasarrufların yanı sıra yatırımları ve ekonomik büyümeyi de beraberinde getirmektedir (Çetin, 2008: 27).

Uluslararası sermaye akımlarının arkasındaki faktörlere ilişkin ilk ampirik araştırmalar, çoğunlukla bu sermaye hareketlerinin temel katalizörü olarak ülkeler arasındaki farklı faiz oranlarının varlığına odaklanmıştır (Goldstein ve Woglom, 1991: 21). Uluslararası sermaye akımlarını açıklamaya çalışan bu klasik bakış açısı, uluslararası

sermaye akımlarının ülkeler arasındaki göreli faiz oranı farklılıklarının bir ürünü olduğunu iddia etmektedir. Aynı zaman dilimleri için sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranları ile gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranlarının birleşimi, uluslararası göreli faiz oranı farklılıklarının artmasına neden olmaktadır. Bu da sermayenin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesiyle sonuçlanmaktadır (Cardoso ve Goldfajn, 1998: 167).

Sermaye talep eden ülkelerin, fon girişlerinin kendi ülkelerine doğru yönelmesini sağlamak için yerel faiz oranlarını sermaye fazlasına sahip ülkelerdeki faiz oranlarının üzerinde tutması gerekmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin yerel piyasalarındaki arz ve talep dinamiklerinden etkilenmektedir. Faiz oranı paritesi teorisi, tek fiyat kanununun küresel finans piyasalarında geçerliliği altında eşdeğer risk seviyelerine sahip iki piyasadaki faiz oranlarının aynı olacağını ileri sürmektedir. Bu piyasalardan herhangi birinde bir sapma olması durumunda arbitrajcılar devreye girecek ve sermaye, pozitif faiz oranı farkının olduğu ülke piyasasına doğru akacaktır. Bu sermaye akımları, ülkeler arasındaki faiz oranı farkları ortadan kalkıp denge sağlanıncaya kadar devam edecektir (Doğukanlı, 2017: 61-65).

Döviz kuru, uluslararası sermayenin bir ülke ekonomisine akışını etkileyen en önemli faktörlerden birisidir. Döviz kuru rejimi, döviz kurlarına ilişkin politikalar ve döviz kurlarının istikrarı, yabancı yatırımcıların sermayelerini nereye yönlendireceklerine karar verirken kullandıkları önemli faktörlerdir.

Uluslararası yatırımcılar, yatırımlarını çekmeye karar verdiklerinde döviz kurunun seyrini tahmin etmek için yatırım yaptıkları ülkedeki döviz kuru sistemini ve işleyişini dikkatle incelemektedir. Sabit ve dalgalı kur sistemlerinin uygulanmasına bağlı olarak, yatırımın vadesi sonunda öngörülen döviz kuru bu sistemlerde değişiklik gösterebilecektir. Örneğin, sabit kur politikası uygulayan bir ülkede yabancı yatırımcılar için kısa vadeli kur riski azalacaktır. Bu senaryoda yabancı yatırımcılar olası bir devalüasyon riskiyle karşı karşıyadır (Aydoğuş, 2023; 26). Serbest kur politikasının varlığında ise yabancı yatırımcılar için kur riski, ülke parasının değeri ve kurların gelecekteki değerleri, geçmiş kur hareketleri ve merkez bankasının serbest kura müdahalesi gibi faktörler tarafından şekillenmektedir.

Küresel yatırımcılar, konvertibl döviz varlıklarını bir ülkenin yerel para birimine dönüştürmek suretiyle yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Yatırım yaptıkları ülkeden kısa

ya da uzun bir vade diliminde çıkmak istediklerinde ise, yerli para cinsinden sahip oldukları mevcut varlıklarını kolaylıkla değiştirilebilecek alternatif bir para birimine çevirerek yatırımlarını geri çekeceklerdir. Bu çerçevede, istikrardan yoksun bir para biriminin yatırım süresinin sonuna doğru değer kaybetmesi halinde, fonlarını çekmek zorunda kalan yatırımcılar önemli mali kayıplarla karşı karşıya kalabileceklerdir (Alp, 2000: 191).

Genel fiyat seviyesindeki devamlı yükseliş olarak tanımlanan enflasyon, oransal olarak arttığından yatırımcılar için oldukça tehlikeli bir durum arz etmektedir. Enflasyon, üretim girdilerinin fiyatları yükseldiğinde ortaya çıkar ve maliyetlerin artmasına neden olur. Sonuç olarak, mal veya hizmetlerin satış fiyatı da gelecekte yükselebilmekte, ancak bu durum gelecekteki kârlılık üzerinde belirsizlik oluşturmaktadır. Uluslararası yatırımcılar açısından, enflasyonun ardından döviz kurlarındaki artış da bir risk doğurmaktadır. Döviz kurlarının değer kazanması, uluslararası yatırımcıların yatırımlarını yerel para biriminden yabancı para birimine çevirirken potansiyel kayıplara uğramalarına sebep olacaktır (Çetin, 2008: 36). Bir ekonomide süregelen yüksek enflasyon önemli bir tehlike oluşturmakta ve ülkeye yabancı sermaye girişini olumsuz yönde etkilemektedir.

Sermaye birikimi, bir ülkenin üretim gücünü belirleyen önemli bir faktördür. Ekonomik büyüme ve kalkınmayı teşvik etmek için sermaye birikimini hem nitelik hem de nicelik açısından artırmak gerekmektedir. Tasarruflar, bir ekonomide sermaye birikiminin nitelik ve niceliğinin artırılması için temel kaynak olarak hizmet etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelirin nispeten düşük olması, tüketimin payının daha yüksek olmasına ve dolayısıyla tasarruf oranının daha düşük olmasına yol açmaktadır. Ancak, mevcut düşük tasarruf oranları ülke içinde sermaye birikimini desteklemek için yetersizdir. Dolayısıyla, bu noktada yabancı sermayenin ülkeye girişi zaruri hale gelmektedir (Şimşek, 1996: 25).

Bir ülkenin ekonomisine giren yabancı fonun bileşimi de aynı şekilde son derece önem taşımaktadır. Eğer bu sermayenin önemli bir kısmı, bazen sıcak para olarak da adlandırılan spekülatif ve kısa vadeli yatırımlardan oluşuyorsa, bu durum ülke ekonomisi için potansiyel bir tehdit oluşturmaktadır. Nedeni ne olursa olsun ülkeden bu tür bir sermaye çıkışı, öncelikle döviz piyasaları üzerinde, ardından da çıkışın büyüklüğüne bağlı olarak diğer makroekonomik dengeler üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI

2.1. Yabancı Portföy Yatırımı Kavramı

Yabancı portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırımdan farklı olarak alternatif bir yabancı yatırım biçimidir. Yeni işletmelerin kurulmasını veya mevcut işletmelerin satın alınmasını içeren doğrudan yabancı yatırım, uzun vadeli yapısıyla karakterize edilir. Yabancı portföy yatırımları, finansal piyasalarda yapılan ve daha kısa vadeli olan yatırımları ifade etmektedir.

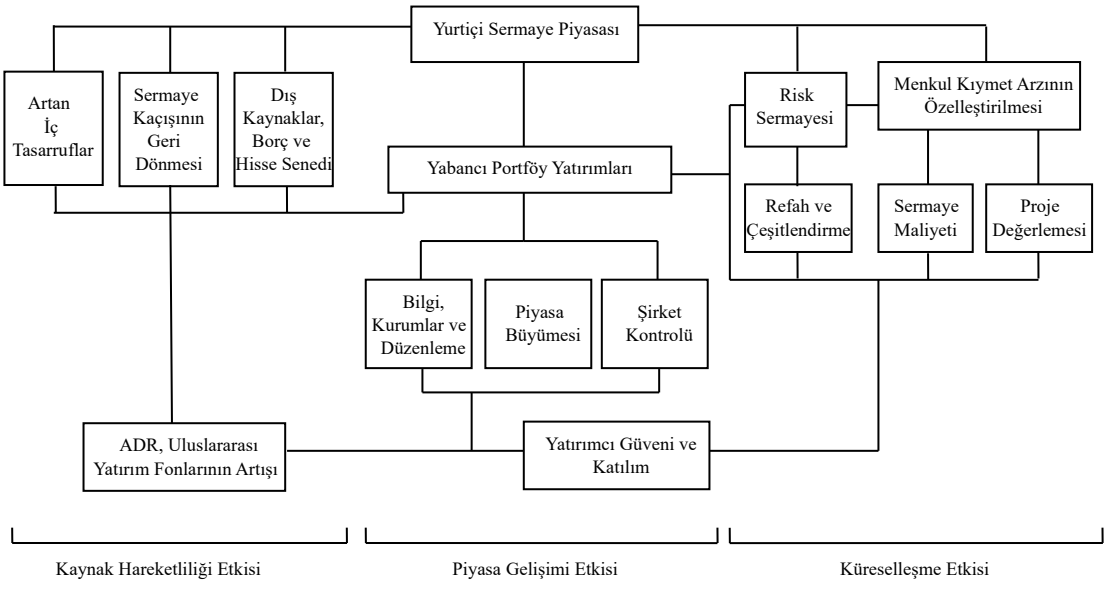
Portföy yatırımları hakkında farklı şekilde tanımlar bulunmaktadır. Portföy yatırımları, paralarını küresel sermaye piyasalarında hisse senetleri, tahviller ve diğer finansal araçlarda biriktiren bireyler tarafından yapılan yatırımları ifade etmektedir. Bu yatırımların amacı sermaye kazancı, faiz ve temettü geliri yoluyla kâr elde etmektir. Ancak söz konusu bu yatırımlar politik risk, ülke riski, döviz kuru riski, ekonomik risk ve bilgi riski gibi ek riskleri de beraberinde getirmektedir (İMKB, 1994: 8).

OECD tarafından tanımlandığı şekliyle yabancı portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırımdan ayrı olarak hisse senedi, tahvil, gayrimenkul ve ticari olmayan banka kredilerinin satın alınmasını ifade etmektedir. Yatırım tutarı yüzde 10'un altında olan hisse senetleri yabancı portföy yatırımı olarak sınıflandırılırken, yatırım tutarı yüzde 10'u aşanlar doğrudan yabancı yatırım olarak sınıflandırılmaktadır (TCMB, 2023: 1). Burada asıl önemli olan husus, hisse senetlerinin satın alınmasının ardındaki gerekçedir. Hisseler yatırım amacıyla satın alındıklarında yabancı portföy yatırımı olarak sınıflandırılırlar. Ancak, şirket üzerinde kontrol elde etmek amacıyla satın alındıklarında, doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedirler.

Uluslararası Para Fonu (IMF) yabancı portföy yatırımları için daha spesifik ve sınırlı bir yorum getirmiştir. Yabancı portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak menkul kıymetler, hisse senetleri ve borçlanma araçlarını içeren işlemleri kapsamaktadır. Sonuç olarak, bankalara yatırılan ve gayrimenkule aktarılan para yabancı portföy yatırımı olarak kabul edilmemektedir (Gökkent, 1997: 6). Portföy yatırımları, doğrudan yatırımların aksine, sermayenin biraz daha kısa bir süre için hareket etmesini içermektedir. Bu gerekçeden dolayı, genellikle sıcak para akışı olarak bilinmektedirler (Çapraz ve Demircioğlu, 2003: 19).

"Portföy" terimi, İngilizce' de "cüzdan" olarak tercüme edilen Latince "portafolium" kelimesinden gelmektedir. Portföy, bir bireyin sahip olduğu menkul kıymetler koleksiyonunun tamamını ifade etmektedir. Portföy, riski azaltmak ve getiriyi maksimize etmek için bir araya getirilen hisse senedi ve tahvil gibi en az iki finansal araçtan oluşan bir ürün grubunu ifade etmektedir. Bir portföy, yatırımcının hem risk hem de potansiyel getiri için özel seçimlerini yansıtan gayrimenkul ve hisse senetleri gibi hem maddi hem de maddi olmayan varlıkları kapsamaktadır (Usta, 2008: 283).

Portföy teorisi, yabancı portföy yatırımlarının aydınlatılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu düşünceye göre yatırımcı, belirli bir risk derecesinde mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmek amacıyla sermayesini farklı menkul kıymetler arasında paylaştıracaktır. Kârı maksimize etme arayışında olan yatırımcı, tüm varlıklarını tek bir menkul kıymete tahsis etmenin riskini azaltmak için çeşitli finansal araçlara yatırım yaparak çeşitlendirme stratejileri uygulayacaktır. Bunun sonucunda yatırımcı, yerel menkul kıymetlerin yanı sıra uluslararası menkul kıymetleri de satın almayı tercih edecektir (Seyidoğlu, 2003: 257).



Şekil 2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü
Kaynak: Errunza (2001), 710.

1980'lerin sonlarından bu yana, yükselen piyasa ekonomilerinin (GOÜ) çoğu, uluslararası yatırımları ülkelerine çekebilmek için sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları daha da gevşetmiştir. Sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların hafifletilmesi, yeni dış finansal varlıkların ve yabancı portföy yatırımlarının (YPY) olası

büyümesinin önünü açmış ve teşvik etmiştir. YPY, temel özelliklerinden olan etkin risk paylaşımı ve iyi dengelenmiş likidite akışları sunarak önemli bir alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Bu sayede şirketler, gelişmekte olan ekonomilerde karşılaştıkları özel, yerel ve küresel çaptaki riskleri paylaşarak, kolaylaştırılmış bir risk finansmanı ve yeni kaynaklar elde edebilmektedir. Şekil 2, YPY'nin üç temel etkisini, yani pazar genişlemesi, kaynak hareketliliği ve küreselleşmeyi göstermektedir (Errunza, 2001: 709).

Portföy yatırımlarındaki dalgalanmalar hem yurt içinde hem de yurt dışında çeşitli nedenlerden etkilenmektedir. Portföy sahiplerinin öncelikli amacı, koşullar ne olursa olsun sahip oldukları sermaye ile servetlerini korumak ve kazançlarını en optimum düzeye çıkarmaktır. Ülkelerin makroekonomik göstergelerinden ve küresel ekonomiden etkilenen portföy yatırımlarının hareketlerindeki volatilite, diğer yatırım türlerine göre oldukça yüksektir. Yerel ekonomide veya uluslararası ülkelerin önemli finans merkezlerinde görülen döviz kuru veya faiz oranlarındaki değişimler portföy yatırımlarının önemli ölçüde dalgalanmasına yol açabilmektedir (Aslan, 2010: 51). Portföy yatırımlarının bir ülke ekonomisine kazandırılması ve uzun vadeli mevcudiyeti, bu yatırımların makroekonomik olaylara karşı son derece duyarlı olması nedeniyle, ülkenin ekonomik koşullarıyla ilgili çeşitli unsurlara bağlıdır. Makroekonomik istikrar olarak bilinen bu unsurlar, ekonomik büyümenin hızını, döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı, uluslararası bankacılığın seyrini, tahvil ve pay senedi piyasalarının likiditesini ve yapılandırılmış sermaye piyasalarının mevcut durumunu kapsamaktadır. Sonuç olarak, yatırımcılar gerek gelişmekte olan piyasalardaki olumlu gelişmeler gerekse muhasebe ve bilgi standartlarındaki iyileştirmeler nedeniyle hisse senedi satın almaya motive olmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 21).

Sunulan gerekçelere dayanarak, küresel ekonomide gelişmiş statüde olan ilk 10 ekonomideki toplam portföy yatırımlarının diğer ülkelerdeki toplam yatırımlardan önemli ölçüde daha fazla olduğu Tablo 2'den açıkça görülmektedir. Bu durum, yatırımcıların bir ülkenin hukuki yapısını ve ekonomik istikrarını göz önünde bulundurarak portföy yatırımlarına ilişkin kararlar verdiğinin bir kanıtı niteliğindedir.

Öte yandan söz konusu bu ülkeler arasında Cayman Adaları'nın da yer aldığı görülmektedir. Gerek ülke nüfusu ve büyüklüğü bakımından küçük gerekse Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) bakımından oldukça düşük olmasına rağmen uluslararası sermaye hareketleri bakımından son yıllarda büyük bir cazibe merkezi haline gelerek 8. sırada yer

almaktadır. Şüphesiz bu durum üzerinde en büyük etken devletin uygulamış olduğu vergilendirme politikası olmaktadır. Herhangi bir nitelikteki kazanç ve gelir üzerinden verginin alınmaması uluslararası bireysel ve kurumsal yatırımcılar için Cayman Adaları'nı kıyı bankacılığı özelinde yatırım cenneti haline getirmektedir. Elbette ki bu senaryo özellikle sıcak para olarak adlandırılan uluslararası portföy yatırımlarının gideceği ülkenin hukuki ve finansal gelişmişlik düzeyinin yanı sıra elde edecekleri getiri düzeyine göre de hareket ettiğini göstermektedir. Bu davranış kısa vadeli yabancı sermayeyi, sundukları yüksek getiri potansiyeli karşısında gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları için önemli bir unsur haline getirmektedir.

Tablo 2. Varlık Büyüklüğüne Göre Gelişmiş Ülkelere Yapılan Portföy Yatırımları (Milyon $)

Ülke	Kısa Vadeli Borçlanma Araçları	Uzun Vadeli Borçlanma Araçları	Toplam Borçlanma Araçları	Hisse Senedi ve Yatırım Fonu Payları	Toplam Portföy Yatırımları
ABD	463,005	3,330,137	3,793,142	10,902,672	14,695,814
Lüksemburg	361,766	2,242,569	2,604,335	2,978,396	5,582,732
İrlanda	593,631	1,802,480	2,396,112	2,114,455	4,510,567
Japonya	29,842	2,265,995	2,295,837	1,954,861	4,250,698
Almanya	52,033	2,051,368	2,103,401	1,979,107	4,082,508
İngiltere	162,524	1,239,524	1,402,048	2,509,027	3,911,075
Fransa	323,692	1,673,971	1,997,663	1,014,305	3,011,969
Cayman Adaları	346,430	1,377,277	1,723,706	834,863	2,558,569
Kanada	9,405	596,023	605,428	1,694,526	2,299,955
Hollanda	46,614	879,109	925,723	1,092,725	2,018,449
Diğerleri	1,450,760	10,097,953	11,551,751	10,347,967	21,900,291
Toplam (Dünya)	3,839,701	27,556,408	31,399,147	37,422,906	68,822,626

Kaynak: IMF, https://data.imf.org/regular.aspx?key=32985 (17.03.2024).

Vade ve türlerine göre Türkiye'ye yönelik olarak gerçekleşen uluslararası portföy yatırımlarının yıllara göre izlemiş olduğu seyir Tablo 3 üzerinde görülmektedir. Borçlanma araçlarına ve hisse senetlerine yönelik gerçekleşen küresel yatırımlar dönem dönem dalgalı bir seyir izlemiş, özellikle 2010 yılından 2018 yılı sonuna kadar geçen sürede azalan bir trend göstermiştir. Buna karşın, 2019 yılından günümüze kadar ki periyotta rüzgâr tersine dönmüş ve söz konusu yatırımlar toplam bazda her geçen yıl yükselmiştir. 2021, 2022 ve 2023 yılları özelinde bakıldığında mevcut yabancı yatırımların borç senetleri ve pay senetleri arasında hareket ettiği gibi ilave yeni yabancı girişleri de gerçekleşmiştir. Unutulmamalıdır ki ülkede meydana gelen politika değişimleri ve sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler, dinamiği gereği uluslararası

sermayenin hızla reaksiyon göstererek finansal piyasalara girişine ve çıkışına neden olmaktadır.

Tablo 3. 2001-2023 Yılları Arası Türkiye' ye Yapılan Portföy Yatırımları (Milyon $)

Yıllar			Toplam Borçlanma Araçları	Hisse Senedi ve Yatırım Fonu Payları	Toplam Portföy Yatırımları
	Kısa Vadeli Borçlanma Araçları	Uzun Vadeli Borçlanma Araçları			
2001/12	33	464	497	49	546
2005/12	18	611	629	90	718
2010/12	0.67	1,856	1,857	370	2,227
2015/12	40	939	979	597	1,576
2016/12	13	774	787	497	1,283
2017/12	12	692	704	447	1,152
2018/12	3	760	763	380	1,143
2019/12	0.90	1,073	1,074	521	1,595
2020/12	3	842	845	1,056	1,901
2021/12	15	829	844	1,468	2,313
2022/12	196	1,386	1,583	1,177	2,760
2023/6	35	1,522	1,557	1,495	3,053

Kaynak: IMF, https://data.imf.org/regular.aspx?key=60587804 (17.03.2024).

1990'ların ilk yıllarında, küresel ekonomide ulusal sermaye piyasalarının hızla liberalleşmesi ve uluslararasılaşması, sermaye bileşenlerinin yanı sıra ürün ve hizmetlerin de hareketine yol açmıştır. Başlangıçta ABD ve İngiltere'de başlatılan ulusal finans piyasalarının serbestleştirilmesi, birçok yükselen piyasa ekonomisinde ilgi görmeye başlamıştır. 1990'lardan bu yana, tahvil ve hisse senetlerine yapılan portföy yatırımları, ticari banka kredilerinin uluslararası sermaye piyasalarında sahip olduğu baskın konumu devralmıştır. Portföy yatırımlarının küresel sermaye piyasalarındaki oranının artması, küresel ekonominin işleyişinde karşılaşılan finansal krizlerin dinamiklerinin de değişmesine neden olmuştur. Küresel piyasalardaki ekonomik krizlerin finansal nitelikte olması, portföy yatırımlarına özel bir vurgu yaparak, yabancı sermaye akımlarına bir bütün olarak odaklanılmasını sağlamıştır (Başoğlu, 2000: 89).

Global yatırımcılar ile yerli yatırımcıların farklı alım satım faaliyeti kalıpları sergilediğini öne süren bir literatür mevcuttur. Bu bağlamda formüle edilen teoremler Pozitif Geribildirim Ticareti (Positive Feedback Trading) ve Negatif Geribildirim (Negative Feedback Trading) Ticaretidir. Pozitif geri bildirim ticareti, hisse senedi yatırımcılarının fiyatları arttığında hisse senedi satın alması ve fiyatları düştüğünde satması modelini ifade etmektedir. Bu eğilim, zararı kes emirlerinin uygulanmasına,

yatırımcıların teminat çağrılarına tepki verememesine ve fiyatların pozisyon sürdürebilme sınırlarının altına düştüğünde satış yapma zorunluluğuna bağlanabilir. Negatif geri bildirim ticareti, yatırımcıların piyasa düşüşleri sırasında varlık satın almasını ve piyasa yükselişleri sırasında bunları satmasını içermektedir. Bu davranış, fiyatların yükseldiği dönemlerde varlık fiyatlarında balon oluşumuna caydırıcı bir rol oynarken, fiyatların düştüğü dönemlerde ise hisse senedi fiyatlarının daha da düşmesini engelleyerek piyasa istikrarını artırıcı bir rol oynamaktadır (Somuncu ve Karan, 2010: 150).

2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Özellikle küresel finans piyasalarındaki son gelişmeler, yurtdışı portföy yatırımlarında yaşanan hacimsel artışa ve bu yatırımları çevreleyen kapsamlı tartışmalara önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Ayrıca, finansal piyasalardaki artış, ülkelerin makroekonomik koşullarına ve yasal düzenlemelerdeki bazı değişikliklere de bağlanmaktadır. Yabancı sermaye akımlarının oluşmasına ve büyümesine katkıda bulunan değişkenleri aşağıdaki gibi listelemek mümkündür.

2.2.1. Küresel Piyasalarda Sınırların ve Kontrollerin Kaldırılması

Yasal olarak tutarlılığı sağlamak ve ülkelerin sermaye piyasaları arasındaki hizmetlerin serbestleşmesini teşvik etmek üzere çeşitli politikalar tasarlanmıştır. Bu çerçevede, en önemli gelişme olarak faiz oranları ve döviz piyasaları üzerindeki sınırlamalar kaldırılarak uluslararası sermaye akışı kolaylaştırılmıştır. Kendilerini bölgesel ya da küresel bir finans merkezi olarak konumlandırmak isteyen ülkeler, uluslararası mevzuatlarını ve vergi politikalarını mevcut uluslararası standartlarla uyumlu hale getirmek amacıyla değiştirmektedirler (Aslan, 2010: 53).

Yirminci yüzyılın sonlarında ortaya çıkan ve genel ekonomi ve finans piyasaları için geçerli olan bu yeni yaklaşıma göre, piyasa faaliyetlerini sınırlayan düzenlemelerin ortadan kaldırılması, devletin ekonomiye müdahalesinin azaltılması ve nihayetinde piyasa güçlerinin kaynak tahsisi, üretim ve fiyatlandırmayı belirlemesine izin verilmesi gerekmektedir. Başlangıçta varlıklı ülkelerde başlayan liberalleşme ve deregülasyon süreci, 1980'lerde çok sayıda gelişmekte olan ülkenin de katılımıyla küresel ölçekte hâkim bir paradigma haline gelmiştir. Serbestleşme alanında uygulanan temel tedbirler arasında, iç piyasada faiz oranları ve kredi limitleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, döviz piyasalarında piyasa tarafından belirlenen döviz kurlarının oluşturulması ve

uluslararası piyasada sermaye akımlarının serbestleştirilmesi yer almaktadır. Bu eylemler, piyasa sisteminin etkin bir şekilde işlemesini kısıtlayan engelleri ortadan kaldırmayı amaçlamıştır (Alp, 1999: 85).

2.2.2. Finansal Araçların Çeşitlilik Kazanması

1960'larda başlayan liberalleşme süreci, yatırımcıların değişen risk ve getiri tercihlerine bağlı olarak yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmakla kalmamış, aynı zamanda piyasadaki hali hazırda var olan finansal araçlara da ek roller yüklemiştir. Borsaların büyümesi ve daha entegre hale gelmesiyle birlikte hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak üzere birçok finansal araç yaratılmış ve piyasada işlem görmeye başlamıştır. Bu finansal araçlar, vadeli işlem piyasalarında işlem gören opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmeleri, swap sözleşmeleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi çeşitli finansal ürünleri kapsamaktadır. Bu yeniliklerin sonucunda, para veya diğer finansal varlıkların yönetilmesinde ihtiyaca göre küresel olarak kullanılabilecek onlarca farklı finansal araç türünden söz etmek mümkündür (Akdiş, 2002: 5).

2.2.3. Teknolojik Gelişmeler

Günümüzde uluslararası piyasalarda işlem yapmanın başlıca etkeni, finansal piyasalar ve enstrümanlardaki sayısız ilerlemenin yanı sıra, son yıllarda bilgi teknolojileri ve telekomünikasyon alanındaki gelişmelerdir. Modern teknoloji, küresel çapta finansal işlemleri kolaylaştırarak coğrafi olarak uzak ülkeler arasında sorunsuz alışverişlere olanak sağlamaktadır. Ayrıca, bu senaryo finansal kalemlerin hızlı bir şekilde hareket etmesini sağlamış, takas, mutabakat ve saklama süreçlerini kolaylaştırmış ve işlem masraflarının azalmasına neden olmuştur. Teknolojik gelişmeler ve azalan işlem maliyetleri sayesinde yabancı piyasalarda işlem yapmak daha kolay hale gelmiş, bu da işlem hacminin ve likiditenin artmasını sağlamıştır.

Avrupa borsaları 1986 yılına kadar tekel konumunda bulunmaktayken, 1986 yılında Londra Borsası, "büyük patlama" olarak bilinen bir dizi yasayı uygulamaya koyarak mevcut çerçeveyi altüst etmiştir. NASDAQ gibi dijital bir platform oluşturularak, piyasa yapıcısı konumundaki üyeler sistem içinde fiyat kotasyonu vermeye başlamışlardır. Halihazırda New York, Londra, Tokyo ve diğer önemli şehirlerde yerleşik küresel finans kuruluşları, dünyanın dört bir yanındaki müşterileri adına ticareti kolaylaştıran ve günün 24 saati kesintisiz çalışan sofistike sistemler kurmuşlardır.

NASDAQ, sistemler üzerinden işlem yapma konusunda dünya çapındaki en büyük örnektir. Fiziksel bir işlem alanı ya da yapısı bulunmayan NASDAQ Borsası'nda gerçekleştirilen her işlem yalnızca bilgisayar sistemleri aracılığıyla yürütülmektedir (Gürlesel vd., 1994: 57).

Teknolojideki gelişmeler ve küreselleşmenin hızla yayılması, yatırımcıların alternatif piyasaları takip etme sürecini basitleştirmiştir. Finansal piyasalarda kaydedilen ilerleme, yatırımcıları küresel piyasalarda daha kazançlı yatırım olanakları bulma konusunda güçlendirmiştir. Ayrıca, daha uyarlanabilir politikaların uygulanması ve finansal piyasalarda uzmanlaşmanın artması alternatif piyasalarda yatırım olanaklarını genişletmiştir. Bu gelişmeler, yabancı yatırımcıların küresel piyasalarda portföy yatırımları yapmalarını kolaylaştırmıştır (Ergün, 2004: 273).

2.2.4. Piyasalarda Rekabetin Artması

Finansal piyasalardaki rekabet, yatırımcılara yeni finansal araç ve hizmetler sunma imkânı vermektedir. Bu senaryo hem yerli hem de uluslararası yatırımcılara farklı kalite seviyelerindeki yatırım ürünlerine daha kolay ve uygun maliyetli bir şekilde ulaşma imkânı sunmaktadır. Rekabet gücünün artması, daha açık ve yasal düzenlemelere tabi bir piyasanın oluşturulmasını gerektirmektedir. Bu durum, uluslararası yatırımcıların piyasalara olan güvenini artırmakta ve mevcut piyasa riskini azaltarak yabancı portföy yatırımlarının büyümesini kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla, fon arz ve talebindeki rekabetin artmasıyla ortaya çıkan gelişmeler hem ulusal hem de küresel ölçekte finansal piyasaların etkinliğinin artmasına katkıda bulunmaktadır (Çetenak, 2006: 24).

2.2.5. Ülkelere Yönelik Nedenler

Yabancı yatırımcılar portföyleri için hangi ülkelere yatırım yapacaklarına karar verirken birçok unsuru göz önünde bulundurmaktadır. Bu faktörler iki gruba ayrılır: çekici faktörler ve itici faktörler. Portföy yatırımlarının bir ülkeden diğerine aktarılması, yüksek ve değişken enflasyon oranları, hisse senedi piyasalarındaki kısıtlamalar, durgun uzun vadeli büyüme, yetersiz teknolojik gelişme, döviz kurlarında ve faiz oranlarında sık dalgalanmalar, menkul kıymetlerin ve devlet fonlarının sınırlı mevcudiyeti ve türev piyasaların varlığı gibi çeşitli faktörlerden etkilenir. Bu faktörler genellikle "çekici faktörler" olarak nitelendirilmektedir. Bununla birlikte, yatırım yapılacak yerde yukarıda bahsedilen unsurların varlığı, yatırımcıların yatırım yeri seçimlerini belirlemeleri için yeterli olmayabilir. Ayrıca, yatırımcının kendi ülkesindeki bazı faktörlerin de

değerlendirilmesi gerekmektedir. Fonların yatırımcının kendi ülkesinden yabancı finans piyasalarına taşınması, düşük faiz oranları, düşük piyasa getirileri ve portföy çeşitlendirmesi eksikliği gibi faktörlerden kaynaklanmaktadır. Yatırımın menşei olan ülkede dikkate alınan unsurlar itici faktörler olarak adlandırılmaktadır (Aslan, 2010: 56).

1990'larda, yerleşik piyasalardaki düşük getiri oranları, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere portföy akışları için bir katalizör görevi görürken, gelişmekte olan piyasalardaki yüksek getiri oranları ve portföyleri çeşitlendirme şansı ise çekici teşvikler olarak hizmet etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasaları, sanayileşmiş ülkelerdeki hisse senedi piyasalarına kıyasla daha fazla getiri potansiyeli sağlayabilmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yüksek büyüme hızı, belirli sektörlerin gelişmeye devam etmesi, gelişmiş piyasalara kıyasla daha düşük işgücü maliyetleri ve sektördeki firmaların tekel konumu gibi piyasa yapısı faktörleri nedeniyle gelişmekte olan ülke firmalarının karlılık düzeyi artmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülke firmaları, maliyet etkin kaynak kullanımını teşvik eden hükümet düzenlemelerinden, üretim girdilerinin devlet tarafından uygun fiyatla tedarik edilmesinden, ihracata yönelik sübvansiyonlardan ve iç piyasaları rekabetten koruyan politikalardan faydalanmaktadır (Aggarwal, 1995: 235).

Literatürdeki çeşitli çalışmalar portföy yatırımlarının yönelimini etkileyen unsurları incelemektedir. Bu çalışmalar çeşitli zaman dilimlerini incelemiş ve hem sermaye girişi olan hem de sermaye ihraç eden ülkelerdeki bireysel değişkenlerin bu eğilim üzerindeki etkisini değerlendirmek için farklı istatistiksel yaklaşımlar kullanmıştır. Bu çalışmalarda sermaye ihracatçısı ülkelerdeki tahvil faiz oranları ve borsa getiri oranlarındaki dalgalanmaların etkilerinin yanı sıra sermaye ithalatçısı ülkelerdeki yüksek getiri fırsatları, yapısal reformlar, politik gelişmeler, özelleştirme faaliyetleri ve hedeflenen döviz kurlarının önceden açıklanması gibi unsurların portföy yatırımları üzerinde yarattığı etkiler de incelenmiştir (Çetenak, 2006: 26).

2.2.6. Portföy Çeşitlendirmesi

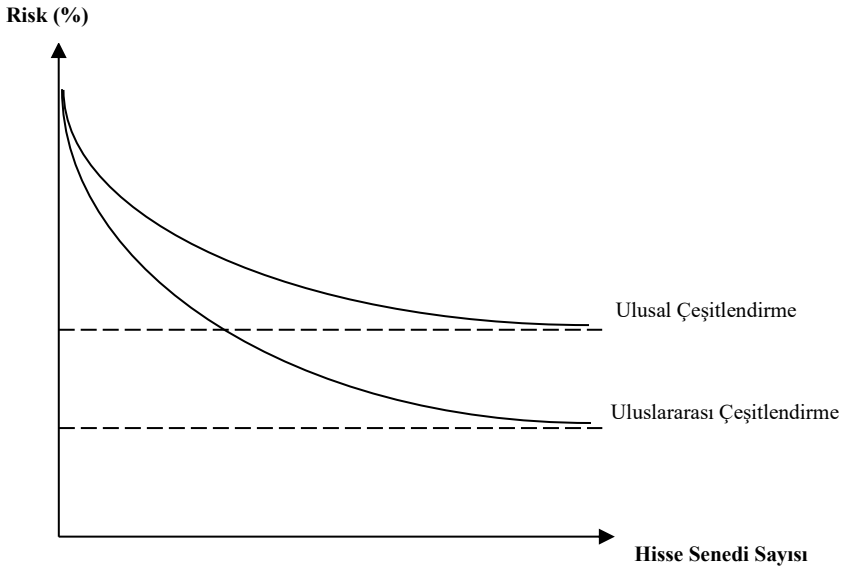
Portföy yatırımlarının büyümesi incelendiğinde, yerleşik ülkelerden yatırımcıların gelişmekte olan ekonomilere yatırım yapma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu tercih, yatırım portföylerini çeşitlendirme ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Aynı ekonomi içindeki işletmelerin hisse senedi getirileri kısıtlıdır ve güçlü derecede karşılıklı bağımlılık sergilerler. Ayrıca, aynı ekonomi içindeki menkul kıymetler için belirli bir

eşiğin ötesinde sistematik risk üzerinde kontrol sağlanamaması, uluslararası çeşitlendirmenin cazibesini artırmaktadır (Karan, 2018: 166-167). Portföy teorisi, birden fazla varlığın getirileri arasındaki korelasyonun düşük olması halinde, bu varlıkların bir portföye dahil edilmesinin toplam riski azaltacağını belirtmektedir. Bu nedenle, aynı ekonomi veya sektörde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri genellikle aynı yönde hareket ederken, farklı ülkelerin ekonomik yapılarındaki farklılıklar nedeniyle aynı yönde değişim sergilemezler. Sonuç olarak, diğer ülkelerin hisse senetlerine yapılan yatırımların getirileri arasında daha düşük bir ilişkinin varlığı beklenmektedir. Uluslararasılaşma, sadece yerel piyasalara yatırım yapmaya kıyasla riskin daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlamaktadır (Seyidoğlu, 2013: 426).

Son yıllarda portföy yatırımlarındaki artışa katkıda bulunan bir diğer faktör de gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan piyasa hisse senetlerine yatırım yaparak portföylerini çeşitlendirmelerinin cazip hale gelmesidir. Uluslararası çeşitlilik, aynı piyasada faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşan bir portföyde yerel çeşitlendirme yoluyla sistematik riski daha fazla azaltmanın sınırlı olması ve yetersizliği nedeniyle giderek artan bir ilgiyle karşılaşmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki korelasyonun sınırlı olması hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların portföylerini etkin bir şekilde çeşitlendirmelerine olanak sağlamaktadır. Bu durum, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına fon tahsis etmeleri için bir fırsat sunmakta ve dolayısıyla bu ülkelere sermaye akışını hızlandırmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının amacı, yurtiçi piyasalardaki portföy yatırımlarının aksine, birbirleriyle çok az korelasyonu olan finansal varlıkları bir araya getirerek öngörülen getirileri korurken riski en aza indirmektir (Doğukanlı, 2017: 254-259).

Yatırımcının yalnızca yerel finansal araçlara yatırım yapması, olası finansal varlık havuzunun önemli bir yüzdesini portföyünden çıkarması anlamına gelmektedir. Bunun doğrudan bir sonucu olarak, gereğinden fazla risk almasına rağmen, daha büyük potansiyel karları da kaçırabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımları, portföye dahil edilebilecek yatırım araçları yelpazesini genişletmektedir. Böylelikle yatırımcılar, daha düşük risk seviyesine sahip ancak aynı beklenen getiriyi sunan yatırımları ya da daha yüksek beklenen getiriye sahip ancak aynı risk seviyesini taşıyan yatırımları seçmek için daha geniş bir opsiyon aralığına sahip olmaktadır (Çetenak, 2006: 28).

Uluslararası varlıkların portföye dahil edilmesi, toplam portföy riskinin azalmasına yardımcı olmaktadır. Şekil 3'e göre, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföy, yalnızca yerli hisse senetlerinden oluşan bir portföye kıyasla daha düşük risk taşımaktadır.



Şekil 3. Uluslararası Çeşitlendirme ve Risk
Kaynak: Doğukanlı, (2017: 258)

ABD'de yapılan bir araştırma, tamamen çeşitlendirilerek ABD şirket hisselerinden oluşan bir portföye ilişkili riskin, ortalama bir ABD şirketinin hisse senedi riskinin yaklaşık %27'si olduğunu ortaya koymuştur. Basitçe ifade etmek gerekirse, bu ülkede iyi çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olmak, bireysel hisse senetlerine yatırım yapmaya kıyasla portföyün riskini yüzde 73 oranında azaltmaktadır. Aynı araştırmaya göre, uluslararası çeşitlendirilmiş bir portföyün risk seviyesi, herhangi bir ABD hisse senedinin risk seviyesinin yüzde 12'si olarak belirlenmiştir. Kısacası, dünya çapında çeşitlendirilmiş bir portföy, sadece yerel hisse senetlerinden oluşan bir portföye kıyasla riskin sadece yarısını barındırmaktadır (Solnik ve McLeavey, 2003: 173-179).

Uluslararası portföy çeşitlendirmesi üzerine yapılan araştırmalar, küresel olarak çeşitlendirilmiş portföylerin, yalnızca yerel yatırımlara odaklanan portföylere kıyasla, öngörülen belirli bir getiri düzeyi için daha düşük risk veya belirli bir risk düzeyi için daha yüksek getiri sunma potansiyeline sahip olduğunu göstermektedir (Sarıtaş, 2007: 3. Burada önemli olan husus portföye dahil edilecek olan menkul kıymetler arasında mükemmel bir pozitif korelasyon bulunmamasıdır.

Ulusal düzeyde, uluslararası portföy çeşitlendirmesi yoluyla azaltılabilecek sistematik olmayan bir risk mevcuttur. İş döngüleri ülkeler arasında asenkron ve heterojen modeller sergileyebilir; bir ülke hızlı bir ekonomik genişleme yaşarken bir diğeri durgunluk döneminden geçebilir. Birçok ülkeye yatırım yapmak, yerel iş döngülerinin neden olduğu portföy dalgalanmalarını azaltmaya yardımcı olabilir. Böylece, kısıtlı yurtiçi yatırım seçeneklerinden kaynaklanan sistematik risk potansiyeli, yatırım olanakları hem yerel hem de küresel olarak genişletildiğinde sistematik olmayan bir riske dönüşmektedir (Melvin ve Norrbin, 2012: 188). Yatırımcılar sadece yatırımlarını farklı sektörler arasında çeşitlendirerek değil, aynı zamanda farklı ülkeler arasında dağıtarak da ek avantajlar elde edebilirler. Diğer bir deyişle, portföyler yalnızca yerli şirketlerden oluştuğunda risk düzeyi azalır, ancak riskteki bu azalma yine de kısıtlıdır. Portföye yabancı ülkelerden şirketlerin dahil edilmesi risk düzeyinin azaltılmasına yardımcı olmaktadır (Eiteman vd., 2001: 636).

Yurtdışındaki menkul kıymetlerle çeşitli bir portföy oluşturma süreci, yerel hisse senetleriyle bir portföy oluşturma süreciyle belirli paralellikler ve zıtlıklar paylaşmaktadır. Yatırımcı, birbiriyle minimum korelasyona sahip uluslararası menkul kıymetleri portföyüne dahil ederek portföyün toplam riskini azaltmayı hedeflemektedir (Seyidoğlu, 2013: 432). Diğer taraftan, bir yatırımcı yabancı bir ülkeden bir menkul kıymet satın aldığında, esasen yabancı para birimi cinsinden değerlenen bir varlık edinmiş olacaktır. Dolayısıyla, sadece tek bir varlık satın alıyormuş gibi görünse de aslında iki varlık satın almaktadır: söz konusu ülkenin para birimi ve menkul kıymetin kendisi. Bu da iki farklı beklenen getirinin ve iki farklı risk seviyesinin varlığına işaret etmektedir. Dolayısıyla, portföyleri yabancı hisseleri de dahil ederek çeşitlendirme süreci, sadece yerli hisse senetlerine yatırım yapmaya kıyasla daha karmaşıktır ve ek olarak döviz kuru dalgalanmalarının riskini de bünyesinde barındırmaktadır. Çeşitli ülkelerin menkul kıymetleri ve para birimleri arasındaki korelasyon döviz kuru riskinden etkilenebilmektedir. Bu durumda da portföy oluşturma süreci sekteye uğrayabilmektedir (Kurt, 2007: 62).

2.2.7. Risk Faktörleri

Serbest piyasaya sahip ekonomiler istikrar sergilemektedir. Gelişmiş serbest piyasalara sahip olmayan ekonomilerin düzenli olarak dalgalanmalar yaşadığı bilinen bir gerçektir. Bu dalgalanmalar, piyasa tahmincilerinin gelecekle ilgili öngörülerinin

gerçekleşme olasılığını azaltmaktadır. Risk, yatırımın doğal bir bileşenidir ve tarih boyunca sürekli olarak endişe konusu olmuştur (Sayılgan, 1995: 324).

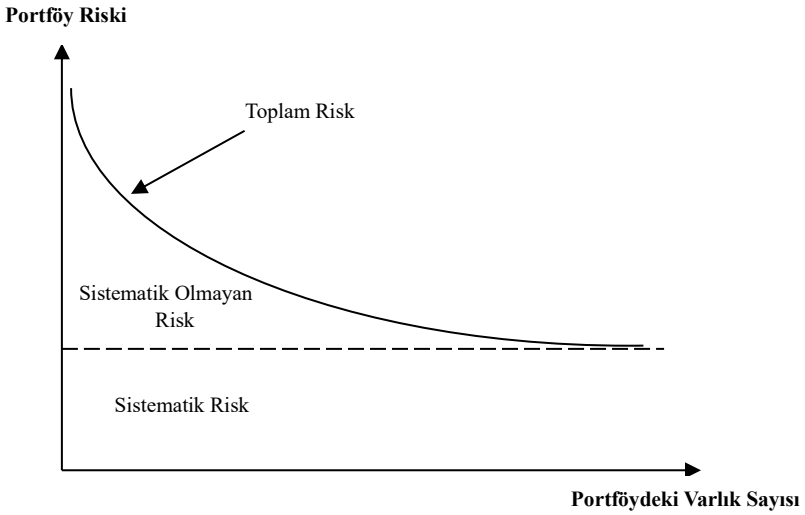
Bir finansal ürünün risk seviyesi, fiyatlandırmasının önemli bir belirleyicisidir. Getiri ve risk arasındaki güçlü bağ, yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Yabancı portföy yatırımları, belirli menkul kıymet türlerine, yatırım yapılan ülkeye ve yatırımcının farklı risk tercihlerine bağlı olarak değişen risk değişkenlerine sahiptir (Sarıoğlu, 2018: 41-42). Finansal piyasalardaki entegrasyon süreciyle eş zamanlı olarak sermaye hareketlerindeki artış ve paranın hızlı dolaşımı, yabancı yatırım kararlarında riskin önceki dönemlere kıyasla daha fazla dikkate alınmasına yol açmıştır. Daha önce yabancı sermaye hareketlerine çok sayıda sınırlama ve yasal engel uygulayan birçok ülke, finansal serbestleşme süreciyle bu kısıtlamaları ortadan kaldırmıştır. Hem yurtdışına giden hem de yurtdışından gelen sermaye için hizmetler sunmaya başlamışlardır (Aslan, 2010: 59).

Uluslararası yatırımcılar, yatırımları sonucunda temettü ve faiz gelirleri, sermaye kazançları/kayıpları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan kazançlar/kayıplar elde etmektedir. Yurtdışı piyasalarda yatırım yapmayı tercih eden yatırımcılar, hisse senetleri, sabit ve değişken faizli tahviller ve vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri gibi enstrümanları içeren spekülatif işlemlerde bulunabilirler. Farklı para birimlerinde yapılan yatırımlar, yatırımcıları yatırım süresince özellikle yatırımın yapıldığı ülkeye ilişkin çeşitli risk faktörlerine maruz bırakmaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 31).

Finansal kazançların yanı sıra, riskin dikkate alınması da bir o kadar önemlidir. Risk, bir yatırım veya menkul kıymetten elde edilen gerçek getirinin beklenen getiriden sapması durumunu ifade etmektedir (Okka, 2005: 311). Bir yatırımcı, çeşitli yatırım seçeneklerini dikkatlice seçerek ve farklı bir portföy oluşturarak yatırım riskini azaltabilir. Modern finans literatüründe risk, getirilerdeki değişkenlik derecesi ile ölçülmektedir. Varlıkları çeşitlendirerek ve çeşitli ülkelerden varlıkları dahil ederek, getirinin değişkenliğini azaltmak ve portföyün riskini en aza indirmek mümkün olabilmektedir. Yatırımcının portföyü büyüdükçe, istenen çeşitlendirme seviyesini korumak için ek varlıklar edinmeye çalışacaktır. Refah seviyeleri yükseldikçe, ülkeler arasında uluslararası para akışında bir artış olacaktır. Bunun nedeni yatırımcıların ellerindeki portföyleri korumak ve muhafaza etmek isteyecek olmalarıdır. Dolayısıyla, refah arttıkça,

uluslararası faiz oranları aynı kalsa bile, iki yönlü sermaye akışlarında gözle görülür bir artış yaşanacaktır (Melvin ve Norrbin, 2012: 186-189).

Kâr elde etmek amacıyla fonlarını çeşitli finansal araçlara tahsis eden yatırımcılar hem sistematik hem de sistematik olmayan risklerle yüzleşmektedir. Bir menkul kıymetin getirisi ile kendi kategorisindeki diğer araçların getirisi arasında bulunan doğal ilişki nedeniyle, bu yöndeki bir çeşitlendirme sistematik riski tamamen ortadan kaldırmak için yeterli olmayacaktır (Sevil, 2001: 8). Varlık çeşitlendirmesinin sistematik ve sistematik olmayan portföy riski üzerindeki etkisi Şekil 4 yardımıyla görülmektedir. Portföye eklenen menkul kıymetlerin miktarı arttıkça, portföye ilişkin sistematik olmayan risk seviyesi azalır ve böylece genel risk seviyesinde de bir düşüş meydana gelir. Portföy riskinin sistematik risk seviyesine kadar düşürülmesi, sistematik olmayan riskin tamamen ortadan kaldırılmasıyla sağlanabilmektedir (Altay, 2012: 10).



Şekil 4. Portföydeki Varlık Sayısı ile Sistematik Olmayan Risk Ilişkisi
Kaynak: Altay (2012: 11)

Bu doğrultuda pazardaki tüm finansal varlıkları etkileyen risk unsurları ve sadece ilgili varlığın kendisine has olan risk unsurları, iki temel başlık altında sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak gruplandırılmaktadır.

2.2.7.1. Sistematik Riskler

Yıldırım ve Çolakyan (2014)'a göre sistematik risk, piyasadaki tüm şirketleri ve finansal araçları değişen ölçülerde etkilemektedir. Çeşitlendirme ile azaltılamayan bu risk, politik, ekonomik ve diğer karşılaştırılabilir faktörlerden kaynaklanmakta ve bunlar

aralarında güçlü bir pozitif ilişki sergilemektedir. Sistematik riskleri şu şekilde kısaca açıklamak mümkündür:

- **Piyasa Riski:** Piyasa riskinin ortaya çıkması, temelde herhangi bir ekonomik gerekçeye dayanmayan ve ağırlıklı olarak psikolojik nedenlerden kaynaklanan finansal araçların değerlerindeki dalgalanmalardan oluşmaktadır. Piyasa riski, menkul kıymetlerin fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle yatırımcıların finansal kayıplara uğrama potansiyelini ifade etmektedir. Sistematik bir risk olan piyasa riski, diğer piyasa varlıkları üzerindeki zararlı etkisine rağmen, hisse senetleri üzerinde daha önemli bir etkiye sahiptir (Bolak, 2004: 6). Bu risk, piyasadaki iniş ve çıkışların yatırım getirilerinde yol açtığı dalgalanmayı ifade etmektedir. Tüketici tercihlerindeki dalgalanmalar ve süregelen enflasyonist ortam, geleceğe yönelik beklentileri değiştirerek finansal araçların getirilerini önemli ölçüde etkilemektedir (Demireli, 2007: 125).

- **Politik Risk:** Bu risk türü, farklı hükümet düzenlemelerinin uygulanması nedeniyle işletmelerin piyasa değerlerinde düşüş yaşama potansiyelini ifade etmektedir. Özel mülkiyetin kamulaştırılması, yüksek vergi oranları, sermaye ve fiyat kontrolleri ve aşırı vergilendirme gibi hükümet eylemleri bu tehlikenin artmasına katkıda bulunmaktadır. Yabancı sermaye yatırımları genel olarak operasyonel risk, transfer riski ve kontrol riski olmak üzere 3 farklı şekilde etkilenmektedir (Eun ve Resnick, 2004: 368). Kırılgan ekonomiler üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu bilinen bu risk, politika ayarlamaları beklentisine rağmen, doğasında var olan öngörülemezlik nedeniyle hisse senedi piyasası üzerinde daha güçlü bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte, gelişmiş piyasalarda, düşük risk seviyesine rağmen, politika değişikliği uzun vadeli doğası ve önemli etkisi ile karakterize edilmektedir. Politik risk, silahlı çatışmalar ve gergin ilişkiler sonucunda yatırımcıların yabancı piyasalardaki yatırımlarını geri alamama potansiyelini ifade etmektedir (Köylü, 2020: 10-11).

- **Kur Riski:** Döviz kuru riski, ülke paralarının birbirleri karşısındaki değerlerinde öngörülemeyen değişimlerin firma değeri dolayısıyla yatırımcıların getirileri üzerindeki olumsuz etkisini ifade etmektedir (Doğukanlı, 2017: 155). Döviz kuru dalgalanmaları maliyetleri artırarak enflasyona yol açmakla birlikte ödemeler dengesinde karışıklıklara neden olmaktadır. Ödemeler dengesindeki bozulmalar

beraberinde enflasyon oranının yükselmesine sebep olmaktadır. Yatırım yapmadan önce öngörülen minimum enflasyon seviyesinde getiriye ulaşmayı hedefleyen yatırımcılar, paralarının değerini enflasyonun etkilerine karşı korumaktadır (Alakbarov, 2021: 28).

- **Faiz Riski:** Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalarla ilgilidir. Sabit getirili finansal araçlar faiz oranlarındaki değişimlere karşı çok daha hassastır. Hisse senetleri, sabit getirili araçlara kıyasla faiz oranı dalgalanmalarından daha az etkilenmektedir (Demireli, 2007: 125). Tahvil fiyatları ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Varlığın fiyatı yükseldiğinde, faiz oranları düşmektedir. Daha uzun vadeli sabit getirili ürünler, bu ilişkinin bir sonucu olarak faiz oranı dalgalanmalarına karşı daha duyarlıdır. Borçlanma araçları faiz oranı riskine açıktır. Faiz oranı riski, ihraççılar için faiz oranlarındaki değişikliklere duyarlı olan finansal ürünlerin finansman giderini ve kâr oranını etkilemektedir (Bolak, 2004: 13).

- **Enflasyon Riski:** Bir tasarruf sahibi için gelecekte beklenen getirinin piyasadaki öngörülemeyen enflasyondan olumsuz etkilenmesi durumunda ortaya çıkan risklerdir. Fiyatlar yükseldikçe paranın değeri düşer ve reel getirinin bir kısmının satın alma gücündeki azalma tarafından aşındırılmasına neden olur (Sayılgan, 2017: 586). Gelecekteki enflasyon beklentilerini çevreleyen belirsizlik nedeniyle, yatırımcılar enflasyon riskiyle karşı karşıyadır. Tasarruf sahipleri, getirilerinin verimliliğini korumak için enflasyon oranından daha yüksek reel getiri elde etme şansı sağlayan finansal araçlara yatırım yapmaktadır. Belirli bir nominal değeri olan ve kupon faizi içeren sabit getirili araçlar, artan getiri potansiyeline sahip hisse senetlerine kıyasla enflasyon nedeniyle kayıp yaşamaya daha yatkındır. Enflasyonun yükseldiği dönemlerde, fiyatlardaki artış tüketim harcamalarının artmasına yol açarak tasarrufların azalmasına ve maliyetlerin artmasına neden olmaktadır (Usta ve Demireli, 2010: 27).

2.2.7.2. Sistematik Olmayan Riskler

Sistematik olmayan riskler, belirli bir şirkete özgü olan ve farklı finansal varlıklar üzerinde olumsuz etkiye sahip olan spesifik riskleri ifade etmektedir (Özbilgin, 2012: 88). Bu riskler, yatırım portföyünün çeşitlendirilmesiyle azaltılabilirken, genel piyasa

koşullarından bağımsız olarak bir şirketin kârını etkileyen konuları ifade etmektedir. Sistematik olmayan riskleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Demireli, 2007: 126).

- **Finansal Risk:** Mali yapısı içerisinde yabancı kaynakların da bulunduğu bir kurumun borcunu geri ödeme kabiliyetinin kötüleşmesi finansal bir risk teşkil etmektedir. Söz konusu risk, bir kurumun hem anapara hem de faiz dahil olmak üzere ödünç aldığı fonları geri ödemeye ilişkin devam eden yükümlülüklerini yerine getirme konusunda karşılaştığı zorluklarla ilgilidir (Altay, 2012: 11). İşletmelerin piyasada borç biriktirmesi, satışlardaki dalgalanmalar, yönetim tarafından yapılan ve kredi değerliliğinin azalmasına yol açan hatalar ve diğer benzer olaylar finansal riskin büyümesine yol açmaktadır. Şirketlerin finansal kaldıraç oranlarının yükselmesi, yani tahvil ve banka kredisi gibi faiz yükümlülüklerinin artması ve bu taahhütlerin yerine getirilememesi riskli bir ortam oluşturmaktadır. Şirketlerin tahvil faiz ödemelerini karşılayamaması, mevcut zorluklarını daha da artırmakta, söz konusu şirketin itibarını ve hisse senedi getirilerini olumsuz etkilemektedir (Demireli, 2007: 126).

- **İş ve Endüstri Riski:** Bahsi geçen risk, kuruluşun ait olduğu sanayi sektöründen kaynaklanan spesifik bir risk türüdür. İşletmenin ürünlerine yönelik tüketicilerin zevk ve tutumlarında yaşanan farklılaşmalar, artan uluslararası rekabet, hammadde tedarikindeki zorluklar, işçi grevleri ve teknolojik yenilikler gibi çeşitli faktörler iş riskine neden olabilmektedir (Altay, 2012: 12). Bu risk, çeşitlendirme stratejileri uygulanarak azaltılabilmektedir. Sanayi sektöründe meydana gelen olumsuz bir olay, piyasada güçlü bir mali pozisyona sahip olan ve herhangi bir sorunu bulunmayan bir şirket üzerinde olumsuz bir etkiye neden olmaktadır. Çeşitli şirketlerin satış ve getirilerindeki dalgalanmalar hisse senedi değerlerinde değişikliklere yol açmaktadır. Herhangi bir sektörde beklenen olaylar sadece o sektörde faaliyet gösteren firmalar üzerinde etkili olacaktır (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 279).

- **Yönetim Riski:** Şirket yöneticilerinin yetki ve sorumlulukları dahilinde alınan kararların güvenilirliği ile ilişkili bir risk türüdür. Dolayısıyla, yönetim riskinin diğer risk türleri üzerindeki etkisi, yöneticilerin uzmanlık ve yetkinliklerine bağlı olarak artıp azalabilmektedir. Yöneticilerin vermiş oldukları yanlış kararlar hedeflere ulaşılmasını engelleyerek riski artırırken, ihtiyatlı kararlar almak

beklentilerin karşılanma olasılığını güçlendirmektedir (Altay, 2012: 13). Firmaların başında deneyimli ve başarılı profesyonel yöneticilerin istihdam edilmesinin hisse fiyatlarının artmasına katkıda bulunduğu tespit edilmiştir. Bir işletmede verimlilik ve karlılık gibi belirli performans göstergelerine ulaşma olasılığı, yönetimin etkinliğiyle ve haliyle yönetimin niteliğiyle de oldukça yakından ilişkilidir (Sayılgan, 2017: 589).

2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarını Engelleyen Nedenler

Küresel piyasalara yatırım yapmak çok sayıda avantaj sunarken, bu avantajlar yabancı yatırımın önündeki engellerden dolayı kısıtlanmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının önündeki başlıca engeller arasında bir ülkenin siyasi riski, vergilendirme sorunları, yönetim ile ilgili güçlükler ve bilgiye sınırlı erişim yer almaktadır. Politik risk yabancı yatırımcıların sermaye akışları üzerindeki kontrolleri, vergi ile ilgili sorunlar yabancı yatırımcılara uygulanan yüksek gelir vergisi oranlarını, idari sorunlar her ülkede menkul kıymetler için farklı prosedürleri ve bilgiye erişimdeki sorunlar ise yatırımcının ihtiyaç duyduğu kaliteli ve gerçek bilginin eksikliğini kapsamaktadır. Ayrıca, yurtdışı piyasalar tipik olarak yüksek işlem maliyetleri, azalan likidite ve verimlilik seviyeleri içerir ve bazı piyasalar kambiyo kontrollerine açıktır. Bu engeller ulusal sermaye piyasalarının uluslararası piyasalarla tam entegrasyonunu engellemekte ve yatırımcıların yurtdışında yatırım yapmasını sınırlamaktadır (Hirt ve Block, 2011: 510-512).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde son yirmi-otuz yılda sermaye üzerindeki düzenleme ve sınırlamalarda önemli bir azalma ya da tamamen ortadan kalkmalar meydana gelmiştir. Sınırsız para akışının olduğu küreselleşmiş bir ekonomide, yatırımcılar veya onların temsilcileri aktif olarak dünya çapında risk seviyesine göre maksimum getiri sunan yatırım fırsatlarını aramaktadır. Araştırmalara ve sonuçlara dayanarak, etkin sermaye piyasaları kavramı hakkında iki zıt bakış açısı ortaya çıkmıştır. Bu bakış açıları, sermaye üzerinde kontrolün olmaması, işlem maliyetlerinin bulunmaması, sermaye üzerinde herhangi bir verginin alınmaması, tam bilgi sahibi olunması ve önemli sayıda alıcı ve satıcının bulunması gibi temel varsayımlar üzerine kurulmuştur. Bir bakış açısına göre, bazı azalmalara rağmen, kurumsal ve diğer yapısal engeller varlığını sürdürmekte ve sermaye akımlarının tamamen serbestleşmesini engellemektedir. Bu yaklaşıma göre, finansal piyasalar daha liberal hale gelse de hükümetler hala etkin bir şekilde fon toplamak ve dağıtmak için piyasalara güvenme

konusunda çekincelere sahiptir. Sonuç olarak, özellikle yabancı yatırımcıların ulusal piyasalara girmeleri yasaklanmaktadır (Shapiro, 2013: 435).

Bu anlayışın aksine, kurumsal engellerin olmamasına rağmen, sermaye serbestçe hareket edebilse de yatırımcılar daha yüksek getiri peşinde koşmak yerine kendi ülkelerinde kalmayı ve orada yatırım yapmayı tercih etmektedir (Gökkent, 1997: 3-4). Bu perspektifi destekleyecek şekilde, son zamanlarda yukarıdaki engellerin azalmasına ve küresel yatırımın avantajlarına rağmen, yabancı yatırımın toplam küresel yatırım içindeki oranı oldukça düşük seyretmektedir. Yerli yatırımcılar, teorinin öngördüğü gibi, yatırımlarını yabancı ülkelere tahsis etmek yerine kendi ülkelerinin menkul kıymetlerine yatırım yapma eğilimini daha fazla göstermektedirler (French ve Poterba, 1991: 1; Tesar ve Werner, 1995: 113).

Finansal piyasaların globalleşmesi ve teknolojideki ilerlemeler sayesinde sermayenin hareketi, Adam Smith ve David Ricardo'nun karşılaştırmalı üstünlük ve klasik ticaret hakkındaki fikirlerinde öngördüklerinden çok daha akışkan hale gelmiştir. Milyarlarca dolar, risklerden kaçınmak ya da fırsatlardan yararlanmak ve kâr elde etmek için saniyeler içinde dünya çapında hızla transfer edilebilmektedir. Sıcak para hareketleri son derece likittir ve ekonomiye hızlı ve zahmetsiz giriş-çıkışları nedeniyle engellenebilmektedir (Kaya, 2011: 95). Yabancı portföy yatırımları (YPY) çevreleyen çeşitli eleştiriler olsa da bu yatırımlara tamamen karşı çıkmanın ve ülkeye girişlerini engellemenin haklı olduğunu iddia etmek mantıklı bir yaklaşım değildir. Küreselleşmenin ve teknolojik ilerlemelerin mevcut durumu göz önüne alındığında hem finansal hem de yapısal çeşitli kontrol mekanizmalarını kullanarak hedeflenen ekonomik kazanımları elde etmek için portföy yatırımlarını stratejik olarak yönetmek ve yönlendirmek belirli bir dereceye kadar mümkün olabilmektedir (Açıkalın ve Ünal, 2009: 25-26).

Uluslararası portföy yatırımları son yıllarda hızla artmış olsa da fon sahiplerini global piyasalara yatırım yapmaktan vazgeçirebilecek bazı evrensel unsurlar bulunmaktadır. Aşağıda bu engellerin bir listesi yer almaktadır.

2.3.1. Yabancı Piyasalara Uzaklık

Kültürel konular, yurt dışı piyasalara yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri için en büyük zorluğu teşkil etmektedir. Yatırımcılar genellikle yabancı piyasalar ve kültürler hakkında bilgi sahibi değillerdir. Yatırımcıların karar verme ve işlem yapma süreçleri, yabancı piyasalarda raporların oluşturulma ve sunulma şekli, işlem düzenlemeleri, dil

farklılıkları ve zaman dilimi uyumsuzlukları gibi çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Sonuç olarak, bu iletişim sorunlarının bir neticesi olarak, çok sayıda yatırımcı işlemlerini yerel brokerlar aracılığıyla yapmayı tercih etmektedir. Yetersiz bilgi, uluslararası piyasaların mevduat sahipleri için daha yüksek düzeyde risk oluşturduğu algısına yol açmaktadır (Aslan, 2010: 62).

2.3.2. Yasal Düzenlemeler

Bazı ülkelerdeki yasal düzenlemeler ve mevzuatlar, tasarruf sahiplerinin yabancı piyasalarda yapabilecekleri yatırım miktarına kısıtlamalar getirmektedir. Döviz ve sermaye kontrolleri ile ilgili olarak, yatırımcılar portföylerinde izin verilen yabancı varlıkların yüzdesine ilişkin kısıtlamalar gibi belirli yatırım sınırlamalarıyla karşılaşabilmektedir. Bu kısıtlamalar çoğunlukla gelişmekte olan ülkeleri hedef almakla birlikte, giderek daha uyarlanabilir hale gelmektedir (Solnik ve McLeavey, 2003: 141). Örnek olarak, yabancı yatırımcılara uygulanan kısıtlamalar kapsamında Tayland, Meksika ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerde yerli şirket hisselerinin %49'a kadar olan kısmı için yabancılara satışına izin verilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 412).

Yabancı yatırımcılar küresel sermaye piyasalarında sınırlamalarla karşılaşsalar da bu sınırlamalar özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha yaygındır. Sınırlı likidite ile karakterize edilen piyasalarda ve istikrar sağlanamayan ekonomilerde, hem ülke dışında yatırım yapmak isteyen yerel yatırımcılar hem de ülkeye girmeye çalışan yabancı yatırımcılar için daha büyük düzenleyici sınırlamaların olduğu bir gerçektir (Aslan, 2010: 62) .

Sermaye giriş-çıkışları, uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar, para birimi değerlerindeki potansiyel dalgalanmalar, vergi oranlarındaki değişiklikler, enflasyon ve siyasi istikrarsızlıklar gibi çeşitli faktörlerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu faktörler sermayenin ülkeler arasındaki hareketi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Sermaye kıtlığı yaşayan ülkeler faiz oranlarını artırarak sermaye girişlerini çekmeye çalışırlar. Sermaye girişleri, alıcı ülkelerin ödemeler dengesi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmakla birlikte, çıktıkları ülkelerin dış dengelerinde olumsuz bir etkiye sahiptir (Çetinkaya, 2007: 74-75).

2.3.3. Piyasa Etkinliği

Piyasa etkinliği, yatırım kararlarının önemli bir belirleyicisidir. Piyasa etkin olduğunda, yani piyasa fiyatı erişilebilen tüm bilgileri yansıttığında, piyasadaki ekonomik

aktörler piyasanın bu temel değerlendirmesine dayanarak üretim, tüketim ve kaynak kullanımına ilişkin rasyonel kararlar alabilmektedir. Fiyatların adil bir şekilde oluşturulması ve bu fiyatlar aracılığıyla temel bilgilerin hızlı bir şekilde yayılması ile karakterize edilen piyasa etkinliği, yabancı sermaye akışlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Likidite, piyasa etkinliğini belirleyen temel unsurlardan birisidir. Kıyasla yüksek likiditeye sahip daha büyük piyasalarda bulunan daha yüksek getiri potansiyeli nedeniyle, yatırımcılar genellikle portföylerinin sadece küçük bir kısmını daha küçük piyasalardaki menkul kıymetlere tahsis etmektedir. Bu senaryo, özellikle nispeten küçük piyasaların büyümesini engellemektedir (Abaan, 1995: 256).

2.3.4. Politik Risk

Politik risk, ev sahibi ülkenin politikalarının yabancı yatırımlara getirdiği sınırlamaları ifade etmektedir. Bir ülkenin siyasi çerçevesi ve istikrarı, uluslararası yatırımcılar için tasarruflarını nereye tahsis edeceklerine karar verirken çok önemli bir rol oynamaktadır. Bunun nedeni, yatırımcıların ülke ve bölgeyle ilgili tüm siyasi, ekonomik ve sosyal tehlikeleri kapsayan ülke riskine karşı duyarlı olmalarından kaynaklanmaktadır (Aslan, 2010: 63). Yatırım yapılan ülkede siyasi sorunların ve karışıklıkların varlığı, güvensizlik ortamı yaratacağından yabancı sermayeyi olumsuz etkileyecek ve sermayenin daha istikrarlı siyasi sistemlere sahip diğer ülkelere göç etmesine neden olacaktır. Ülkelerin siyasi istikrarı, tutarlı devlet politikalarının sürdürülmesi zorunluluğuna bağlıdır. Sık sık yaşanan hükümet değişiklikleri nedeniyle ülke politikalarında meydana gelen tutarsız değişimler, küresel pazarda ülkeye duyulan güveni sarsmaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 50).

Kalkınma aşamasındaki ülkeler, değişken makroekonomik politikalarının bir sonucu olarak sıklıkla ekonomik ve siyasi risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bu kapsamdaki riskler, finansal istikrarsızlık, para ve maliye politikaları arasındaki uyumsuzluk, ciddi boyutlardaki bütçe açıkları ve döviz kurlarının aşırı değerlenmesi ile karakterize edilmektedir. Ayrıca, söz konusu ülkeler gayri safi milli hasılaya oranla yetersiz sermayelendirme, piyasa araçlarının kısıtlı düzeydeki likiditesi ve kontrolsüz bir finansal sistem gibi kurumsal engellerle karşı karşıyadırlar (Akdoğan, 2019: 37).

2.3.5. Maliyetler

Yurt içi ve yurt dışı piyasalardaki yatırımlar incelendiğinde, yurt dışı piyasalardaki işlem maliyetlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Aşağıda belirli maliyet bileşenlerinin açıklamaları yer almaktadır.

- **İşlem Maliyetleri:** Yurtdışı yatırımlarla ilişkili işlem maliyetleri yerel yatırımlara kıyasla daha fazla olabilmektedir. Bir işlemin ortalama masrafını belirlemek, alış-satış farkı, zaman dilimi ve transfer komisyonları gibi faktörler nedeniyle güçleşmektedir. Sermaye piyasalarının serbestleşmesi ve uluslararası entegrasyonun ilerlemesi sayesinde hisse senedi işlem komisyonlarının değişkenliği azalmıştır. Hem likit hem de etkin olan piyasalarda işlem maliyetlerinin daha düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu senaryo, yatırımcıları yatırımlarını yerel piyasalar yerine uluslararası piyasalara yönlendirmeye teşvik etmektedir (Aslan, 2010: 64).

- **Vergi Yükü:** Yurt içi yatırım gelirlerine uygulanan vergilere kıyasla yurt dışı yatırım gelirlerine uygulanan daha yüksek vergi oranları, bazı ülkelerde yabancı yatırımcıları tasarruflarını yurt içi piyasalara kaydırmaya teşvik etmektedir. Ayrıca, bazı ülkelerde yabancı yatırımlardan elde edilen gelirlere çifte vergilendirme uygulanması, yatırımcıların birikimlerini yurtiçi piyasalara yönlendirmeleri için ek bir itici güç olarak hizmet etmektedir (Seyidoğlu, 2013: 475-478).

  Günümüzde vergiler sadece devlet için bir gelir kaynağı olarak değil, aynı zamanda ekonomik ve sosyal ilişkileri etkilemek ve zaman zaman siyasi hedeflere ulaşmak için bir araç olarak da kullanılmaktadır. Dolayısıyla vergilendirme, gelir eşitsizliğini azaltmak, bölgeler arasında adil yatırım dağılımını teşvik etmek, ödemeler dengesini korumak, enflasyonu sınırlamak ve ekonomik istikrara katkıda bulunmak gibi birçok fonksiyon üstlenmektedir (Can, 2003: 69).

- **Yönetim Ücretleri:** Global yatırım kuruluşları genellikle yurtiçi muadillerine kıyasla önemli ölçüde daha yüksek ücretler uygulamaktadır. Yabancı yatırım kuruluşlarının yüksek ücret talepleri, uluslararası veri toplama ve yayın ücretleri, menkul saklama ve takas, araştırma, uluslararası muhasebe sistemi ve iletişim giderlerine bağlı olarak şekillenmektedir (Satır, 2011: 21-22).

2.4. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülke Ekonomisi Üzerine Etkileri

Portföy yatırımı hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin yerel ekonomileri üzerindeki etkisini iki farklı açıdan değerlendirmek mümkündür. Ele alınması gereken hususlardan ilki, portföy yatırımlarının ekonomideki reel büyüme üzerinde yarattığı etkileridir. İkinci husus ise portföy akımlarının finans sektörüne girişi ile bunun potansiyel etkilerinin birbiriyle olan ilişkisidir.

2.4.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri

Global ekonomide ekonomik büyüme ve kalkınmanın sağlanmasında uluslararası fon akımları çok önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, az gelişmiş ülkelerin ekonomik genişlemesini finanse etmek için önemli bir araç olarak hizmet etmektedir. Yabancı portföy yatırımları yerel piyasalardaki likiditeyi artırmakta ve piyasanın etkin bir şekilde gelişmesini kolaylaştırmaktadır (Evans, 2002: 2). Hisse senedi portföy yatırımları, sermaye ithal eden ülkeler için uygun maliyetli ve kalıcı bir finansman aracıdır. Ayrıca, yatırımlardan elde edilen kazançların yeniden yatırıma dönüştürülmesi yoluyla ülkenin sermaye birikiminin artırılmasına yardımcı olmaktadır. Döviz birikimindeki artışla eş zamanlı olarak ithalat ve para arzındaki büyüme, tüketim ve yatırım harcamalarında bir artışa neden olmaktadır. Ulusal tasarrufların azalmasına yol açan bu senaryo, yurtiçi hasılanın artmasıyla sonuçlanmaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 28).

Bir ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyinin en önemli ölçütlerinden biri kişi başına düşen milli gelirdir. Ulusun refahı arttıkça, milli gelirin de aynı şekilde arttığı yaygın olarak kabul edilmektedir. Kişi başına düşen geliri artırmak için en önemli unsur üretkenliği artırmaktır. Üretim kapasitesinin artırılabilmesi ya da yatırım için kaynak yaratılabilmesi tasarrufların artmasına bağlıdır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde milli gelirin düşük olması nedeniyle vatandaşların tasarruf etme eğilimleri sınırlı kalmaktadır. Sonuç olarak, bireysel veya özel tasarruflarla hedeflenen büyüklüğe ulaşılamamaktadır (Sarılı, 2010: 30).

Bu noktada yabancı yatırımlar, yerli üretimi artırmayı ve böylece genel refah seviyesini yükseltmeyi amaçlayan yatırımlara bir alternatif olarak hizmet etmektedir. Ülkeye yabancı sermaye girişi bir yatırım kaynağı olarak kullanılmakta ve kazançların yeniden yatırımı yoluyla ülke gelirine katkıda bulunmaktadır. Uzun vadede, yabancı paranın ekonomiye girişi cari açık üzerinde olumlu bir etki yaratarak ödemeler dengesindeki açıkların azaltılmasına da yardımcı olmaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 29).

Yabancı sermaye, bir yandan ülkeye kaynak kazandırarak sermaye tasarrufu darboğazını hafifletirken, diğer yandan da ülkenin istihdam krizini olumlu yönde etkilemektedir. Yabancı para, kendi başına istihdam yaratmak için yeterli kaynağı olmayan yoksul ülkeler için istihdam fırsatları sağlamada çok önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, sermaye ülke dışına çıktığında, ülkenin sermaye stokunda oluşacak bir azalma ile hem ödemeler dengesi hem de işsizlik sorunlarının yeniden canlanmasına neden olacaktır (Vural, 2009: 37-38).

Yükselen ülke ekonomilerinin temel özelliklerinden biri olan bütçe açıkları, yüksek borç yükü ve kronik enflasyonist yapı, hükümetlerin uzun vadeli ekonomik stratejiler oluşturma kapasitesini engellemektedir. Bu nedenle, kısa vadeli yabancı fon girişleri, özellikle gelişmekte olan ekonomilerdeki tasarruf dengesizliklerinin giderilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Ancak ülkeye akan sıcak sermayenin ülkeyi terk etmesi, azalması veya durması ve ithalatın artması sonucunda cari işlemler bilançosunda önemli bir açık ortaya çıkmaktadır.

Bir ülke ekonomisinin uluslararası piyasalara açılması ve finansal piyasaların serbestleştirilmesi, özellikle ülke ekonomisinde makro ölçekte dalgalanmaların olduğu durumlarda istikrarsızlık üzerinde giderek artan bir etkiye sahiptir. Önemli bütçe açıkları ile uzun ekonomik dönemler yaşayan ülkeler, yabancı para akışını teşvik eden politikalar uygulayarak bu dengesizliklerin devam etmesine ve potansiyel olarak daha da kötüleşmesine neden olmaktadır (Aslan, 2010: 66). Geçici bir strateji olarak, hükümetler yabancı yatırımı ülkeye çekmek ve böylece mali açıkları gidermek için politikalar uygulamaktadırlar.

Kısa vadeli yabancı portföy yatırımları olarak da bilinen sıcak para, ekonomik büyüme ve kalkınma üzerinde kısıtlı ve kısa süreli bir etkiye sahiptir. Özellikle yüksek enflasyona sahip ülkelerde uzun süreli istikrarın sağlanmasında sıklıkla önemli bir zorluk teşkil etmektedir. Sıcak para, beklenen getiri ve risklerdeki dalgalanmalara karşı hızlı bir reaksiyon gösteren sermaye yatırımlarını ifade etmektedir. Bu nedenle, sıcak paranın sergilediği ani hareketlerinin önemi miktarından daha fazladır ve kısa vadeli sermaye yatırımları sıklıkla sıcak paranın yerine kullanılsa da ikisi arasında önemli farklar bulunmaktadır (Kasaboğlu, 2020: 61-62).

Ekonomi için dövizin istikrarlı bir piyasa fiyatına sahip olması önemli olmakla birlikte, özellikle spekülatif sermaye giriş ve çıkışları sırasında fiyatta aşırı bir dalgalanma

yaşanmaktadır. Sermaye hareketleri nedeniyle piyasada döviz arzı fazlası oluştuğunda, ekonomideki döviz kuru denge kurundan daha düşük seviyede gerçekleşecektir. Benzer şekilde, ülkeden önemli miktarda spekülatif sermaye çıkışı olduğunda, piyasadaki döviz arzının azalması sonucunda döviz kuru denge kurunun üzerine çıkacaktır (Atik, 2005: 13-14). Ekonomideki döviz kurlarının yüksek oynaklığı göz önüne alındığında, ihracat ya da yerel üretim için yatırım yapılması beklenememektedir. Kalkınmakta olan ekonomilerde meydana gelen ekonomik krizler, yatırımcıların varlıklarını ülke para biriminden yabancı para birimine çevirmeleriyle, yani sıcak para çıkışlarıyla aynı döneme denk geldiği görülmektedir (Aslan, 2010: 67).

2.4.2. Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri

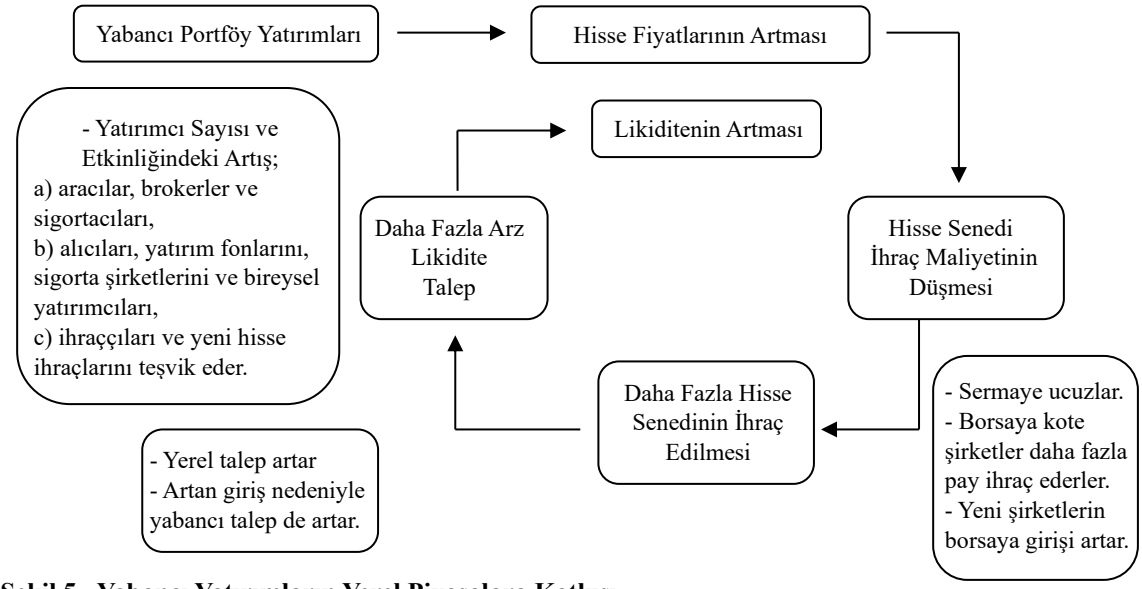
Sermaye piyasaları, şirketlerin kaynak eksikliklerini gidererek hisse senetlerini ve tahvillerini etkin bir şekilde pazarlamalarını kolaylaştırmaktadır. Bunun yanı sıra, mülkiyetin tabana yayılmasını teşvik ederek küçük tasarruf sahipleri için cazip getiri olanakları sunmaktadır (Afşar, 2004: 22). Ayrıca, hisse senedi piyasalarında diğer finansal piyasalara kıyasla daha fazla varlık çeşidi bulunduğundan, yatırımcıların servetlerini farklı kategorilerdeki araçlara yaymaları daha da kolaylaşmaktadır. Bu sayede sermaye piyasaları, yatırımcılar tarafından üstlenilen sermaye riskini ve maliyetini de azaltmaktadır (Vural, 2009: 39). Yabancı fon girişleri, bir ülkenin sermaye piyasaları üzerinde uyarıcı bir etkiye sahiptir. Ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için küresel sermayeden elde edilen avantajların en üst düzeye çıkarılması gerekmektedir. Bu ise ekonomide özelleştirme süreci gibi yapısal reformların da uygulanmasıyla hayata geçirilebilmektedir. Özelleştirmelerin sermaye piyasaları üzerinde geliştirici ve canlandırıcı bir etkisi bulunmaktadır. Ayrıca, küresel yatırımcıların portföy yatırımları yoluyla yurtiçi piyasalarda satın almalar yapması, hisse senedi fiyatlarının artmasına ve ilginin bu piyasalara doğru yoğunlaşmasına olanak sağlamaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 29).

Yabancı portföy yatırımlarının varlığı, beraberinde getirdiği düşük sermaye maliyeti ve daha dinamik bir hisse senedi piyasası sayesinde bir ülkede yeni hisse senedi arzlarının başlatılması için motive edici bir faktör olarak hizmet edebilmektedir. Benzer şekilde, bir ülke piyasalarında gerçekleşen portföy yatırımlarının hacminde meydana gelen büyüme, likiditeyi ve yerel sermaye piyasalarının etkinliğini artırmaktadır. Artan piyasa likiditesi, daha fazla piyasa derinliği ve daha geniş bir yatırım olanakları yelpazesiyle sonuçlanmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 209). Uluslararası portföy

yatırımlarının artan önemi, yabancı yatırımcıların küresel hisse senedi piyasalarında giderek daha fazla marjinal alıcı rolünü üstlenmeleriyle yakından ilişkilendirilmektedir. Marjinal alıcılar olarak da fiyatları her iki yönlü etkileme kabiliyetine sahip olmaktadırlar. Uluslararası yatırımcıların fon transferlerine artan katılımı küresel menkul kıymet fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır. Bu durum, yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymetlerini satmaya veya piyasadan çıkmaya karar vermeleri halinde ise fiyatlarda önemli bir düşüş olasılığını da beraberinde getirmektedir (Tezcanlı vd., 1994: 29-30).

Diğer taraftan uluslararası yatırımcıların kârları büyük ölçüde döviz kurlarındaki değişikliklerden etkilendiğinden, yabancı para piyasadaki dalgalanmalara karşı son derece duyarlıdır. Örneğin, bir ülkenin dış ticaret dengesinde meydana gelen ciddi bir bozulma para biriminin değer kaybetmesine yol açarak, hisse senedi fiyatlarının düşmesine ve sermaye çıkışının yaşanmasına neden olmaktadır. Bunun aksine, sermaye piyasalarında fiyatların artacağına dair yaygın bir beklentinin olması halinde ise döviz kuru değer kazanacak ve bu durum sermaye girişine yol açacaktır (Kaya, 1998: 40).

Ekonomistlere göre Yabancı Portföy Yatırımlarının (YPY) bir ülke ekonomisinin refah seviyesi üzerinde üç olumlu etkisi bulunmaktadır. İlk olarak, YPY'nin yarattığı sermaye girişleri, gelişmekte olan bir ülke için borç üstlenmeden bir yabancı kaynak edinme imkânı sunmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye yetersizdir ve YPY'nin devreye girmesi, yatırım büyümesini teşvik etmek için yurtiçi tasarrufları desteklemektedir. Gelişmekte olan piyasalarına döviz girişi sağlayan ülke aynı zamanda döviz baskısını hafifleterek temel yatırım kalemlerinin ithalatını da kolaylaştırmaktadır. Sağladığı ikinci bir avantaj ise, artan yabancı fon girişleri sayesinde sermayenin ülke içinde daha etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamasıdır. Bu bakış açısına göre, doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) gibi yabancı portföy yatırımları da düşük getirili fazla sermayeye sahip ülkelerden finansal kaynakları çekme ve bunları daha yüksek getiri sunan ve daha düşük sermaye arzına sahip ülkelere yönlendirme yeteneğine sahiptir. Düşük sermayeli ülkelere yönelik bu tür kaynak tahsisi, sermaye maliyetini düşürür ve böylece yatırım ve verimliliği de artırır. YPY'nin yerel sermaye piyasaları üzerinde önemli bir etkisi vardır ve bu da YPY'nin ülke ekonomisine sağladığı üçüncü ve en hayati faydasıdır (Pal, 2006: 3-4). Şekil 5 YPY'nin menkul kıymet piyasaları üzerinden yerel ekonomiye olan etkilerini göstermektedir.



Şekil 5. Yabancı Yatırımların Yerel Piyasalara Katkısı
Kaynak: Pal (2006: 4)

Bu bakış açısına göre, sıcak para hareketlerinin sağladığı en önemli avantaj, yurtiçindeki iyimser havayla birlikte menkul kıymet fiyatlarını yukarı yönlü yeni zirvelere taşımalarıdır. Bu avantaj, şirketlerin fiyat/kazanç (F/K) oranı üzerinde oldukça önemli bir rol oynarken, artan F/K oranları borçlanma maliyetleri üzerinde azaltıcı bir etki yapmaktadır. Bunun sonucu olarak da firmalar daha fazla yatırım yapma imkanına sahip olmaktadır. Azalan sermaye maliyeti ve menkul kıymet borsalarındaki yüksek talebin birleşimi, mevcut şirketleri daha fazla hisse ihraç etmeye ve yeni şirketlerin de halka arz olmalarını teşvik etmektedir (Akdoğan, 2019: 27). Yeni ihraç edilen hisse senetlerinin daha yüksek getiri sağlaması da ayrıca motive edici bir unsur olarak rol oynayacaktır. Bununla birlikte, şirketlerin pay senetlerine yapılan yatırımların özel sektördeki fiziki yatırımlarda sürekli bir artışa yol açmayacağını kabul etmek gerekmektedir. Yeni ihracı gerçekleştirilen hisse senetlerini ikincil piyasada temin etmek, birincil piyasada temin etmeye kıyasla daha kolay olabilmektedir. Bunun ilk sonucu, yatırımlarını genişletmeyi amaçlayan şirketlerin sermaye girişlerinde bir artıştan ziyade pay fiyatlarında bir yükselişin meydana gelmesi olacaktır (Kaya, 2011: 89). Talepteki bu artış, işlem hacimlerini ve likiditeyi artırarak piyasaların büyümesini ve ilerlemesini kolaylaştıracaktır.

Sonuç itibariyle, portföy yatırımları, döviz kurları ve menkul kıymet fiyatları arasında güçlü bir korelasyon bulunmaktadır. Gerçekten de bu iki değişken piyasa portföy yatırımları üzerinden birbirine bağlıdır ve karşılıklı etkileri nedeniyle finansal krizleri

tetikleme potansiyeline sahiptir. Ani sermaye hareketlerinin neden olduğu bir finansal felaketten kaçınmak için, finansal ve mali serbestleşmeyi hayata geçirmeden önce bankacılık ve finans sektöründe güçlü bir finansal altyapının geliştirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, fonların aktarılması için çok etkin bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda etkinlik, fon transferi sürecinde yer alan aracı kurumların sayısını artırmaktan ziyade, en ideal kullanıcıya en faydalı fiyatla ulaşma hedefini ifade etmektedir (Gündoğdu, 2014: 22). Bunun yanında, ülkeye giren yabancı sermayeyi gerektiğinde belirli sektörlere yönlendirmek için uygun bir kurumsal yapının oluşturulması gerekmektedir. Tedarikçiler ve talep edenler arasında fon alışverişini kolaylaştıran kurumun seçimi » bankacılık sistemi veya borsalar « bu noktada önem arz etmektedir. Aracı kurumların paranın nihai olarak nasıl kullanılacağı konusunda etkisi bulunmaktadır. Yasal mevzuatın yanı sıra finans sektörünün denetim işlevlerinin güçlendirilmesi de hayati önem taşımaktadır. Esasen, ülkelerin uluslararası portföy akımlarının avantajlarından yararlanabilmesi için güven üzerine inşa edilmiş sağlam bir bankacılık ve finans sistemine sahip olması çok önemli olmaktadır (Vural, 2009: 41).

2.5. Portföy Yatırım Teorileri Kapsamında Yabancı Portföy Yatırımları

Uluslararası sermaye yatırımları, yatırımcılar tarafından uluslararası piyasalarda pay senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımları kapsamaktadır. Buradaki temel amaç sermaye kazancı, faiz ve temettü gibi gelirler elde etmektir. Ancak bu yatırımlar global ölçekte siyasi risk, döviz kuru riski ve bilgi riski gibi ek riskleri de beraberinde getirmektedir. Portföy oluşturmanın birincil amacı çeşitlendirme yaparak riski en aza indirmek ve getiriyi en üst düzeye çıkarmaktır.

Yatırımcıların yabancı varlıkları neden portföylerine dahil ettiklerini anlamak için, yurtiçi yatırımlara yönelik ulusal portföy teorisini ve bunun küresel bir portföy stratejisine doğru evrimini kavramak gerekmektedir. Yurtdışı portföy yatırımlarının mantığı, yerel yatırım portföylerini yöneten fikirlerle yakından uyumludur. Her ne kadar uluslararası yatırım teorilerinin bir alt kümesi olsa da bu spesifik teori ve modeller yeterince analiz edilmemiştir (Kurt, 2007: 73). Halihazırda yabancı portföy yatırımları, yerel portföylere kıyasla farklı bir şekilde ele alınmaktadır. Kendine ait kapsamlı bir teoriden yoksun olmakla birlikte, teorik temeli halen geleneksel portföy teorileri içerisinde geliştirilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımlarının aksine yaygın olarak kabul gören fikirlerle desteklenmektedir. Reel yabancı yatırım modelleri ile kıyaslandığında, sıcak para hareketlerine yönelik yatırım modelleri tipik

olarak daha sade ve daha kolay sınanabilir niteliktedir. Bununla birlikte, DYY modelleri araştırma açısından daha büyük bir kapsamlılık, ölçülebilirlik ve karmaşıklık düzeyine sahiptir. Doğrudan ve dolaylı yabancı yatırımlar üzerine yapılan araştırmaların ortak özelliği, birbirlerini bir faktör olarak görmemeleri ve değerlendirmelerinin dışında tutmalarıdır (Du, 2003: 7).

Portföy teorisi, aynı risk seviyesini korurken daha yüksek bir beklenen getiri elde etmeyi veya aynı beklenen getiriyi korurken daha düşük bir risk seviyesine ulaşmayı amaçlayan portföyler oluşturmada yatırımcılara rehberlik etmektedir (Altay, 2012: 14). Portföy teorilerini açıklamak için başlıca iki temel yaklaşımdan bahsedilmektedir. Bunlardan birincisi geleneksel portföy teorisidir. Bu teorinin eksiklikleri ve teoriye yöneltilen eleştiriler zamanla modern portföy teorisinin doğmasına yol açmıştır. Modern portföy teorisi Markowitz'in ortalama-varyans modeline dayanmaktadır. Bununla birlikte, modern portföy teorilerinin geçerli bileşenleri olarak kabul edilebilecek alternatif görüşler de mevcuttur (Aksoy, 2014: 57). Bahsedilen söz konusu bu modeller; Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (ICAPM) ve Faktör Modelleridir.

2.5.1. Geleneksel Portföy Teorisi

Klasik portföy teorisi, her ne kadar bilimsel bir temeli olmasa da 1950'lere kadar yaygın olarak kullanılmış ve pratikliği nedeniyle de günümüzde kullanılmaya devam etmektedir. Geleneksel portföy teorisi, portföy yönetimini kendi metodolojileri olan bilimsel bir disiplin olarak kabul etmemektedir. Bunun yerine, portföy oluşturmak için bilimsel yaklaşımlardan ziyade yatırımcıların sezgilerine dayanan bir portföy stratejisine dayanmaktadır (Ercan ve Ban, 2018: 189).

Çeşitli sektörlerdeki şirketlerin menkul kıymetlerinin çeşitlendirilmesinin, yatırımcı getirilerinin artırılması ve riskin azaltılması üzerinde faydalı bir etkiye sahip olacağına inanılmaktadır (Civan, 2010: 298). Bu teoriye göre, "yumurtaları farklı sepetlere koymak" olarak ifade edilen çeşitlendirme yoluyla portföydeki yatırım aracı sayısının artırılarak portföy riskinin azaltılabileceği kabul edilmekte ve bu amaçla "portföyde ne kadar fazla yatırım aracı olursa portföyün riski o kadar az oluşur" politikası benimsenmektedir. Ancak bu teoride yatırım araçları ile bu araçların getirileri arasındaki ilişki ihmal edilmiş ve sadece çeşitlendirme üzerinde durularak geliştirilmiştir (Aksöyek ve Yalçıner, 2011: 383).

Geleneksel portföy teorisinde uygulanan yüksek oranlı çeşitlendirme sonucunda ise çok sayıda olumsuzluk ortaya çıkmaktadır. Bu olumsuzluklardan bazıları aşağıdaki gibidir (Özcan, 2013: 21);

- Portföy, riskleri üstlenilmemesi gereken menkul kıymetleri de içerebilir.
- Önemli sayıda hisse senedi satın alındığında, yöneticiler belirli şirketler hakkında kapsamlı bilgiye sahip olamayabilir.
- Önemli sayıda finansal varlığın satın alınması halinde bunların hepsi için mükemmel getiri sağlanamayabilir,
- Aşırı miktarda menkul kıymet edinmek, işlem masraflarının ve menkul kıymet analiz giderlerinin artmasına neden olabilmektedir.

Geleneksel portföy yaklaşımı, portföye dahil edilecek varlıklar arasındaki ilişkileri göz ardı etmekte ve varlık seçimi sürecinde kantitatif tekniklere yer vermemektedir. Markowitz'in ortalama-varyans modeli olarak da bilinen modern portföy teorisi, günümüz portföy yönetimi tarafından geleneksel portföy teorilerinin kısıtlarını gidermek amacıyla geliştirilmiştir. Geleneksel teorilerden farklı olarak modern portföy teorisi, yatırım enstrümanları arasındaki ilişkileri açıklamak için korelasyon katsayılarını kullanarak menkul kıymetler arasındaki ilişkileri dikkate almaktadır (Akdoğan, 2019: 31).

2.5.2. Modern Portföy Teorisi

Genellikle ortalama varyans yaklaşımı olarak bilinen modern portföy teorisi, 1952 yılında Harry Markowitz tarafından geliştirilmiştir. Geleneksel portföy teorisi, getirileri arasındaki karşılıklı ilişkilere bakılmaksızın, portföyün daha fazla sayıda finansal araçla çeşitlendirilmesiyle riskin minimize edilebileceğini öne sürmektedir. Buna karşın, modern portföy teorisi portföy çeşitlendirmesinin tek başına riski azaltmaya yetmeyeceğini savunmaktadır. Ancak, portföydeki yatırım araçları arasındaki etkileşimin yönü ve boyutunun dikkate alınması riskin azaltılmasında faydalı olabilmektedir. Öte yandan bu model, "Bütün yumurtaları aynı sepete koyma" deyimiyle özetlenen çeşitlendirme kavramını matematiksel olarak ele alan teorik bir çerçeve sunmaktadır (Civan, 2010: 304).

Modern portföy teorisi, portföy belirleme sürecinin iki farklı aşamaya ayrılabileceğini öne sürmektedir. İlk aşama, gözlemleme ve ilk elden deneyim kazanma

eylemiyle başlar ve finansal varlıkların olası performansına ilişkin bilgi edinilmesiyle sonuçlanır. İkinci safha ise portföyün geleceğine ilişkin öngörülerle başlar ve portföy seçimi ile neticelendirilir (Markowitz, 1952: 77).

Günümüz portföy teorisinin temeli olan Markowitz teorisi, yatırımcıların risk ve getiri arasındaki dengeye göre karar verdiklerini ifade etmektedir. Yatırımların getirisi normal bir dağılım izlediğinde, yatırımcının amacı riski en aza indirirken portföyün beklenen getirisini en üst düzeye çıkarmaktır. Bir başka deyişle, daha yüksek bir getiri elde etmek için belirli bir risk düzeyini üstlenmeye yönelik bir tercih söz konusuyken, düşük seviyedeki risk belirli bir getiri seviyesiyle ilişkilendirilmektedir (Aksoy, 2014: 58).

Markowitz geleneksel portföy yönetimi teorisine üç önemli yenilik getirmiştir;

- Markowitz, bir portföyün riskinin tek tek varlıkların riskinden daha düşük olabileceğini ve bazı şartlar dâhilinde portföyün sistematik olmayan riskinin tamamen ortadan kaldırılabileceğini göstermiştir. Böylece portföy yönetiminde kısımların veya parçaların toplamının bütüne karşılık gelmediğini ispat etmektedir.
- Yatırımcıların, aynı getiriyi sunmalarına rağmen daha yüksek riskli olmaları nedeniyle belirli portföyleri tercih etmeyeceklerini ileri sürmüştür. Tam tersine, aynı risk seviyesinde daha düşük getiri sağlayan bazı portföyleri de tercih etmeyeceklerdir. Sonuç olarak, bazı portföyler diğerlerinden daha üstün kabul edilmiş ve bu olgu üstünlük ilkesi şeklinde ifade edilmiştir.
- Markowitz, portföy seçiminin çeşitli hesaplamalarla oluşturulabilecek bir etkin sınır içerdiğini öne sürmektedir (Sayılgan, 2017: 583, Ercan ve Ban, 2018: 189).

Modern Portföy stratejisinin arkasındaki temel kavram, getirileri tamamen pozitif ilişkili olmayan varlıkları bir araya getirerek riski en aza indirmektir. Yatırımcılar genellikle fonlarını tek bir menkul kıymete yatırmak yerine birden fazla varlık arasında dağıtarak yatırımlarını çeşitlendirirler. Bu faaliyetin amacı, yatırımdan minimum risk ile maksimum getiri elde etmektedir. Portföy yönetiminde Markowitz yaklaşımı, kaynakların yatırım araçlarına farklı oranlarda tahsisini, bu yatırım araçlarının standart sapmalarını ve getirileri arasındaki kovaryansları dikkate alarak riski en aza indirmeyi hedeflemektedir (Fabozzi vd., 2011: 57-58).

Markowitz'e göre modern portföy teorisinin dayandığı temel ilkeler aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir (Usta, 2008: 311-312, Drake ve Fabozzi, 2010: 429);

- Yatırımcılar, belirli bir risk seviyesi göz önüne alındığında, yüksek getiriyi düşük getiriye tercih ederek rasyonel davranış sergilerler. Benzer şekilde, belirli bir getiri seviyesi göz önüne alındığında, düşük riske yüksek riske göre öncelik verirler.
- Yatırımcı kararları ve dolayısıyla kayıtsızlık eğrileri tümüyle risk ve beklenen getirinin temellidir.
- Menkul kıymetlerin standart sapması ve getirisi doğrusal olarak ilişkilidir.
- Yatırım araçları genellikle getirinin bir ölçüsü olarak ortalama beklenen getiriyi kullanırken, standart sapma beklenen getiriden sapma seviyesinin bir göstergesi olarak kullanılır ve bu da risk olarak kabul edilmektedir.
- Portföyün getirisi ağırlıklı ortalama getiri kullanılarak hesaplanırken, portföyün riski yatırım araçları arasındaki etkileşimi dikkate alan standart sapma ile ölçülmektedir.
- Yatırımcılar, satın almak istedikleri sermaye piyasası araçlarının işletmesi ve piyasası hakkında herhangi bir masraf yapmadan bilgi elde edebilmektedirler.
- Tüm yatırımcılar, finansal enstrümanların beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonları hakkında aynı bilgiye sahiplerdir.

Bu nedenle, aynı ekonomi veya sektörde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri genellikle aynı yönde hareket ederken, farklı ülkelerin ekonomik yapılarındaki farklılıklar nedeniyle aynı yönde değişim sergilemezler. Sonuç olarak, diğer ülkelerin hisse senetlerine yapılan yatırımların getirileri arasında daha düşük bir ilişkinin varlığı beklenmektedir. Uluslararasılaşma, sadece yerel piyasalara yatırım yapmaya kıyasla riskin daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlamaktadır (Seyidoğlu, 2013: 426). Bu sayede ulusal düzeydeki bir portföy çeşitlendirmesi ile azaltılamayacak olan sistematik olmayan risk, yatırımların hem yerel hem de küresel boyutta çeşitlendirilmesi sayesinde portföyde maruz kalınan sistematik ve sistematik olmayan risklerinde azaltılmasına katkı sağlamaktadır.

2.5.3. Finansal Varlıkları Fiyatlama Teorisi

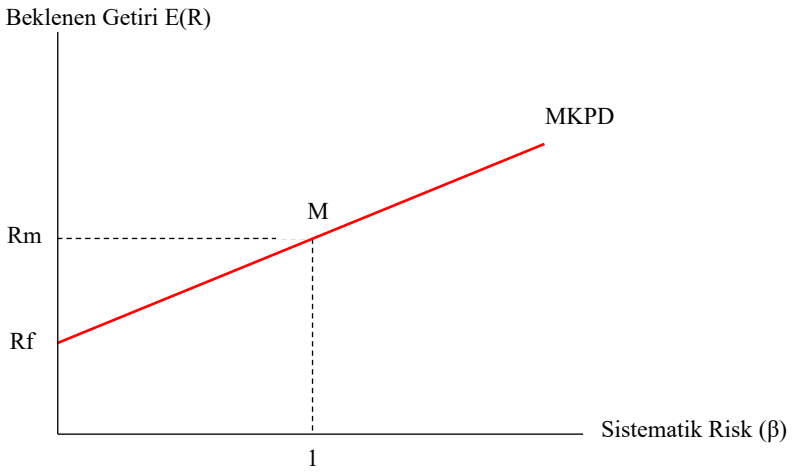
Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) portföy teorisinden türetilmiş doğrusal bir modeldir. Sharpe (1963), Lintner (1963) ve Mossin (1966) tarafından bir finansal enstrümanının piyasa riski (sistematik risk olarak da bilinir) ile buna karşılık gelen getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamak için formüle edilmiştir. Söz konusu model, yatırım araçlarının piyasa riskleriyle orantılı olarak makul bir getiri sağlayıp sağlamadığını değerlendirmektedir (Aksoy, 2014: 70-71). Bu çerçevede ne kadar risk o kadar getiri mantığı altında, bir sermaye piyasası aracının beklenen getirisinin yine o varlıkla ilişkili sistematik risk ile pozitif bir korelasyona sahip olması beklenmektedir.

CAPM portföy yatırımları için oldukça sık kullanılan bir modeldir. Menkul kıymet borsaları etkinlik sergiliyorsa, bu model hisse senedi değerlerini açıklamak için çok önemli bir temel işlevi görmektedir. Markowitz'in modern portföy teorisinden türetilen sermaye piyasası teorisinde modele risksiz finansal varlıklar dâhil edilmiştir. Risk içermeyen finansal ürünlerin modelde yer almaya başlaması, sermaye piyasası teorisinin gelişmesiyle sonuçlanmıştır (Yörük, 2000: 29-30). Bu model, yatırımcının risk barındıran hisse senetleriyle ilgilenmesinin yanı sıra, risksiz olduğu garanti edilen bir faiz oranından borç verme veya alma seçeneğine sahip olduğunu varsaymaktadır (Seyidoğlu, 2013: 430). Böylece Markowitz'in portföy teorisini genişleterek belirsizlik içeren durumlarda varlık değerlemesine ilişkin temel teoriyi geliştirmiştir.

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), gelecekte yatırım yapılması düşünülen finansal varlıklar için beklenen getiri oranının üstlenilen risk karşısında sağlanıp sağlanamayacağını incelemektedir. Bunun yanında henüz piyasada işlem görmemiş bir menkul kıymetin beklenen getirisini tahmin etmek için de teorik bir çerçeve sunmaktadır. Tüm bu varsayımlar, bir bireyin yatırımlarını nasıl tahsis etmesi gerektiği sorusundan, herkesin benzer şekilde yatırım yapması durumunda menkul kıymet fiyatları üzerindeki potansiyel etkinin araştırılmasına geçiş yapmamızı sağlamaktadır (Özcan, 2013: 25). Dolayısıyla menkul kıymetlerin riskleri ve getirileri arasında bir denge ilişkisi, tüm yatırımcıların kolektif davranışları analiz edilerek oluşturulabilmektedir. Her ne kadar fiili yatırım senaryolarında kısıtlar içerse de teori hem akademik hem de ampirik araştırmalarda kullanılmaktadır (Karan, 2018: 209).

CAPM' nin dayandığı çeşitli varsayımları şu şekilde listelemek mümkündür (Drake ve Fabozzi, 2010: 449, Hirt ve Block, 2011: 453);

- ❖ İşlem masrafı bulunmamaktadır.
- ❖ Finansal varlıklar sonsuza kadar bölünebilme özelliğine sahiptir.
- ❖ Vergilendirme (gelir veya kurumlar vergisi) durumu söz konusu değildir.
- ❖ Piyasa ideal bir tam rekabet gücü sergilemektedir.
- ❖ Yatırımcılar, yatırım tercihlerini beklenen getirileri ve bunlara karşılık gelen standart sapmaları dikkate alarak belirlemektedir.
- ❖ Risk taşımayan faiz oranlarıyla sınırsız borçlanma ve borç verme imkanıyla birlikte, sınırsız açığa satış yapma seçeneği de bulunmaktadır.
- ❖ Yatırımcılar, tek dönem bazında yaptıkları yatırımları için tek tip beklentilere sahiptir.
- ❖ Tüm finansal varlıklar piyasada alınıp satılabilir özelliktedir.



Şekil 6. Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu
Kaynak: Hirt ve Block (2011: 451)

Bu varsayımlardan hareketle elde edilen doğrusal ilişkilerden birisi de Menkul Kıymet Piyasası Doğrusudur (MKPD). MKPD, piyasadaki her bir sermaye piyasası aracı için beklenen getiriyi sistematik riskine göre hesaplamaktadır (Hirt ve Block, 2011: 451). Esasen, beklenen getiri ile bir varlık veya portföyün sistematik riski arasındaki doğrusal yönlü korelasyonu gösterir. Ayrıca hem riskli hem de risksiz varlıkları entegre eden modele dayalı bir M portföyü de söz konusudur. Bu portföy, piyasadaki tüm risk grubunda yer alan varlıkları kapsayan odaklanmış bir portföydür. Dolayısıyla, M portföyü sistematik olmayan hiçbir riski içermemekle birlikte tamamıyla çeşitlendirilmiş bir yapıya sahiptir. Daha açık bir ifadeyle, sadece sistematik riskleri barındırmaktadır (Kurt,

2007: 75). Yukarıda yer alan Şekil 6 üzerinde MKPD, sistematik risk (β) ile beklenen getiri E(R) arasında bulunan doğrusal yönlü ilişkiyi göstermektedir.

Sistematik riski (β) 1'in üzerinde olan finansal varlıklar atak (agresif) olarak kabul edilir ve sermaye piyasalarında yaşanan büyümelere ve gelişmelere kıyasla daha ciddi bir değer artışı gösterme eğilimindedir. Öte yandan, sistematik riski (β) 1'in altında olan finansal varlıklar muhafazakâr (defansif) olarak kabul edilir ve sermaye piyasalarında meydana gelen daralmalar sırasında piyasadakinden daha düşük düzeyde değer kaybına uğrama eğilimindedir. Riskli bir menkul kıymetin beklenen getirisi CAPM kapsamında Denklem 3'teki formül kullanılarak hesaplanmaktadır (Altay, 2012: 102):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \tag{3}$$

Formülde;

$E(R_i)$: i varlığına ilişkin beklenen getiriyi,

R_f : risksiz finansal aracın getirisini,

β_i : i varlığına ilişkin sistematik riski,

R_m : m pazar portföyü getirisini,

$R_m - R_f$: pazar portföyüne ilişkin risk primini ifade etmektedir.

Riskli bir finansal araca ilişkin beklenen getiri, risk içermeyen finansal aracın getiri oranı ile β (beta) ve piyasa risk priminin çarpılmasıyla hesaplanmaktadır. Belirli bir seviyede risk içeren bir menkul kıymetin getirisinin genel piyasa portföyünün getirisine olan hassasiyetini gösteren ve sistematik riski temsil eden beta aşağıdaki şekilde Denklem 4'teki gibi ifade edilmektedir:

$$\beta_i = \frac{Cov\,(R_m\,,R_i)}{(\sigma_m)^2} \tag{4}$$

Formülde;

$Cov\,(R_m\,,\,R_i)$: i varlığı ile m pazar portföyünün getirisi arasındaki kovaryansı,

$(\sigma_m)^2$: pazar portföyünün varyansını ifade etmektedir.

β katsayıları, genel piyasa hareketine ilişkin tahminlere dayalı olarak finansal varlıkları veya portföyleri seçmek için kullanılabilir. Piyasada genel bir yükseliş beklentisi hakimse, en yüksek beta değerine sahip enstrümanların seçilmesi tavsiye edilmektedir. Bunun aksine, böyle bir beklenti yoksa veya bir düşüş öngörülüyorsa, en

küçük ve hatta mümkünse negatif beta değerlerine sahip enstrümanların tercih edilmesi tavsiye edilmektedir (Altay, 2012: 103).

2.5.4. Uluslararası Finansal Varlık Fiyatlama Teorisi

Yurtiçi piyasadaki yatırımlar için piyasa riski ve menkul kıymet getirisi arasındaki korelasyonu açıklayan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, yabancı yatırımlar için yetersiz kalmaktadır. Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (ICAPM), CAPM'e alternatif olarak uluslararası piyasalarda kullanılmak üzere tasarlanmış yeni bir modeldir (Aksoy, 2014: 89).

Menkul kıymet yatırımlarının küresel piyasalarda fiyatlandırılması halinde beklenen getiri hesaplamasında Denklem 5 ve 6 kullanılmaktadır;

$$E(R_j) = R_{f*} + \beta_{w*}(R_{w*} - R_{f*}) \tag{5}$$

$$\beta_{w*} = \frac{Cov\,(R_{w*}, R_{j*})}{(\sigma_{w*})^2} \tag{6}$$

Formülde;

$E(R_j)$: j varlığına (ya da portföyüne) ilişkin beklenen getiriyi,

R_{f*} : global risksiz faiz oranını,

β_{w*} : global düzeydeki sistematik riski,

R_{w*} : global piyasa beklenen getirisini,

$R_{w*} - R_{f*}$: global düzeydeki risk primini,

$Cov\,(R_{w*}, R_{j*})$: j varlığı ile *w* global piyasa portföyünün getirisi arasındaki kovaryansı,

$(\sigma_{w*})^2$: global piyasa portföyünün varyansını ifade etmektedir.

Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli kabul edilirse, yabancı varlıklara yatırım yapmak yatırımcı için büyük kazançlar sağlamayacaktır. Getiri yalnızca küresel olarak çeşitlendirilmiş portföydeki varlıklarla ilişkili piyasa riskini kapsayacaktır (Doğukanlı, 2017: 260).

Finansal pazarların küresel entegrasyonu ve büyümesi nedeniyle, Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) iki ek varsayım dahil edilerek Uluslararası CAPM (ICAPM) olarak geliştirilmiştir. Bu doğrultudaki varsayımlardan birincisi, dünya çapındaki yatırımcıların farklı harcama alışkanlıklarına sahip olduğu ve ikincisi ise satın alma gücü paritesinin tamamen geçerli olduğudur (Solnik ve McLeavey, 2003: 147).

Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ile ilgili üç temel soru ele alınmaktadır. Öncelikli olarak sermayenin ülkeler arasında sınırsız hareketini engelleyen çok sayıda engel mevcuttur. Bu gibi engeller global yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin yeni bilgilere erişimini kısıtlamakta ve dolayısıyla bir portföyün beklenen getirisinin ve riskinin belirlenmesi sürecini zorlaştırmaktadır. İkinci olarak, işlem limitlerini kullanarak uluslararası portföyleri hesaplamak mümkün değildir. Üçüncü olarak satın alma gücü paritesinin her zaman korunduğu varsayıldığında ister uzun vadede ister kısa vadede olsun, uluslararası getiriler için tek bir risk oranı bulunmamaktadır. Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) risk oranını minimum eşik olarak kullanmaktadır, ancak Uluslararası Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (ICAPM) uluslararası yatırımcıların tek bir para biriminde işlem yapmasını zorunlu kılmaktadır. Yukarıdaki senaryoya göre, ICAPM modelinin pratik kullanım için pek uygun olmadığı görülmektedir (Akdoğan, 2019: 35-36).

2.5.5. Çok Faktörlü Varlık Fiyatlama Teorisi

Faktör modelleri, yatırım araçlarının getirilerine bir açıklama getirmeyi amaçlayan ekonometrik modellerdir. Bu modeller hisse senedi getirilerini birden fazla faktör kullanarak açıklamayı hedeflemektedir. Hisse senedinin getirisi bağımlı değişken olduğu kabul edilirken, bağımsız değişkenler ise hisse senedi getirisini açıklamak için modele dahil edilen unsurlardır. Bu modellerin temel dayanağı, hisse senedi getirileri ile söz konusu bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmasıdır (Karan, 2018: 242).

Markowitz modelinin içerdiği önemli ölçüde çaba ve maliyet nedeniyle William Sharpe, varlık getirileri arasındaki ilişkinin analizi için daha etkin bir çözüm olarak basit tek faktörlü endeks modelini önermiştir. Daha sonra, tekli endeks modeli formüle edilmiş ve ardından çok sayıda çok faktörlü endeks modelleri geliştirilmiştir (Özcan, 2013: 26).

Tek Faktör Modeli, tek bir değişken ile hisse senetlerinin getiri düzeyi arasında korelasyon olduğunu öngören doğrusal iktisadi bir modeldir. Tek Faktör Modeli' nin kullanımında, her bir finansal aracın getirisinin piyasa portföyünün ortalama getirisine göre hesaplanan beta katsayıları dikkate alınmaktadır (Ceylan & Korkmaz, 2015: 234). Tek indeksli model iki farklı avantaja sahiptir. İlk avantajı Markowitz modelinden daha az karmaşık olmasıdır. Tüm varlıkların getirilerinin tek bir ortak faktör tarafından belirlendiği şeklindeki görüşü, tek faktör modeline kayda değer bir fayda sağlamaktadır.

Tek faktör yaklaşımının sunduğu ikinci avantaj ise çeşitlendirmeyi kolaylaştırmasıdır (Karan, 2018: 266).

Perold (1984) tarafından önerilen Çok Faktörlü Model (ÇFM), pay senedi getirilerini açıklamak için tek bir açıklayıcı değişken kullanmanın yetersizliğini ele almaktadır. ÇFM'de amaç, birden fazla faktör ile hisse senetleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmektir (Aksoy, 2014: 103). Bu model kapsamında pay senedi getirilerinin sadece piyasa endeksinden değil, aynı zamanda diğer değişkenlerden de etkilendiğine işaret edilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 238).

Sanayi üretiminde meydana gelen dalgalanmalar, risk priminde yaşanan değişiklikler, tahvil getiri eğrisinde görülen sapmalar ve beklenen enflasyondaki değişiklikler de dahil olmak üzere çeşitli ekonomik faktörler, hisse senetlerinin öngörülen getirisini önemli ölçüde etkilemektedir (Chen vd., 1986: 402).

Fama ve French (1992 ve 1993) beta ve fiyat/kazanç oranının hisse senedi getirilerini açıklamada etkili olmadığını göstermiştir. Bunun yerine, portföy büyüklüğünün ve Piyasa Değerinin (PD) Defter Değerine (DD) oranının hisse senedi getirilerini belirlemede en etkili göstergeler olduğunu ortaya koymuşlardır. Yapılan analiz, portföy büyüklüğünün tahmin edilen hisse senedi getirileri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranının ise pozitif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Fama ve French, portföy getirilerini incelerken CAPM'de özetlenen mevcut faktörlere iki yeni ilave değişken eklemiş ve aşağıdaki Üç Faktör Modeli (ÜFM) formüle ederek ortaya koymuşlardır (Coşkun ve Çınar, 2014: 242):

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im}\left[E(R_m) - R_f\right] + \beta_{is}\,E(SMB) + \beta_{ih}\,E(HML) \qquad (7)$$

Formülde;

$E(R_i) - R_f$: *i* varlığının (portföyünün) risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisini,

$E(R_m) - R_f$: pazar portföyüne ilişkin risk primini,

SMB : küçük ve büyük PD sahip hisse senetlerinin getirileri arasındaki farkı,

HML : yüksek ve düşük PD/DD oranına sahip hisse senetlerinin getirileri arasındaki farkı,

β_{im} , β_{is} , β_{ih} : değişkenlere ilişkin regresyon katsayılarını ifade etmektedir.

CAPM ile benzer şekilde, ÇFM etkin piyasa davranışının firmaların faaliyetleri hakkındaki bilgileri fiyatların doğru bir şekilde yansıtmasıyla sonuçlandığı varsayımı

altında çalışmaktadır. Sonuç olarak, söz konusu bu bilgilerin tahminlere dahil edilmesine gerek olmadığını öne sürmektedir. Bununla birlikte, CAPM'nin aksine, daha gerçekçi, uygun ve kanıtlanması daha kolay bir model olarak görülmektedir (Kurt, 2007: 76). Ayrıca ÇFM hisse senedi getirilerinin tahmin edilmesindeki açıklayıcı gücüyle CAPM üzerinde geliştirici bir etki yapmakla birlikte, yapılmış olan ampirik çalışmalar da ilave edilen risk faktörleri sayesinde modelin daha anlamlı sonuçlar elde ettiğini göstermektedir (Gökgöz, 2008: 45).

Stephen Ross (1976) tarafından önerilen Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM), ÇFM ile önemli benzerlikler taşımakla birlikte CAPM'e göre daha farklıdır. APM temel olarak bir varlığın getirisini etkileyen çok sayıda faktörün olduğunu varsaymaktadır. Söz konusu modelin formülasyonu Denklem 8'de ifade edilmektedir (Hirt ve Block, 2011: 463):

$$R_{it} = E(R_i) + \beta_{i,1}\,\gamma_{1,t} + \beta_{i,2}\,\gamma_{2,t} + \cdots\cdots\cdots + \beta_{i,k}\,\gamma_{k,t} + e_{i,t} \qquad (8)$$

Formülde;

$R_{i,t}$: *i* varlığının (portföyünün) *t* zamanındaki getirisini,

$E(R_i)$: *i* varlığının beklenen getirisini,

$\beta_{i,j}$: *i* varlığının *j* faktörüne olan duyarlılığını,

$\gamma_{j,t}$: *t* zamanındaki *j* faktör değerini (*j = 1, 2, 3,....,k*),

$e_{i,t}$: *t* zamanındaki *i* varlığına özgü sistematik olmayan riski ifade etmektedir.

En çok etkiye sahip olan faktörler konusunda evrensel bir standart olmamasına karşın AFM'ye göre, bir menkul kıymetin değerinin belirlenmesinde dikkate alınan kur riski, faiz oranı riski, piyasa riski, enflasyon riski, risk primindeki değişme riski, iş riski, yönetim riski ve benzeri faktörler çerçevesinde baz alınan risk ve getiri ilişkisi kapsamında en uygun getiri oranının ne olacağı hesaplanmaktadır (Hirt ve Block, 2011: 463, Kaya, 2011: 100).

2.6. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Para ve sermaye piyasalarında portföy yatırımları kapsamında işlem gören finansal araçlar, yatırımcısına alacak hakkı sağlayan tahvil ve bonolar gibi sabit getirili menkul kıymetler ile ortaklık hakkı sağlayan pay senetleri ve ülke fonları olmak üzere iki ayrı temel kategoride ele alınacaktır.

2.6.1. Sabit Getirili Finansal Araçlar

Uluslararası sermaye akışları, yatırımcılara hem yurtiçi hem de yurtdışı piyasalarda alacak hakkı sağlayan finansal bonolar, tahviller ve mevduat sertifikaları gibi finansal araçlarla gerçekleştirilmektedir. Hükümetler ödemeler dengesi açıklarını gidermek ve yabancı yatırımcıların ülkelerine girişini kolaylaştırarak borçlanma maliyetlerini azaltmak amacıyla çeşitli düzenlemeler yürürlüğe koymaktadır. Bu düzenlemeler, yabancı piyasalarda devlet tahvili ve hazine bonolarına yatırımın artması için katalizör görevi görmektedir. Aynı zamanda, düşük riskleri ve yüksek likiditeleri nedeniyle devlet tahvilleri ve hazine bonoları portföy yatırımları için vazgeçilmez ve ikame edilemez yatırım araçları haline gelmiştir (Öztekinve Erataş, 2009: 6).

Kamu kesimi ya da özel sektör şirketleri üç önemli nedenden ötürü yabancı piyasalarda tahvil ihraç etmektedir. Birincil gerekçe, yabancı bir ülkede tahvil çıkarmanın daha fazla yatırım çekeceği kanaatidir. Bir diğer faktör ise işletmelerin bir yatırım projesini belirli bir para birimi kullanarak finanse etmek istemeleridir. Bu bağlamda, kişi veya kurumlar ilgili para biriminin kullanım sıklığının en yüksek olduğu bölgeleri tercih edebilirler. Göz önünde bulundurulması gereken üçüncü nokta ise tahvil ihracı döviz kuru riskine karşı koruma sağlamasa da yatırım maliyetlerinde bir düşüş sağlamaktadır (Madura, 2012: 70).

Tahviller, yabancı portföy yatırımları kapsamında hem euro tahvil (eurobond) piyasalarına hem de uluslararası tahvil piyasalarına ihraç edilmektedir. Yabancı tahviller, belirli bir miktardaki yabancı ülke parasıyla ilişkilendirilen ve bu ülke sınırları içinde satılan finansal araçlardır. Yabancı tahviller ihraç edildikleri ülkenin düzenlemelerine tabi olmakla birlikte farklı isimlerle anılmaktadırlar. İhraç yeri Amerika ise Yankee tahvil, İngiltere ise Bulldog tahvil, Japonya ise Samurai tahvil ve İspanya ise Matador tahvil gibi özel olarak isimlendirilmektedir (Sevim, 2016: 204). Aslında, bu tahviller kamu kurumları tarafından bir finansman aracı görevi görmektedir.

Buna karşılık, Avrupa bölgesi ya da para birimi ile herhangi bir ilişkisinin bulunması gerekmeyen euro tahvilleri aynı anda farklı ülkelerde birçok para biriminde işlem görme özelliğine sahiptir (Sayılgan, 2017: 100). Eurobondlar çoğu zaman dolar (USD) ve euro (EUR) cinsinden çıkarılmalarının yanı sıra birden fazla para birimi cinsinden de "çift paralı tahviller" veya "para sepetli tahviller" olarak çıkarılarak kur riski azaltılabilmektedir. Tahvillere benzer şekilde, eurobondlar da vadesinden önce

satılabilme özelliğine sahiptir (Aslan, 2010: 30). Öte yandan, euro tahvil piyasalarının yerel ekonomik faaliyetlerin önündeki hükümet engellerine daha az bağımlı olması ve vergiden muaf gelir sağlaması sunmuş olduğu en önemli avantajlardandır. Mevcut koşullar euro tahvil piyasalarının hızla gelişmesine zemin hazırlamıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10-18).

Mevduat sertifikaları ve hazine bonoları, gelişmekte olan ekonomiler tarafından, özellikle yabancı sermaye temin etmenin zor olduğu dönemlerde yaygın olarak tercih edilen finansal araçlardır (Doğukanlı, 2017: 309). Çok uluslu şirketler tarafından yabancı para cinsinden teminatsız borç senetlerinin ihracı, yatırım aracı olarak kullanılan finansman bonolarını oluşturmaktadır. Bu tür bonolarda birkaç günden 12 aya kadar uzanan bir vade aralığı söz konusudur. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkeler 1 ila 2 yıl arasında değişen daha uzun vadelere sahip finansman bonoları ihraç etme imkanına sahiptir (Kaya, 1998: 74).

Mevduat sertifikaları esasen dolar cinsinden vadeli olarak bankalara yatırılan mevduatlar veya tasarruf hesaplarına aktarılan fonların karşılığında verilen devredilebilir özellikteki kıymetli evraklardır. Vadeleri genel olarak 1 yıldan daha kısa olmakla birlikte ikincil piyasalarının olması mevduat sertifikalarına likit bir yapı kazandırmaktadır. Ayrıca bu özel yatırımın tutarını yatırımcı yerine borç alan (banka) taraf belirlemektedir (Çelebican, 1979: 274).

2.6.2. Pay Senetleri

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'ne göre hisse (pay) senetleri; anonim şirketin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymeti ifade etmektedir. Anonim ortaklıklar, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanun kapsamında kurulmuş bazı kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen, şirket sermayesinin belli bir kısmına karşılık gelen ve bu özelliğiyle sahibine çeşitli haklar sunan kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası aracı olarak da tanımlanmaktadır (Sayılgan, 2017: 90). Pay senetlerinin piyasadaki fiyatlarının mevcut arz ve talep koşullarına göre hareketine paralel olarak ucuzdan alınıp yükselince satılması işlemi yatırımcısına sermaye kazancı sağlamaktadır. Paylara yatırım yapan yatırımcılar yönetime katılma, oy kullanma, kârdan pay alma, tasfiye bakiyesine katılma, yeni pay (rüçhan) alma ve bilgi alma haklarına da sahip olmaktadır (Aslan ve Terzi, 2013: 14).

Genel olarak hisse senetleri ve türevleri olarak adlandırılan ortaklık araçlarının satın alınması işlemi birçok şekilde yapılabilmektedir. Bu yatırımlar, hisse senetlerinin doğrudan satın alınması, yatırım fonları, Amerikan Depo Sertifikaları (ADRs), Global Depo Sertifikaları (GDRs) veya uluslararası arenada hisse senetlerinin doğrudan ihraç edilmesi aracılığıyla gerçekleştirilebilmektedir. Portföy yatırımları arasında, yatırım fonları da dahil olmak üzere yabancılar tarafından yapılan hisse senedi alımları, gelişmekte olan piyasalarda en hızlı büyümeyi göstermektedir. Gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcılar, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, muhasebe standartlarının geliştirilmesi ve yaygın özelleştirme nedeniyle hisse senetlerine yatırım yapma konusunda daha istekli hale gelmişlerdir (Demircan, 2003: 1).

Yabancı yatırımcıların yerel piyasalarda doğrudan hisse senedi işlemi yapmaları, belirli bir piyasadaki hisse senetlerinin herhangi bir aracı olmaksızın doğrudan alınıp satılması anlamına gelmektedir. Özellikle gelişmekte olan ekonomiler bu yönde bir girişime izin vermektedir. Bu girişimin temel amacı ise ülkeye dış kaynak girişi sağlamaktır. Yabancı yatırımcıların kendi ülkeleri dışındaki ülkelerden hisse senedi satın almak için üç gerekçesi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, yatırımdan önemli bir getiri beklentisi, ikincisi yatırım yapılan ülkedeki ekonomik gidişatın olumlu sonuçlar vereceğine olan inanç, üçüncüsü ise yatırım portföyünü çeşitlendirerek kendi ülkelerindeki olumsuz koşullardan korunma isteğidir (Madura, 2012: 75).

Portföy yatırımcıları yerel piyasadan pay senedi satın almayı meşakkatli, masraflı ve zaman alıcı bulmaktadır. Yatırımcıların bu özel yaklaşımı tercih edebilmeleri için, yatırımcı bilinci konusunda kapsamlı bir anlayışa sahip olmaları, gelişmekte olan piyasaları ve bunların ayırt edici özelliklerini tam olarak kavramaları ve en önemlisi, paylarını satın aldıkları şirketin faaliyetlerine ilişkin sürekli bilgi edinmeyi kolaylaştıran güvenilir kanallara erişimlerinin olması gerekmektedir. Ayrıca, direkt hisse senedi alımı yapmayı planladığı ülkenin yönetmelik ve tüzüklerine uymalıdır. Aksi halde bu durum uluslararası yatırımcılar için potansiyel olarak ek bir risk teşkil edebilmektedir (Uzunoğlu, 1998: 101).

Yerel piyasada yabancı yatırımcıların hisse senetlerini aracısız olarak satın almalarının yanı sıra, firmaların uluslararası piyasalarda hisselerini arz etmeleri yoluyla yaratılan finansal araçlar da mevcuttur. Küresel piyasalarda hisse senedi ihraç eden çok sayıda çok uluslu şirketin ortaya çıkması hem kurumsal hem de bireysel yatırımcıları

yabancı ülkelerde hisse senedi satın almak konusunda teşvik etmektedir (Madura, 2012: 75). Bununla birlikte, yurt dışındaki piyasalarda hisse senetlerini tescil ettirme prosedürü firmalar için önemli zorluklar barındırmaktadır. Özellikle gelişmiş ülke borsalarında hisse senedi ihracı için aranan kayıt şartları oldukça sıkıdır. Bu gerekçeden dolayı depo sertifikaları hem şirketlere hem de bireysel yatırımcılara önemli faydalar sağlayan finansal ürünlerdir (Doğukanlı, 2017: 311).

2.6.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Araçları

Vadeli işlem ve opsiyon piyasaları (VİOP), herhangi bir finansal nitelikteki dayanak varlığın gelecekteki bir tarihte nakdi uzlaşması ya da teslimatı yapılmak üzere, bugünden anlaşılan bir fiyattan alınıp satıldığı pazarlardır (TSPAKB, 2011: 10-11). Yatırımcılar bu piyasada pay, endeks, döviz, emtia ve faiz gibi ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin alım (long – uzun) ve satım (short – kısa) pozisyonu alabilmektedirler. Bu kontratlar önceden belirlenmiş bir fiyata ve vadeye sahiptir (BIST, 2018: 3). Bu sayede bireysel ve kurumsal yatırımcılar söz konusu sermaye piyasası aracının gelecekte beklenen değeri üzerinden hem kazanç sağlama hem de ileri tarihte bulunan ödeme yükümlülüklerinden doğan risklerden korunma (hedge) imkanına sahip olmaktadırlar.

Sistematik riskleri azaltmak için, gelişmekte olan sermaye piyasalarındaki yatırımcıların türev ürünleri kullanmaları önerilmektedir. Vadeli işlem piyasaları, fiziksel işlemlerin gerçekleştiği spot piyasalara kıyasla daha yüksek düzeyde risk ve karmaşıklık barındırmaktadır. Yüksek derecede likiditeye sahip yeni türev araçların piyasada devreye girmesi yatırımcılar için mevcut yatırım fırsatlarını genişletmektedir. Bu durum beraberinde spekülatif amaçlarla kullanılan yeni finansal araçların risk çeşitliliğini de artırmasına neden olmuştur (Değirmenci, 2004: 22). Türev ürünler, sistematik riski etkin bir şekilde azaltmaları nedeniyle portföy yönetim sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Çeşitlendirme ile tamamen azaltılamayan sistematik risk, türev ürünlerin kullanımı ile azaltılabilmektedir. Örneğin, belirli bir hisse senedi portföyünün satın alınması ve daha sonra vadeli işlemler piyasasında satılması yoluyla sistematik risk etkin bir şekilde önlenebilecektir (Ayrıçay, 2003: 3). Vadeli işlem piyasaları, uluslararası yabancı yatırımcıların portföyleriyle ilgili riskleri azaltmaları ve hafifletmeleri (hedging) için dolaylı bir mekanizma sağlamaktadır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkeler uluslararası yatırımcıların beklentilerini karşılamak için vadeli işlem piyasalarını rutin finansal faaliyetlerine hızla entegre etmektedirler.

Küreselleşmeye bağlı olarak artan riskler ve bu piyasalarda gözlemlenen kaldıraç etkisi, gelişmekte olan ekonomilerde meydana gelen krizler üzerindeki olumsuz etkilerine ilişkin endişeleri artırmıştır. Bazıları vadeli işlem piyasalarının krizlere karşı önleyici bir mekanizma olarak hizmet ettiğini öne sürerken, bazıları da açığa satış için fırsatlar sunarak finansal krizleri daha da kötüleştirdiğini iddia etmektedir (Değirmenci, 2004: 14). Riskten korunmanın yanı sıra, türev ürünler yerli ve yabancı yatırımcılara spekülasyon ve arbitraj yapma imkânı da sağlamaktadır. Sonuç olarak, çok yönlü türev ürünleri sunan gelişmekte olan ülkeler, türev ürünleri sunmayan gelişmekte olmayan ülkelere kıyasla uluslararası yatırımcılar için daha cazip görünebilmektedir. Ayrıca, vadeli işlemlerin dahil edilmesi yatırımcıların daha sık menkul kıymet alım satımı yapmasını sağlayarak verimliliği, likiditeyi ve piyasa derinliğini artırmaktadır (Öztaş, 2018: 75).

2.6.4. Depo Sertifikaları

Depo sertifikaları, hisse senetlerinin uluslararası piyasalara ihracı için alternatif bir yaklaşımdır. Depo sertifikaları, gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin küresel sermaye piyasalarına erişimini sağlayan ve gelişmekte olan piyasalara yönelik yatırım yapmayı arzulayan yatırımcıların işini kolaylaştıran finansal araçlardır (SPL, 2023: 145). Aynı zamanda yatırımcılar, yabancı ülkelerdeki hisse senetlerini doğrudan satın almak yerine, yabancı hisse senetlerini yansıtan depo sertifikalarını satın alarak hisse senedi mülkiyeti edinme fırsatına sahip olurlar (Shapiro, 2013: 525). Diğer bir deyişle, bir saklama kuruluşunda kayıtlı olan ve depo edilen hisselerle ilgili tüm imtiyazlara sahip olan belirli bir miktardaki hisseyi sembolize etmek üzere ihraç edilen finansal araçlardır. Depo sertifikaları, uluslararası sermaye piyasalarında fonlama olanakları sunarken, yabancı yatırımcıların menkul kıymet borsalarına olan yatırımlarıyla sağlanan faydaları da beraberinde getirmektedir (Yalçıner, 2005: 96). Depo sertifikası yatırımcılarına pay senedi yatırımlarında olduğu gibi sahip oldukları kâr payı ödemeleri kendi yerel para birimi cinsinden ödenmektedir (Sayılgan, 2017: 108).

Depo sertifikaları (depositary recepits), kotasyonun gerçekleştiği ve satışa sunulduğu piyasaya göre farklı şekilde adlandırılmaktadır. Sertifikalar, sadece ABD borsalarında işlem görüyorsa ADRs (American Depositary Receipts), Avrupa ülke borsalarına yönelik ise EDRs (European Depositary Receipts) ve farklı global nitelikteki piyasalara eş zamanlı olarak ihraç ediliyorsa GDRs (Global Depositary Receipts) olarak adlandırılmaktadır (Yalçıner, 2005: 399, Akdoğan, 2019: 41). Öte yandan Türk mevzuatını kapsamında düzenlenenler de TDRs (Turkish Depositary Receipts) olarak

adlandırılmaktadır (Özkorkut, 2003: 29). Mevcut mevzuat kapsamında TDRs pratikte kullanımı sınırlıdır. Bunun temel sebebi, uluslararası ortaklıkların Türkiye'den fon araması durumunda ortaya çıkabilecek milli kaynakların ülke dışına çıkma potansiyelidir. Türk sermaye piyasalarında halihazırda uluslararası şirketlerin depo sertifikaları kayda alınmazken, Türk şirketlerine ait depo sertifikaları yabancı piyasalarda işlem görmektedir (Kutlu Doğar, 2023: 19).

Bir depo sertifikası çıkarmadan önce, işletmenin sponsor olarak hizmet verecek bir banka ile sözleşmeye dayalı bir anlaşma imzalaması gerekmektedir. Söz konusu finans kurumu daha sonra hisse senedinin çıkarılmasının amaçlandığı ilgili ülkedeki yetkili saklama bankasında menkul kıymetin saklanmasını sağlar. Bundan sonraki süreç, yabancı ve yerli bankalar arasında resmi bir anlaşma yapılmasını gerektirmektedir. Yabancı saklama bankasında tutulan hisseler karşılığında depo sertifikaları ihraç edilir ve ardından kabul için ilgili borsaya başvuru gerçekleştirilir. Nihayetinde, bu depo senetleri resmi olarak tanınır ve borsaya kote edilerek o ülkedeki adi hisse senetlerine benzer alım satım prosedürlerine tabi olurlar (Doğukanlı, 2017: 313-314).

Farklı borsalarda işlem gören ADR'ler, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde yaygın olarak kullanılan son derece likit varlıklardır. Bu menkul kıymetler, Amerika Birleşik Devletleri'nde ihraç edilen ve ABD'de alınıp satılabilen yabancı bir ülkenin sahiplik payını ifade etmektedir. ADR oranı, tek bir ADR tarafından ifade edilen yabancı hisselerin oranını göstermektedir. Örnek olarak, 1:5'lik bir oran, tek bir ADR'nin beş yabancı hissenin sahipliğine karşılık geldiğini belirtmektedir (Shapiro, 2013: 525). ADR programları firmaların yatırımcı tabanının genişlemesini kolaylaştırmakta ve hisse senedi değerlerinin artmasına katkıda bulunmaktadır. Bu durum, özellikle küçük çapta yerel sermaye piyasalarına sahip ülkelerdeki büyük ve geniş ölçekli fonlara sahip şirketler için söz konusu olmaktadır (Akdoğan, 2019: 41).

ADR'ler, işlem ve yönetim giderleri açısından yatırım fonlarına kıyasla maliyet avantajı sunmakta, bu da onları yurtdışı hisse senetlerine yatırım yapmak için daha uygun bir seçenek haline getirmektedir. Bunun yanında yabancı hisselerin işlem hacmi ve fiyat oluşumunda ilgili hisse senedinin işlem gördüğü yerel borsalar birincil piyasa niteliğindedir. Bu nedenle ADR piyasası, çoğunlukla yabancı ülkeden gelen fiyat göstergelerinden etkilendiği için yerel saat farkı ve kur farkı gibi nedenlerden dolayı arbitraj imkânı sunan bir piyasa olarak değerlendirilmektedir (SPL, 2023: 145-146).

2.6.5. Yatırım Fonları

Yatırım fonları, uluslararası yatırımcıların kaynaklarını birleştirerek gelişmekte olan alanlara katılmalarını sağlayan finansal araçlardır (Solnik ve McLeavey, 2003: 680). Bu fonlara yatırım yaptıkları alanlara göre farklı isimler verilmektedir. Global Fon, ülke bazında herhangi bir ayrıma gitmeden tüm uluslararası piyasalara yatırım yapma yetkisine sahip bir fon türüdür. Bölgesel Fon, belirli bir coğrafi alan içerisinde gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine stratejik olarak yatırım tahsis eden bir finansal yapıdır (Shapiro, 2013: 527). Ülke Fonu, bir ülke içindeki birçok firmaya yatırım sağlayan bir finansal araçtır. Özel Fon ise yakın zamanda özelleştirilen firmalara ve belirli bir sanayi sektöründeki işletmelere odaklanan bir yatırım aracıdır (Seyidoğlu, 2013: 411).

Yatırım fonları, uluslararası yatırımcıların yabancı piyasalardaki hisse senetlerine doğrudan katıldıklarında maruz kaldıkları çeşitli riskleri ve ek masrafları en aza indirmektedir. Ülke fonlarına yatırım yapmak, firmaların mali tablolarına erişimdeki potansiyel zorluk, yatırım işlemlerinde önemli masraflara katlanma olasılığı, sermaye kazancı ve temettü gelirlerinin ülkeye geri gönderilmesi konusundaki riskler nedeniyle avantaj sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcılar ilgili bu fonlar sayesinde (İnandım, 2005: 17, Doğukanlı, 2017: 312);

- Tek bir yabancı piyasada düşük maliyetli spekülasyon yapabilirler.
- Ülke fonlarını dikkatlice seçerek kişiselleştirilmiş uluslararası portföyler oluşturabilirler.
- Normalde bireysel bazda erişilmesi çok mümkün olmayan gelişmekte olan piyasalarda çeşitlendirme imkânı elde edebilmektedirler.

Ülke fonları, çoğunlukla bir ülkenin hisse senetleri ve diğer menkul kıymetlerinden oluşan bir portföy sunarak yatırımcılara yabancı piyasalara yatırım yapma şansı tanımaktadır. Ülke fonları, daha sonra uluslararası sermaye piyasalarında pazarlanan menkul kıymet portföyleri oluşturarak fonun sahibi olan ülkenin fon toplamasına olanak tanımaktadır (Vural, 2009: 22). Elbette ki yatırım fonlarına olan talep, fonun işlem gördüğü piyasadaki diğer fon ve menkul kıymetlere nazaran sahip olduğu risk-getiri farklılıkları, fonun faaliyet gösterdiği piyasa ile diğer piyasalar arasındaki yasal düzenlemelerdeki farklılıklar, vergi düzenlemeleri ve ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları gibi çeşitli faktörler tarafından etkilenmektedir.

2.7. Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımları ve Gelişim Süreci

Finansal serbestleşme süreci ile başlayan ve özellikle 1900'lü yılların sonundan günümüze kadar geçen süre boyunca Türkiye ekonomisine doğru hareket eden yabancı portföy yatırımlarının etkileri, miktarı ve bu yatırımları etkileyen faktörlerin seyri yıllar boyunca farklılık göstermektedir. Bu portföy yatırım sürecini 1980 öncesi ve sonrası olarak en basit şekilde ele almak mümkündür.

Türkiye'de uluslararası yatırımlara yönelik düzenlenen ilk mevzuat 1947 yılında Türk Parasını Koruma Kanunu'nun yürürlüğü girmesiyle oluşturulmuştur. Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun 1954 yılında çıkarılmasına rağmen yabancı yatırım girişlerinde istenilen artış 1980 yılına kadar gerçekleşmemiştir. Yeni ekonomik düzenlemelerin 24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararlarla yürürlüğe girmesiyle birlikte düşük seviyelerde de olsa kademeli olarak yabancı sermaye yatırımlarında bir artış gözlenmiştir (Kaya, 2011: 106). Alınan bu kararlar doğrultusunda Türk finansal piyasalarının liberalleşme sürecinin başlamasının yanında ithal ikamesine yönelik sanayileşmenin aksine dış piyasalara yönelik büyüme ve sanayileşme stratejisine geçiş amaçlanarak ihracatın teşvik edilmesi, dalgalı kur politikasının benimsenmesi, faiz oranlarının baskılanmadan pozitif şekilde serbest bırakılması, devletin piyasalara yapmış olduğu müdahalelerin en aza indirilmesi, yapılacak olan vergi reformuyla gelir artışının sağlanması ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla enflasyonla mücadele edilmesi hedeflenmiştir (Açıkalın ve Ünal, 2009: 35, Çetenak, 2006: 35).

Sermaye piyasalarının düzenlenerek şeffaf ve adil bir şekilde işlemesi ve denetlenmesi için 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğü girmiştir. Yeni yatırım araçlarının piyasalara kazandırılması, hak sahiplerinin menfaatlerinin korunması ve söz konusu bu mekanizmanın işlemesi amacıyla da 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bu durumu, küresel piyasalarla olan entegrasyon sürecinin sağlanarak yabancı portföy yatırımlarının Türk ekonomisine çekilmesi amacıyla 1985 yılında İMKB'nin kurularak işleme başlaması izlemiştir (Çatıkkaş ve Okur, 2008 :162). 1980 sonrası dönemde Türkiye'nin yabancı sermayeye olan talebinde artış meydana gelmiştir. Dolayısıyla bu kaynakların finansmanının sağlanması için kısa vadeli olarak sermaye ithalatı önemli bir hale gelmiştir. Bu durumu kolaylaştırmak amacıyla 11 Ağustos 1989 tarihinde Türk Parasını Koruma Kanunu'na dayanılarak "32 Sayılı Kararname" çıkarılmış, böylece küresel sermaye yatırımları üzerinde bulunan miktar

sınırlaması kaldırılarak yabancı yatırımcılara Türkiye para ve sermaye piyasalarında bulunan menkul kıymetleri alıp satma hakkı tanınmıştır (Çetin, 2008: 70).

Tablo 4. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon $)

Yıllar	Yükümlülükler		Varlıklar	Portföy Yatırımları (Net)
	Borç Senetleri	Pay Senetleri		
1986	146	0	146	0	146
1987	307	0	307	25	282
1988	1,184	0	1,184	6	1,178
1989	1,428	17	1,445	59	1,386
1990	592	89	681	134	547
1991	567	147	714	91	623
1992	2,815	350	3,165	754	2,411
1993	3,910	570	4,480	893	3,587
1994	134	989	1,123	17	1,106
1995	508	195	703	433	270
1996	1,759	191	1,950	1,361	589
1997	2,336	8	2,344	669	1,675
1998	-4,571	-518	-5,089	1,601	-6,690
1999	3,760	428	4,188	713	3,475
2000	1,126	489	1,615	560	1,055
2001	-3,648	-79	-3,727	752	-4,479
2002	1,519	-16	1,503	2,054	-551
2003	2,946	905	3,851	1,353	2,498
2004	7,984	1,427	9,411	1,363	8,048
2005	9,001	5,669	14,670	1,213	13,457
2006	9,463	1,939	11,402	3,987	7,415
2007	-2,358	5,138	2,780	1,947	833
2008	-4,486	716	-3,770	1,244	-5,014
2009	111	2,827	2,938	2,711	227
2010	16,149	3,468	19,617	3,534	16,083
2011	20,501	-985	19,516	-2,688	22,204
2012	32,096	6,276	38,372	-2,657	41,029
2013	20,577	842	21,419	-1,187	22,606
2014	18,403	2,559	20,962	1,263	19,699
2015	-6,825	-2,395	-9,220	4,647	-13,867
2016	7,260	823	8,083	-329	8,412
2017	20,886	2,971	23,857	-583	24,440
2018	1,307	-1,131	176	1,092	-916
2019	3,173	406	3,579	6,342	-2,763
2020	-2,407	-4,255	-6,662	2,894	-9,556
2021	4,445	-1,434	3,011	2,260	751
2022	-5,139	-4,038	-9,177	4,495	-13,672
2023	9,942	1,387	11,329	2,987	8,342
2024*	11,933	646	12,579	6,799	5,780

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri (01.06.2024).
Not: * 2024 yılı Nisan ayına kadar olan kısmı kapsamaktadır.

1989 yılından itibaren Türk piyasalarının kapılarının yabancı yatırımcılara açılmasıyla birlikte, yerel ve küresel bazda yaşanılan finansal kriz dönemleri haricinde gerçekleşen net sermaye yatırımları genel olarak pozitif ve artan tutarlarda

gerçekleşmiştir. Genel olarak borçlanma araçlarının ağırlığı fazla olsa da dönem dönem pay senetlerine yapılan yatırımların da önemli miktarlara ulaştığı görülmektedir.

Net portföy yatırımları, Türkiye'de yerleşik durumdaki yatırımcıların yurtdışında bulunan finansal piyasalardaki alım ve satımlarının net tutarı ile yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'de gerçekleştirilen alım ve satımların net tutarı arasındaki farkı ifade etmektedir. Ödemeler bilançosundaki sermaye hesabı içerisinde bulunun portföy yatırımları kalemi, varlıklar ve yükümlülükler olarak iki ana bölümden oluşmaktadır. Varlıklar grubu, yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışındaki piyasalardan gerçekleştirmiş oldukları menkul kıymet alım ve satımına ilişkin işlemleri göstermektedir. Bu varlık kaleminin bakiyesinin negatif olması yurtdışındaki piyasalardan yapılan alışların satışlardan fazla olduğunu, bakiyenin pozitif olması ise gerçekleştirilen satışların alışlardan fazla olduğunu ifade etmektedir. Yükümlülükler grubu ise iki alt başlıktan oluşmaktadır. Bunlardan ilki, bankalar, kamu kuruluşları ve diğer kurumların tahvil ihraç ederek temin ettikleri fonları ifade etmektedir. İkinci kategori ise yurt dışındaki yerleşikler tarafından yerel piyasada gerçekleştirilen menkul kıymet alım ve satımlara ilişkindir (Akdoğan, 2019: 46).

Türkiye'de yerleşik yatırımcıların yurtdışındaki yatırımları ile yabancı yatırımcıların Türkiye'ye yönelik olarak gerçekleştirdikleri yatırımlar sonucu oluşan net portföy yatırımları yıllar itibariyle Tablo 4'te görülmektedir. Finansal liberalleşme süreciyle birlikte Türkiye'ye yönelik olarak gerçekleşen yabancı portföy yatırımları 1986 yılında ilk olarak kamuya ait borçlanma senetlerinin satışı ile 146 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Yabancı yatırımcılar 1989 yılında 17 milyon dolarlık ilk pay senedi alımını gerçekleştirmiştir. Söz konusu net yabancı portföy yatırımları yıl yıl artış göstermiş, 1986-1989 yılları arası toplam 2.99 milyar dolar iken, 1990-1993 yılları arasında yaklaşık 7.17 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Ülkemizde yaşanan 1994 krizi yabancı yatırımlarının azalmasına neden olurken, ağırlıklı olarak kamu borçlanmasında meydana gelen ortalama %96.6'lık azalışa karşılık yabancıların pay senedi yatırımları %73.5 artış göstermiştir. Ancak yatırımların büyük çoğunluğunun borçlanma senetlerine yönelik olması sonucu 1994 yılında net portföy yatırımları ortalama %69 oranında azalmıştır.

1995-2009 dönemine bakıldığında yaşanılan çeşitli finansal krizler nedeniyle yabancı portföy yatırımlarının dalgalı bir seyir izlediği göze çarpmaktadır. Kriz yılları

dışında pozitif olarak gerçekleşen net portföy yatırımlarına karşın, 1998 yılında yaşanan Asya ve Rusya krizleri 6.69 milyar dolar ve 2001-2002 Türkiye Bankacılık Krizi 5.03 milyar dolar net portföy yatırımının ülkemizden çıkmasına neden olmuştur. Buna karşılık kriz sonrası izlenilen ekonomi politikaları sonucu olarak 2003-2007 yılları arasında toplam 32.25 milyar dolarlık net portföy girişi yaşanmıştır. Mevcut olumlu hava 2008 Mortgage Krizi ile tersine dönmüş ve söz konusu net portföy çıkışı 5.01 milyar dolar olmuştur. Yine aynı şekilde 2002 yılından itibaren Türkiye'de yerleşik yatırımcıların yurtdışındaki yatırımlarında da artışlar görülmüş ve 2002-2009 yılları arasında yaklaşık 15.9 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir.

2010 yılından günümüze kadar ki süreçte portföy yatırımlarının miktarında gözle görülür şekilde ciddi bir artış yaşanarak, 2010-2014 dönemi için ortalama 121.6 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2012 yılında ise yıllık bazda yaklaşık 41 milyar dolar ile rekor seviyede net portföy girişi gerçekleşmiştir. Buna karşılık 2015 yılında ise yıllık bazda toplam 13.87 milyar dolar ile en yüksek seviyedeki sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi son yıllara doğru da istikrarsız bir şekilde hareket eden yabancı portföy yatırımları 2018,2019,2020 ve 2022 yıllarında negatif iken, 2016,2017,2021,2023 yılının tamamı ve 2024 yılının ilk 4 aylık dönemi boyunca pozitif olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu 9 yıllık dönem boyunca ise toplam da 20.8 milyar dolarlık Türkiye ekonomisine net sermaye girişi olmuştur. Diğer taraftan son 11 yıllık dönem boyunca 2016 ve 2017 dönemi hariç yerel yatırımcıların da yurtdışında yapmış oldukları yatırım miktarında yaşanan ciddi artış yaklaşık 31.87 milyar dolar ile dikkat çekmektedir.

Yabancı yatırımcılar, dönem dönem uygulanan yüksek reel faiz oranı ve düşük kur politikası nedeniyle son dönemde Türkiye'deki kısa vadeli portföy yatırımlarını artırmıştır. Ancak spekülatif amaçlı olan bu yatırımların ülke ekonomisinde meydana gelen politika değişimleri ve yaşanılan istikrarsızlıklar sonucunda hızlı şekilde ülkeyi terk etmesi, ülke ekonomisinde küçüklü büyüklü çeşitli krizlere yol açmaktadır.

2.7.1. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Portföy Yatırımlarının Nedenleri

Gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu büyüme potansiyeli ve sunmuş oldukları görece yüksek getiri olanakları uluslararası yatırımcıların bu piyasalara olan ilgisini artırmaktadır. Aynı zaman da ülkeler arasındaki korelasyonun farklı düzeyde olması sayesinde küresel yatırımcılar oluşturdukları portföylerin risklerini en aza indirmek

amacıyla gelişmekte olan ülke piyasalarında yer alan finansal enstrümanları çeşitlendirme aracı olarak portföylerine katmaktadır (Tezcanlı vd., 1994: 50).

Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde uygulanmakta olan bazı ekonomik ve siyasi politikalar, söz konusu bu ülkelerdeki potansiyel yatırımların verimliliğinin düşmesine ve mevcut risk düzeylerinin artmasına neden olmaktadır. Daha önce yapılmış çeşitli araştırmalar uluslararası portföy yatırımlarında, yatırımın yapılacağı ülkenin belirlenmesinde aşağıdaki unsurların önemli rol oynadığı tespit edilmiştir (Korkmaz, 2001: 71):

- Güvenli bilgi ve veri erişiminin mevcudiyeti
- Muhasebe ve raporlama düzenlemelerindeki tutarsızlık
- İşlem maliyeti
- Politik risk ve mülkiyet ile ilgili riskler
- Peşin ve diğer vergiler
- Likidite riski
- Yabancı yatırımlara getirilen sınırlamalar
- Enflasyon riski
- Faiz oranı riski
- Döviz kuru riski
- İşlemlerin yürütülmesi ve teslimatla ilgili riskler

Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri, yaşanan finansal liberalizasyon sonucunda sağlanan kolaylıklar sayesinde önemli düzeyde artış göstermiştir. Söz konusu bu artış küresel ekonomideki diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin modelini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, hem diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin hem de Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin nitelikleri ayırt edilemez derecede aynı olmasa da karşılaştırılabilir benzerliktedir.

Bu bağlamda, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarındaki artışın nedenleri arasında kredi değerliliğinin artması, güçlü hukuki altyapı, sahip olduğu ileri düzey teknoloji, türev piyasaların varlığı, finansal piyasalarının sunmuş olduğu yüksek getiri potansiyeli, Avrupa Birliği (AB) sürecindeki ilerleme ve Borsa İstanbul'un gelişmiş piyasalarla korelasyonunun sınırlı düzeyde olması gibi özellikleri saymak mümkündür.

Bununla birlikte piyasalarda bulunan riskler ve bu risklerden kaynaklanan geçmiş krizler, küresel sermayenin sürdürülebilirliği veya ülkeden çekilmesi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu nedenle, Türkiye'ye yönelik gerçekleşen uluslararası portföy yatırımlarının makroekonomik göstergeler kullanılarak aydınlatılması büyük önem taşımaktadır (Akdoğan, 2019: 51).

2.7.1.1. Faiz Oranı

Ülkelerin faiz oranı seviyesi uluslararası portföy yatırımları üzerinde etkiye sahip olan en önemli makroekonomik göstergelerden birisidir. Gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının farklı olması sonucunda, yabancı portföy yatırımları düşük faiz oranına sahip ülkelerden çıkarak, daha fazla getiri sağlayacakları yüksek faize sahip ülkelere doğru hareket ederler. Söz konusu piyasalar risklerine göre ele alındığında, yüksek düzeyde riskli olarak sınıflandırılan ülkeler uluslararası sermayeyi ülkeye çekmek amacıyla yüksek faiz vermek durumundadır. Bu durum yabancı yatırımcıların katlandıkları yüksek riske karşılık yüksek faiz oranlarına sahip ülkelere yatırım yaparak önemli boyutta getiriler elde etmelerine imkân sağlamaktadır. Türkiye ekonomisinde yüksek düzeyde olan kamu harcamalarının borçlanma yoluyla finansmanının sağlanması sebebiyle reel olarak yüksek tutulan faiz oranlarının, dönem dönem dalgalı seyir izlemesine rağmen günümüzde halen küresel piyasalara kıyasla yüksek düzeyde olması yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girişinde etkili olmaktadır.

2.7.1.2. Ödemeler Dengesi ve Cari Açık

Ödemeler dengesi, en basit haliyle belirli bir zaman diliminde bir ülke vatandaşları ile diğer ülkelerde ikamet edenler arasında gerçekleşen ekonomik işlemlerin istatistiki olarak kapsamlı şekilde kaydının gösteren tablodur (Fieleke, 1999: 3). Temel hesap grupları arasında cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, finans hesabı, resmi rezervler hesabı ve net hata noksan kalemi bulunmaktadır.

Reel olarak yüksek faiz oranlarından kaynaklı olarak ülkeye giren uluslararası sermaye miktarındaki artış beraberinde döviz arzının da artmasına neden olmaktadır. Bu durum, ülke parasının yabancı ülke paraları karşısındaki değerinin reel olarak artmasına yol açmaktadır (Doğukanlı, 2017: 15). Sonuç olarak, ülkelerin küresel ticaretteki ihracat payları azalmaya ve ithalat düzeyleri de artmaya başlamaktadır. Dolayısıyla net ihracat olarak bilinen ithalat ile ihracat arasındaki fark olan cari açık seviyesinin giderek artmasıyla birlikte finansman sorunu ortaya çıkmaktadır. Ülkemizde de olduğu gibi

yıldan yıla artan cari açık ile söz konusu bu finansman açığının yüksek faiz oranı ile kapatılmaya çalışılması beraberinde gerçekleşen ülkemize yönelik yabancı sermaye hareketlerini açıklamaktadır.

2.7.1.3. BİST Pay Senedi Piyasası Getirisi

Yatırım yapılan piyasaya ilişkin getiri düzeyi, yabancı portföy yatırımlarının ülke tercihlerini önemli oranda etkilemektedir. Türkiye'ye yönelik gerçekleşen uluslararası sermaye yatırımları üzerinde de BİST Pay Piyasası'na ait beklenen getiri önemli ölçüde etkiye sahiptir. Yabancı yatırımcıların benimsediği yatırım stratejileri doğrultusunda, BİST'in yüksek getiri potansiyeline sahip olduğu dönemlerde yabancı portföy yatırımlarının artması, görece düşük getiri sunduğu dönemler de ise söz konusu bu yatırımların doğal olarak azalması beklenmektedir.

BİST'in sunmuş olduğu potansiyel getirinin diğer piyasa getirilerine kıyasla daha yüksek bir ortalamaya sahip olması, yabancı yatırımcılar gözünde yatırım yapılabilirliğini artırmaktadır. Yalçıner (2001) yapmış olduğu çalışmada, eş zamanlı reel getiri oranlarının yabancı sermaye hareketlerinin İMKB'ye yönelmesinde teşvik edici olduğunu ancak geçmiş dönemdeki reel getirilerin ise etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

2.7.1.4. Enflasyon Oranı ve Reel Döviz Kuru

Enflasyonun hızlı bir şekilde artış gösterdiği ve süreklilik arz ettiği dönemlerde ulusal paranın değerinde meydana gelen düşüş, satın alma gücünün de azalmasına neden olmaktadır. Bir ülkede bulunan yüksek enflasyonist ortam, yabancı yatırımcıların yapmış oldukları yatırımdan sağlayacakları getiriyi azaltabilmektedir (Tezcanlı vd., 1994: 25). Uzun vadede enflasyonun tahmin edilmesindeki güçlük beraberinde ilgili ülkeye yönelik sermaye yatırımlarını azaltıcı şekilde etkileyebilmektedir. Aynı şekilde, şirketlere ilişkin finansal tabloların değerlendirilmesi ve gelecekteki potansiyel değerlerin tahmin edilmesindeki zorluk yabancı yatırımcıların pay piyasasına yatırım yapmasında isteksiz olmasına sebep olacaktır.

Küresel sermayenin ülkeye girişi ve çıkışı döviz kurundaki dalgalanmalarla yakından ilişkilidir. Yatırım yapılan ülkenin para biriminin değerinde ilerleyen dönemlerde bir düşüş yaşanacağı beklentisi hakimse, doğal olarak yatırımcıların potansiyel kayıplardan kendilerini korumak amacıyla harekete geçmesi portföy yatırımlarında azalma meydana getirecektir. Bu duruma paralel olarak, yerel ülke parasının değer kazanacağına yönelik beklentilerin olması halinde ise, portföy

yatırımlarında artış yaşanacaktır. Öte yandan döviz kurlarındaki dalgalanma ile istikrarsızlık arttıkça, ülkeye giren sermayenin de ülkede kalış süresi doğru orantılı olarak azalacaktır (Çetenak, 2006: 42-43).

Türkiye'de uygulanan para politikası neticesinde, enflasyonun yüksek olarak seyrettiği dönemlerdeki döviz kurlarında önceki dönemlere nazaran özellikle son yıllarda istikrarın sağlanamadığını söylemek mümkündür. Yaşanan bu gelişmelerin sonucu olarak ise yabancı sermaye ülkeyi ya terk etmekte ya da dönem dönem ani şekildeki giriş ve çıkış yaparak piyasada istikrarı bozucu ve volatiliteyi artırıcı etki yapmaktadır. Diğer taraftan, son dönemde fiyat istikrarının sağlanması amacıyla enflasyonla mücadele kapsamında uygulanan sıkı para politikası ile yüksek faiz oranları neticesinde döviz kurlarında önceki dönemlere kıyasla istikrar sağlanmıştır. Bunun sonucu olarak ülkeye yönelen net portföy yatırımlarındaki artış ise dikkat çekmektedir.

2.7.1.5. Ekonomik Büyüme

Gelişmekte olan ülkelerin özellikle son dönemde sergilediği yüksek büyüme hızları, uluslararası sermayenin bu ülkelere doğru yönelmesindeki bir diğer önemli faktördür. Yüksek getiri aynı zamanda ekonomideki yüksek büyüme oranına bağlıdır. Ekonomik olarak büyüme beklentisi beraberinde yatırımların artmasını teşvik etmekte ve bunun sonucu olarak da getiriler de yükseliş meydana gelmektedir. Dolayısıyla, tüm yatırımcılar açısından genişleyen ekonomiler yatırımların karlılığını artıracak birer mekanizma işlevi görmektedir (Sarılı, 2010: 42). Ekonomik açıdan büyümeden faydalanmak ve kalkınmaya ortak olmak isteyen yatırımcılar yüksek getirili ülkelere ve finansal piyasalara doğru fonlarını aktarma eğilimindedirler. Ekonominin istikrarlı ve güçlü bir şekilde büyümesini sağlamak ve aynı zamanda giderek daha yüksek bir büyüme hedefi belirlemek, uluslararası yatırımcıları ülkeye çekme konusunda oldukça önemli bir etkendir (Tezcanlı vd., 1994: 90-91).

Türkiye ekonomisi son yıllarda sergilemiş olduğu yüksek büyüme hızı sayesinde küresel yatırımcıların ilgi noktası haline gelmiştir. 2020 yılında %1.9, 2021 yılında %11.5, 2022 yılında %5.6 ve 2023 yılında ise %4.5 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi izlemiş olduğu yüksek ve dalgalı seyir ile hem yüksek risk barındırmakta hem de yüksek getiri fırsatı sunmaktadır. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri için, pay senedi ve tahvil ihraçları ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için gerekli olan sermayenin finansmanının temin edilmesinde önem arz etmektedir. Özellikle

şirketlerin uzun vadeli ve uygun maliyetli olarak gerçekleştirdikleri pay senedi ihraçları, söz konusu yatırımlara finansman kaynağı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır.

2.7.2. BİST Bünyesindeki Yatırımcı Dağılımı ve Portföy Büyüklükleri

Türkiye'deki şirketlerin pay senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, hem uyruk (yerli ve yabancı) hem de yatırımcı tipi (bireysel, kurumsal ve diğer) bazında olmak üzere sayıları ve saklama bakiyesi cinsinden sahip oldukları portföylerinin değerleri bakımından 2011 yılından 2024 yılının ilk yarısına kadar olan dönem için incelenmiş ve Tablo 5 üzerinde detaylıca gösterilmiştir.

Yatırımcı sayıları bazında ele alındığında, yerli yatırımcıların sayıca yabancı yatırımcılardan bir hayli fazla olduğu göze çarpmaktadır. Ancak sahip olunan portföy büyüklüğü açısından bakıldığı zaman sayılarının az olmasına rağmen yabancı yatırımcıların 2020 yılına kadar üstün olduğu, 2020 yılından itibaren yerli yatırımcıların bu üstünlüğü ele geçirdiği görülmektedir. Genel olarak dalgalı bir seyir izlemesine rağmen hem yerli hem de yabancı yatırımcıların sayıları ilgili periyot boyunca artan bir trend izlemiştir. Toplam yerli yatırımcı sayısı 2011-2019 dönemi için ortalama 1,095,754 olarak gerçekleşirken, bu rakam 2020 yılından 2024 yılının ortasına kadar olan dönem için 4,799,319 seviyesinde gerçekleşmiştir. Açıkça görüldüğü gibi 2020 yılından itibaren yerli yatırımcıların pay senetlerine olan ilgisi bir hayli artmıştır. Bu sayının da yaklaşık olarak %99.7'lik bir oranla neredeyse tamamına yakın bir kısmı yerli bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Diğer taraftan sahip olunan saklama bakiyeleri bakımından incelendiğinde, yerli bireysel yatırımcıların 2011-2024 dönemi boyunca yaklaşık %54.1'lik payla yine çoğunluğa sahip olduğu görülürken, bunu %29.6'lık payla yerli kurumsal yatırımcıların izlediği ve kalan kısmında %16.3'lük oranla yerli yatırım fonu, yatırım ortaklıkları ve diğer grubuna ait olduğu görülmektedir.

Yabancı yatırımcıların sayısı ve piyasadaki toplam payları yıllar itibariyle göz önüne alındığında zaman zaman azalmalar yaşanmış olsa da genel olarak sayılarının ve pay senedi yatırımlarının büyüklüğünün artış eğilimi sergilediği ve meydana gelen değişimlerin ise dikkat çekici olduğunu söylemek mümkündür. Yabancı yatırımcıların ağırlığının yaklaşık %77'lik kısmı bireysel düzeydeki yatırımcılardan oluşurken, bunu %13.4'lük payla yabancı yatırım fonları takip etmekte ve kalan yaklaşık %9.6'lik kısımda yabancı kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır.

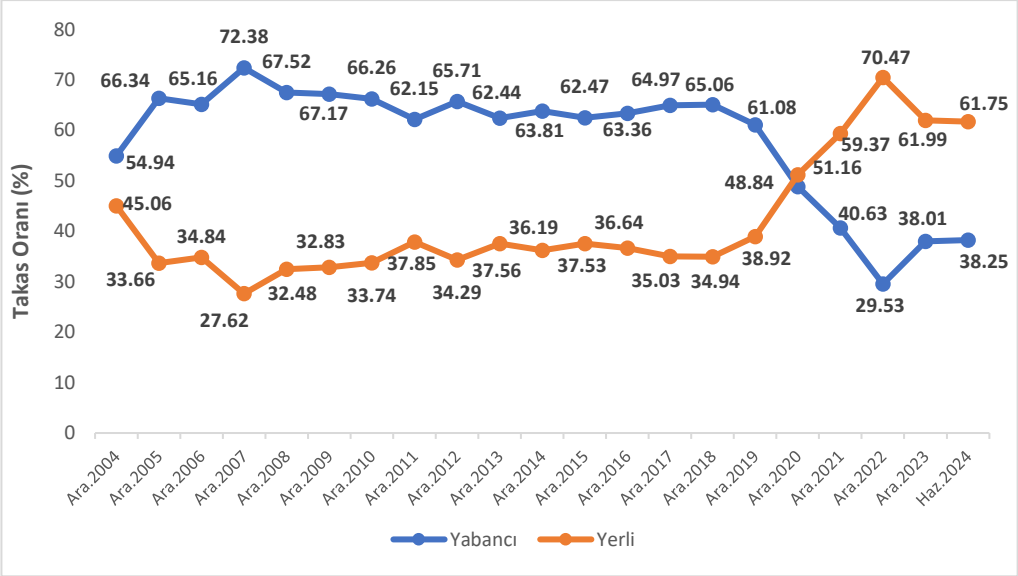
Tablo 5. Yatırımcı Uyruğu ve Kimlik Tipine Göre BİST'te Bulunan Pay Senedi Yatırımcı Sayısı ve Portföy Büyüklüğü

Yatırımcı Uyruğu ve Kimlik Tipi	2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	YS	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*
Yerli	**1,090,054**	**52,860**	**1,080,262**	**72,676**	**1,100,853**	**73,034**	**1,065,473**	**89,699**	**1,049,578**	**85,114**	**1,031,309**	**90,321**	**1,081,334**	**122,614**
Bireysel	1,086,395	29,959	1,075,364	37,731	1,095,161	36,950	1,059,633	43,538	1,043,953	43,668	1,025,942	47,289	1,076,082	65,029
Kurumsal	3,111	17,213	4,317	26,487	5,064	26,943	5,176	34,478	4,962	28,198	4,696	29,046	4,580	39,076
Diğer	548	5,687	581	8,458	628	9,140	664	11,684	663	13,248	671	13,986	672	18,509
Yabancı	**7,732**	**86,851**	**8,304**	**140,529**	**9,555**	**122,219**	**9,895**	**159,243**	**9,735**	**141,206**	**9,485**	**156,511**	**9,569**	**232,261**
Bireysel	4,545	346	4,828	462	5,950	500	6,182	526	6,167	703	6,163	695	6,176	971
Kurumsal	1,100	25,400	1,227	41,700	1,299	33,332	1,426	47,141	1,475	51,993	1,398	60,204	1,453	86,339
Diğer	2,087	61,105	2,249	98,368	2,306	88,387	2,287	111,576	2,093	88,511	1,924	95,611	1,940	144,951
Toplam	**1,097,786**	**139,711**	**1,088,566**	**213,205**	**1,110,408**	**195,253**	**1,075,368**	**248,942**	**1,059,313**	**226,320**	**1,040,794**	**246,832**	**1,090,903**	**354,875**

Yatırımcı Uyruğu ve Kimlik Tipi	2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024*	
	YS	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*	*YS*	*PB*
Yerli	**1,169,188**	**111,117**	**1,193,731**	**185,780**	**1,976,976**	**380,788**	**2,341,923**	**524,698**	**3,766,444**	**1,835,562**	**7,614,946**	**2,599,965**	**8,296,305**	**3,564,599**
Bireysel	1,163,276	61,146	1,188,058	92,189	1,970,425	210,312	2,333,595	294,320	3,757,325	1,003,489	7,604,351	1,437,811	8,285,482	1,889,662
Kurumsal	5,152	32,048	4,939	63,546	5,743	108,306	7,383	153,473	7,995	567,816	9,303	742,527	9,437	1,029,019
Diğer	760	17,923	734	30,045	808	62,170	945	76,904	1,124	264,257	1,292	419,627	1,386	645,918
Yabancı	**9,731**	**204,225**	**9,707**	**290,400**	**11,964**	**361,667**	**13,147**	**347,679**	**17,043**	**760,444**	**28,916**	**1,556,724**	**31,931**	**2,284,813**
Bireysel	6,507	1,164	6,634	1,467	9,192	2,725	10,652	3,188	14,774	9,681	26,586	11,464	29,498	14,646
Kurumsal	1,460	96,574	1,407	154,384	1,264	224,081	1,154	198,700	1,064	420,210	1,071	1,008,628	1,106	1,419,207
Diğer	1,764	106,487	1,666	134,549	1,508	134,861	1,341	145,791	1,205	330,553	1,259	536,633	1,327	850,960
Toplam	**1,178,919**	**315,342**	**1,203,438**	**476,180**	**1,988,940**	**742,455**	**2,355,070**	**872,377**	**3,783,487**	**2,596,006**	**7,643,862**	**4,156,689**	**8,328,236**	**5,849,412**

Kaynak: Veri Analiz Platformu, MKK (05.06.2024)
Not: *2024 yılı haziran ayına kadar olan kısmı, *Diğer* yatırımcı tipi *Fon, Yatırım Ortaklığı* ve *Diğer* kısmını kapsamaktadır. *YS* yatırımcı sayısını ve *PB* milyon TL cinsinden portföy büyüklüğünü ifade etmektedir.

Yabancı yatırımcıların sayısı ve piyasadaki toplam payları yıllar itibariyle göz önüne alındığında zaman zaman azalmalar yaşanmış olsa da genel olarak sayılarının ve pay senedi yatırımlarının büyüklüğünün artış eğilimi sergilediği ve meydana gelen değişimlerin ise dikkat çekici olduğunu söylemek mümkündür. Yabancı yatırımcıların ağırlığının yaklaşık %77'lik kısmı bireysel düzeydeki yatırımcılardan oluşurken, bunu %13.4'lük payla yabancı yatırım fonları takip etmekte ve kalan yaklaşık %9.6'lik kısımda yabancı kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Ancak bu durum sahip olunan portföy bakiyeleri cinsinden incelendiğinde sıralama tam tersine dönmekte, yabancı bireysel yatırımcıların toplam içindeki payının ilgili dönem boyunca ortalama %0.71 civarında olduğu görülmektedir. Beklendiği üzere yabancı yatırımlarının neredeyse tamamına yakın kısmının fonlar ve kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştiği açıkça görülse de dönem içindeki ağırlıklarının değiştiği gözlenmiştir.

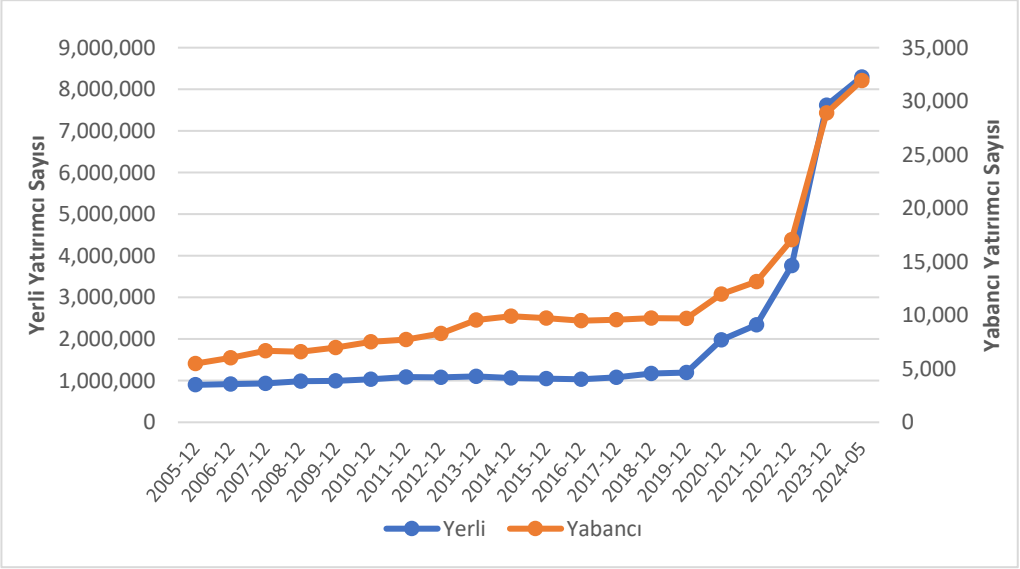


Şekil 7. Yatırımcı Uyruğuna Göre Sahip Olunan Pay Senedi Takas Oranı (%)
Kaynak: Veri Analiz Platformu, MKK (05.06.2024)

Bu bağlamda, 2011-2018 dönemi boyunca yabancı yatırım fonları ve diğer grubunun pay senedi yatırımları toplam yabancı yatırımlarının yaklaşık %63.95'lik kısmına karşılık gelirken, aynı dönem içerisinde yabancı kurumsal yatırımcıların payı yaklaşık %35.61 düzeyinde gerçekleşmiştir. Tersine, 2019 yılından itibaren yaşanan kırılma neticesinde yabancı yatırımlarının içinde kurumsal yatırımcıların payı ilk sırada gelirken, söz konusu 2019-2024 döneminde kurumsal yabancı yatırımları %61.15, yabancı yatırım fonlarının bulunduğu diğer grubu ise %38.08'lik paya sahip olmuştur. Bu durum, özellikle son yıllarda meydana gelen çeşitli finansal nitelikteki olaylara hızlı şekilde reaksiyon göstererek ani giriş ve çıkış yapan ve sıcak para olarak adlandırılan

büyük ölçekteki kurumsal yabancı yatırımların pay senetleri üzerindeki etkilerinin incelenmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

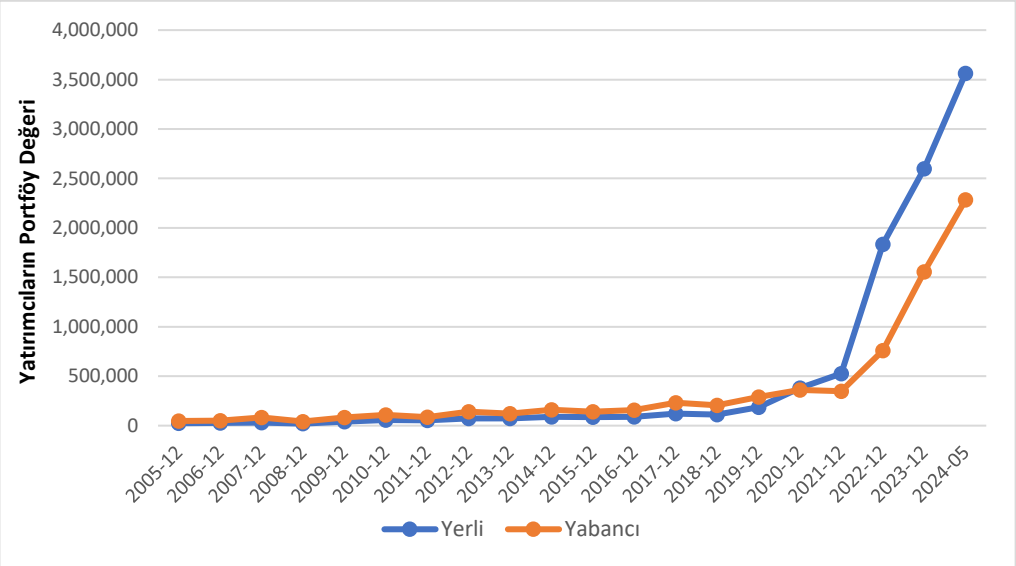
Tablo 5 ve Şekil 7'de görüldüğü gibi 2020 yılından itibaren yerli ve yabancı yatırımcıların BİST nezdinde sahip olduğu pay senetlerinin ağırlıklarında ciddi bir değişim meydana gelmiştir. 2004 yılından 2019 yılının sonlarına kadar ki süreç boyunca yabancı yatırımcıların BİST'te yer alan pay senetlerinin ortalama %64.43'lük kısmına sahip olduğu Şekil 7'de net bir şekilde görülmektedir. Yaklaşık 14 yıl boyunca BİST'te devam eden yabancı egemenliği Covid-19 pandemisiyle birlikte yerini yerli yatırımcının egemenliğine bırakmıştır. 2020 yılından itibaren Türk halkının tasarruflarını ağırlıklı olarak BİST pay senedi piyasasında değerlendirmeye başlamasıyla birlikte, 2022 yılının sonlarında yerli yatırımcı payı %70'leri geçerek 2008 krizinden sonra ikinci kez rekor seviyelere ulaşırken, aynı dönemde yabancı payı da tarihindeki en düşük ikinci seviyeyi %29.53'lük payla görmüştür. Şüphesiz yerli yatırımcı payında yaşanan bu hızlı artışta gerçekleşen şirket halka arzlarına karşı Türk halkının yoğun ilgisi de ciddi şekilde etkili olmuştur. Sadece Şekil 7 üzerinden yatırımcıların takas paylarına bakıldığında, sanki yabancı yatırımcıların sayısında ve yatırım büyüklüğünde ciddi bir azalma yaşandığı şeklinde hatalı yorum yapılması mümkün olabilmektedir.



Şekil 8. Yatırımcı Uyruğuna Göre Pay Senedi Yatırımcı Sayısı
Kaynak: Veri Analiz Platformu, MKK (05.06.2024)

Söz konusu bu durum Tablo 5'te de daha önce detaylı bir şekilde verilmiş olup, Şekil 8 ve Şekil 9 üzerinden hem yatırımcı sayıları hem de yatırımcıların saklama bakiyelerine göre portföy büyüklükleri daha net bir şekilde görülmektedir. Buna göre

yıllar bazında hem yerli hem de yabancı yatırımcı sayılarının özellikle 2020 yılında yaşanan sert hareketle birbirine paralel şekilde artış gösterdiği açıkça söylenebilir. Ancak her ne kadar birbirine paralel şekilde artış gösterse de yerli ve yabancı yatırımcı sayısı arasında çok ciddi bir fark bulunmaktadır. 2024 yılının mayıs ayı sonu itibariyle BİST'te 8,296,305 yerli pay senedi yatırımcısı bulunurken, buna karşılık 31,931 yabancı pay senedi yatırımcısı bulunmaktadır.



Şekil 9. Yatırımcı Uyruğuna Göre Sahip Olunan Pay Senedi Portföy Değerleri (Milyon TL)
Kaynak: Veri Analiz Platformu, MKK (05.06.2024)

Benzer şekilde, yerli ve yabancı yatırımcıların 2005-2024 yılları boyunca sahip olduğu pay senedi portföylerinin büyüklükleri de Şekil 9' da verilmiştir. Yıllar itibariyle hem yerli hem de yabancı yatırımcıların sahip oldukları portföy değerleri yine birbirine paralel şekilde yükseliş göstermektedir. 2020 yılında yaşanan kırılma ile yerli yatırımcıların sahip olduğu pay senedi portföyünün değeri yabancı yatırımcıların sahipliğindeki payların değerini geçmiş ve 2024 yılı mayıs ayı sonu itibariyle söz konusu yatırımların büyüklüğü yerli yatırımcılar için 3.56 trilyon TL civarındayken, yabancı yatırımcılar için bu rakam yaklaşık 2.28 trilyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak Türkiye piyasasına yönelik gerçekleşen yabancı portföy yatırımlarının yıllar bazından hem yatırımcı hem de tutar bakımından artış gösterdiği, dönem dönem ekonomide izlenen faiz ve kur politikalarının sonucu olarak borçlanma araçları ve pay senedi yatırımlarının dağılımında değişmelerin yaşandığı, özellikle son yıllarda yerli yatırımcıların tasarruflarını pay senedi piyasasında değerlendirmek amacıyla piyasaya olan katılımlarının arttığı ve yabancı yatırımcıların BİST özelindeki pay senedi piyasasında ağırlıklı olarak kurumsal yatırımcı ve yatırım fonlarından

oluşması sebebiyle piyasa üzerinde şüphesiz baskın bir etkiye sahip olduğunu söylemek mümkündür.

2.8. Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Piyasasına Etkileri

Küresel sermaye hareketlerinin yerel ve uluslararası hisse senedi piyasaları üzerindeki etkileri finansal piyasalarda ele alınan önemli konulardan birisidir. Yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen pay alım ve satım işlemlerinin bir ülkenin menkul kıymet piyasaları üzerinde bir dizi doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır. Söz konusu bu etkilerin boyutu ve niteliği, yatırımcıların piyasalara giriş ve çıkış zamanlaması ve yatırımların hacmi ve sürekliliği gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak bu etkiler hem kısa hem de uzun vadede finansal piyasa dinamiklerini olumlu ve olumsuz yönde etkilemektedir. Bu bağlamda yabancı yatırımlarının piyasalar üzerindeki etkilerini temel olarak fiyat ve volatilite kapsamında kategorize etmek mümkündür.

2.8.1. Fiyat Etkisi

Yabancı sermaye akımları ve hisse senedi fiyatları arasındaki söz konusu bu etkileşim, yabancı yatırımlarının varlık fiyatları üzerinde eş zamanlı olarak herhangi bir etkisinin olup olmadığına, varsa bu etkinin kalıcı mı yoksa geçici mi olduğuna ve bu yatırımların tecrübe ve bilgi kaynaklı rasyonel bir yatırım davranışı mı yoksa bilgi eksikliğine bağlı olarak piyasadaki fiyat hareketlerini izleyen veya fiyatlar üzerinde baskı oluşturan bir yatırım davranışı mı sergilediğine yönelik geçmişten günümüze giderek önemli bir odak noktası haline gelmektedir. Bu amaç doğrultusunda söz konusu etkiler Taban Genişlemesi Hipotezi (Base Broadening Hypothesis), Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi (Feedback Trading Hypothesis) ve Fiyat Baskısı Hipotezi (Price Pressure Hypothesis) kapsamında ele alınmaktadır.

2.8.1.1. Taban Genişlemesi Hipotezi

Literatürde yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymet borsaları ve dolayısıyla hisse senetleri üzerindeki etkileri farklı teorik çerçeveler ve hipotezler ışığında geçmişten günümüze incelenmektedir. Bu etkilerin açıklanmasında ilk olarak yatırımcı çeşitliliği, piyasa derinliği ve likiditede meydana gelen artışlar ifade edilmektedir (Chandra, 2012: 287). Yabancı yatırımcıların piyasaya girişi sonucunda genellikle işlem hacminde yükseliş meydana gelmektedir. Bunun sonucunda hisse senedi piyasasının likiditesinde yaşanan artış ikincil piyasa işlemlerini iyileştirerek, alım ve satım işlemlerinin daha kolay ve hızlı şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Artan likidite beraberinde piyasanın

derinlik kazanmasına ve yatırımcı tabanının genişlemesine (base-broadening), büyük miktardaki işlem emirlerinin piyasa fiyatları üzerinde baskı yaratmadan gerçekleşmesine ve piyasa dengesizliklerinin azalmasına katkı yapmaktadır (Kadanda ve Raj, 2017: 1). Dolayısıyla piyasaların etkinliğindeki artış, hisse senedi fiyatlarının temel değerleri yansıtmasına ve mali kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesine imkân sağlamaktadır.

Yabancı yatırımcıların yerel borsalara girişlerinin piyasa performansı üzerindeki etkileri taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği kapsamında çok sayıda ampirik çalışmayla incelenmiştir. Warther (1995) ABD piyasası, Clark ve Berko (1997) Meksika piyasası, Froot vd. (2001) 16 gelişmiş ve 28 gelişmekte olan 44 ülke piyasası, (Bekaert vd., 2002) 20 gelişmekte olan ülke piyasası, Dahlquist ve Robertsson (2004) İsveç piyasası, Ananthanarayanan vd. (2009) Hindistan piyasası, Okuyan ve Erbaykal (2011) Türkiye piyasası ve Angelovska (2020) Makedonya piyasası için yaptıkları çalışmalarda, yabancıların hisse senedi alımlarının piyasa derinliğini, istikrarını, likiditesini ve eş zamanlı olarak hisse getirilerini artırdığını destekler nitelikte bulgular tespit etmişlerdir.

2.8.1.2. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi

İkinci etki olarak ise piyasa duyarlılığı ve yatırımcı davranışını ele almak mümkündür. Yabancı yatırımcıların piyasalara aktif olarak katılımı yerel yatırımcıların beklentilerini ve duyarlılıklarını etkileyebilmektedir. Küresel sermaye ile yabancılar tarafından desteklenen bir piyasa daha çekici hale gelirken, bu da yerli yatırımcıların piyasaya olan ilgilerinin artmasına ve piyasada daha fazla işlem faaliyetlerinde bulunmasına sebep olabilmektedir. Yatırımcıların başka ülkelerde menkul kıymet yatırımı yapmalarındaki temel amaç genellikle uluslararası portföy çeşitlendirmesi sağlamak ve dolayısıyla riski minimize ederken farklı pazarlardan daha fazla getiri elde etmektir (Clark ve Berko, 1997: 2). Bu nedenle yabancı yatırımcıların yerel piyasa trendi ve fiyat hareketlerine karşı sergilediği duyarlılık ve yatırım davranışı şekli, söz konusu bu sermaye hareketlerinin etkilerinin daha net anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır. Finansal piyasalardaki varlık fiyatlarına karşı yatırımcıların izlediği yatırım davranışlarının analizi geri bildirime dayalı işlem hipotezi kapsamında çok sayıda ampirik çalışmada ele alınmıştır. Bu yatırım davranışına göre, fiyatlar yükseldiğinde yatırımcılar hisse senedi alma, düştüğünde satma eğiliminde ise pozitif geri bildirim

ticareti[8], tam tersi fiyatlar yükseldiğinde satma düştüğünde alma eğiliminde ise negatif geri bildirim ticareti[9] benimsemektedir (Samarakoon, 2009: 852, Sapian, 2015: 94, Baba ve Sevil, 2021: 2).

Özellikle yabancı yatırımcıların benimsediği pozitif geri bildirime dayalı yatırım stratejisi sonucunda, fiyatı yüksek olan hisse senetlerinin daha fazla talep görerek satın alınması varlık fiyatlarında balon oluşumuna, fiyatı düşük olanların ise daha fazla satılarak temel değerlerinden uzaklaşması piyasanın istikrarsızlaşmasına neden olmaktadır (Kadanda ve Raj, 2017: 2, Baba ve Sevil, 2021: 1). Öte yandan negatif geri bildirime dayalı işlem stratejisinin benimsenmesi durumunda, fiyatların aşırı alım bölgesinde olduğunda satıcı, aşırı satım bölgesinde olduğunda ise alıcı pozisyonunda olunacağı için piyasa hareketlerinin yumuşatılmasına katkı sağlanacaktır (Adabag ve Ornelas, 2004: 5). Yapılan çalışmalarda Choe vd. (1999) Güney Kore, Froot vd. (2001) 44 ülke, Richards (2005) 5 Asya Ülkesi, Samarakoon (2009) Sri Lanka, Reis vd. (2010) Brezilya, El-Batrawy (2015) Mısır, Kumar vd. (2017) Hindistan, Vo (2017) Vietnam ve Abdulkadir (2023) Nijerya piyasasında yabancı yatırımcıların pozitif geri bildirim, Yang (2002) Taiwan, Adabag ve Ornelas (2004), Ülkü ve İkizlerli (2012), Adaoğlu ve Katırcıoğlu (2013) Türkiye ve Ülkü (2015) 8 Avrupa ülkesinin piyasasında ise yabancı yatırımcıların negatif geri bildirim yatırım davranışı sergilediğine ilişkin bulgular tespit etmişlerdir.

Burada çeşitli yatırımcı gruplarının genel olarak sergilemiş oldukları alım ve satım davranışlarının bilgi asimetrisinden (information asymmetry) kaynaklı olarak gerçekleştiği ve farklı performans gösterdiği ifade edilmektedir (El-Batrawy, 2015: 5). Yerli ve yabancı yatırımcıların karşılıklı olarak sahip oldukları bilgi avantajına ilişkin tartışmalar söz konusu olmakla birlikte, yapılan çok sayıdaki çalışma yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılar karşısında ulusal varlıklar hakkında daha az bilgiye sahip olduğu ancak bu eksikliği uluslararası uzmanlıkları sayesinde gidererek ulusal yatırım araçları üzerinde etkiye sahip oldukları belirtilmiştir (Mishra ve Debasish, 2017: 2). Bu bağlamda, Froot ve Ramadorai (2008) yabancı yatırımcıların küresel bilgi akışı sayesinde daha iyi yatırım performansı gösterdiğini öne sürerken, Brennan ve Cao (1997), (Choe

[8] Pozitif Geri Bildirim Ticareti, literatürde Momentum Ticareti (Momentum Trading), Trend Peşinde Koşma (Trend Chasing) ya da Sürü Davranışı (Herd Behaviour) olarak da ifade edilmektedir.
[9] Negatif Geri Bildirim Ticareti, literatürde Tersine Ticaret (Contrarian Trading) ya da Portföy Düzenleme Davranışı (Portfolio Rebalancing Behaviour) olarak da ifade edilmektedir.

vd. (2005) ve Dvorak (2005) bu durumun aksine yabancı yatırımcıların bilgi açısından dezavantajlı grup olduğu ve bu nedenle trend takipçisi (ya da sürü davranışı) olarak yatırım yaptıklarını ileri sürmüşlerdir. Bu durumun tam aksine, Ülkü ve İkizlerli (2012), Adaoğlu ve Katırcıoğlu (2013), Onishchenko ve Ülkü (2019) ve Baba ve Sevil (2021) tarafından yapılan çalışmalar yabancı yatırımcıların bilgili ve rasyonel olduklarını ve piyasada gerçekleşen makroekonomik düzeydeki gelişmelere göre geri bildirim yatırım davranışlarını dönemsel olarak değiştirdiklerini öne sürmektedir. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırım davranışlarının rasyonel şekilde temel değerlere ve bilgiye dayalı ya da aksine spekülatif temelli olduğu ile bu yatırımların sahip olduğu etkilerin kısa (geçici (temporary)) ve ya uzun (kalıcı (permanent)) vadeli mi olduğunun belirlenmesi önem arz etmektedir (Kadanda ve Raj, 2017: 2). Bu durumda, yabancı sermaye akımlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri uzun vadeli ve ekonomik değerlere dayalı beklenti kaynaklı ise fiyat etkisi (price impact), kısa vadeli ve piyasa istikrarını bozucu şekilde ise fiyat baskısı (price pressure) olarak ilişkilendirilmektedir (Sapian, 2015: 94, El-Batrawy,2015: 10).

2.8.1.3. Fiyat Baskısı Hipotezi

Yabancı yatırımlarının piyasalara olan etkilerinden üçüncüsü ise fiyat baskısıdır. Yerel yatırımcılara kıyasla uluslararası yatırımcılar farklı değerleme ve analiz kriterlerine sahip olabilmektedir. Bu durum yabancıların yatırım davranışlarını etkileyerek spesifik olarak belirli sektörlerde ve hisselerde mevcut fiyat seviyelerinin yükselmesine veya düşmesine neden olmaktadır. Hisse senetlerinin temel değerlerinin yanı sıra özellikle kısa vadeli olarak gerçekleştirilen spekülatif işlemlerde, yabancı yatırımcıların firmalardaki sahiplik oranlarının seviyesi, pozisyon maliyetleri, firmanın büyüklüğü ve piyasada işlem gören lot miktarı gibi kriterler de yabancı yatırımlarının fiyatlara olan etkilerinde önemli rol oynamaktadır. Warther (1995) tarafından öne sürülen bir hipoteze göre, özellikle gelişmekte olan piyasalara yapılan önemli miktardaki yabancı portföy yatırımları fiyatlar üzerinde baskı yaratabilmektedir. Bunun nedeni, bu piyasaların sığ ve likit olmaması ve bunun da fiyatlarda yapay bir artışa yol açmasıdır.

Piyasanın likidite eksikliği göz önüne alındığında, likiditenin arttığı dönemlerde yabancı sermaye girişi fiyatların fırlamasına neden olabilmektedir. Bir süre sonra ise fiyatlar eski seviyelerine geri dönmektedir. Basitçe ifade etmek gerekirse, bu hipotez yabancı sermaye girişleri nedeniyle piyasada oluşan fiyat artışının kısa vadede geçici olabileceğini öne sürmektedir. Dolayısıyla piyasada gerçekleşen diğer işlemlere kıyasla

büyük ölçekli olan yabancı alımları hisse fiyatlarının yükselmesini sağlarken, büyük ölçekli yabancı satışları ise hisse fiyatları üzerinde baskı oluşturarak düşmesine neden olmaktadır. Özellikle üzerinde durulması gereken husus, etkinin geçici mi yoksa kalıcı mı olduğudur. Eğer fiyat artışı kısa vadede geçici bir nitelik taşıyorsa, bu saf bir fiyat baskısının (price pressure) göstergesi anlamına gelebilmektedir. Eğer daha uzun vadede ise kalıcı bir durum söz konusuysa, bu potansiyel olarak bir borsanın liberalleşmenin de etkisiyle birlikte gelen risk paylaşımının tabanı genişletme veya bilgiyi açığa çıkarma gibi avantajlarına işaret etmektedir (Ülkü ve İkizlerli, 2012: 384). Söz konusu bu etkinin varlığı, hisse senedi getirilerinin eş zamanlı yabancı sermaye akımları ile pozitif, gecikmeli sermaye akımları ile negatif ilişkili olduğunu varsayan fiyat baskısı hipotezi kapsamında ele alınmaktadır (Kumar ve Puja,2014: 3). Fiyat baskısı hipotezinin geçerliliğinin test edilmesi için yapılan çalışmalarda kapsamında, Warther (1995) ABD, Clark ve Berko (1997) Meksika, Adabag ve Ornelas (2004) Türkiye, Dahlquist ve Robertsson (2004) İsveç ve Angelovska (2020) Makedonya piyasası için fiyat baskısının varlığına dair bir bulguya ulaşamazken, Ananthanarayanan vd. (2009) Hindistan ve El-Batrawy (2015) Mısır piyasası için yabancı fon girişlerinin fiyat baskısı oluşturduğunu ifade etmiştir.

2.8.2. Volatilite Etkisi

Uluslararası sıcak para hareketlerinin piyasalar üzerindeki temel etki alanlarından ikincisi olarak fiyat oynaklıklarından bahsetmek mümkündür. Yabancı portföy yatırımları, piyasaya giren sermayenin niteliğine bağlı olarak fiyat oynaklığını etkileyebilmektedir. Özellikle büyük miktarlardaki işlemleriyle yabancı yatırımlar, kısa vadeli spekülatif hareketlerle piyasada varlık fiyatları üzerinde dalgalanmalara sebep olmaktadır. Ancak uzun vadeli olarak gerçekleşen yabancı yatırımlar ise piyasanın istikrarına katkı sağlayarak söz konusu volatiliteyi azaltıcı yönde etkilemektedir (Thanatawee, 2021: 7). Fiyatların oynaklık düzeyinde meydana gelen artış ve azalışlar, yatırımcıların risk algılarını değiştirerek piyasa dinamiklerini etkilemektedir. Bunun yanında yabancı sermayenin piyasayı terk etmesi de benzer şekilde menkul kıymet piyasalarındaki volatiliteyi tetiklemektedir (Chiang ve Chan, 2017: 261).

Yabancı yatırımcıların sergilemiş oldukları yatırım davranışları piyasa düzenini etkilemektedir. Negatif geri bildirim yatırım davranışı piyasalar üzerinde düzenleyici etki yaparken, pozitif geri bildirim yatırım stratejisi ise fiyatlarda balon oluşmasına ve aynı zamanda aşırı piyasa oynaklığına da neden olabilmektedir (Baba ve Sevil, 2021: 4).

Yabancı sermaye hareketlerinin hisse senedi volatilitesine etkileri üzerine çok sayıda yapılmış çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları söz konusu yabancı yatırımlarının volatiliteyi artıcı etkisinin olduğunu, bazıları da azaltıcı yönde etki ettiğini ifade etmektedir. Li vd. (2011) 31 gelişmekte olan piyasa üzerinde büyük ölçekli yabancı sahipliğinin hisse senedi getiri oynaklığı üzerinde negatif etki ederek piyasa istikrarına katkı sağladığını belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Vo (2015) Vietnam piyasası, Chiang ve Chan (2017) Tayvan piyasası için yabancı yatırımlarının hisse fiyatlarındaki oynaklığı azaltarak piyasasının istikrara kavuşmasına katkı sağladığını ifade etmiştir. Diğer taraftan Chen vd. (2013) yabancı kurumsal yatırımlarının Çin'deki firmaların hisse senedi getirilerinin oynaklığını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonucu destekler nitelikte, Kotishwar (2020) yabancı kurumsal sermaye akımlarının Hindistan hisse senedi piyasası oynaklığını artırıcı şekilde önemli derecede etkide bulunduğunu belirtmiştir.

2.9. Literatür Taraması

2.9.1. Genel Değerlendirme

İlgili yazın incelendiğinde çalışmaların bir kısmının yalnızca tek bir hipotezi test ettiği, buna karşılık diğer kısmının ise iki ve ya üç farklı hipotezi de analiz kapsamında incelediği görülmektedir. Araştırmalara konu olan piyasaların bulunduğu ülkelerin yasalarına ve uygulamalarına göre detaylı olarak kaydını tuttuğu ve yayınladığı yabancı portföy yatırımlarına ilişkin verilerin çeşitliliği ise ilgili hipotezlerin test edilmesinde kullanılan veri setini şekillendirmektedir. Bu bağlamda ilgili literatür, detaylı bir şekilde ele alınmadan önce bu ayrım kapsamında ön değerlendirmeyle açıklanmaktadır.

2.9.1.1. Test Edilen Hipotezler Açısından Değerlendirme

Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla öne sürülen teorik olarak çok sayıda varsayım bulunmaktadır. Söz konusu bu varsayımlar genel olarak hem eş zamanlı etkiyi hem de geçmiş hareketlerin gelecekteki değerlere olan etkisi şeklinde yabancı yatırımlar ile hisse senedi getirileri arasındaki etkileşimi incelemektedir. Taban genişlemesi (base-broadening) hipotezi kapsamında, piyasadaki yatırımcı tabanının genişlemesi beraberinde çeşitliliğin artmasına ve risk düzeyinin azalmasını sağlayacaktır. Risk düzeyindeki azalma, dolayısıyla yatırımcıların daha az risk primi talep etmesine neden olarak hisse senedi fiyatlarının da yükselmesiyle sonuçlanacaktır. Örnek olarak Clark ve Berko (1997), Froot vd. (2001), Dahlquist ve Robertsson (2004), Ananthanarayanan vd. (2009), Okuyan ve

Erbaykal (2011) ve Angelovska (2020) tarafından yapılan uluslararası bir çok çalışma da taban genişlemesi hipotezinin varlığını destekler şekilde bulgular tespit edilmiştir.

Yabancı yatırımcıların daha çok trend (portföy düzenlemesi) arayışında olduğunu öne süren pozitif (negatif) geri bildirim hipotezini destekler nitelikte, uluslararası yatırımcıların yüksek getiri bekledikleri piyasalara yönelerek alış yaptıkları ve daha düşük getiri öngördükleri piyasalardan çıkarak satış yaptıkları, diğer bir deyişle fiyat hareketlerini takip ederek yükselen varlıkları aldıkları (sattıkları) düşen varlıkları ise sattıkları (aldıkları) sonucuna ulaşan çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, Bohn ve Tesar (1996), Brennan ve Cao (1997), Choe vd. (1999), Froot vd. (2001), Richards (2005), Samarakoon (2009), Reis vd. (2010), Chandra (2012), El-Batrawy (2015), Vo (2017) ve Abdulkadir (2023) çalışmalarında yabancı yatırımcıların pozitif geri bildirim ticaretini benimsediklerini ifade etmişlerdir. Buna karşılık, Yang (2002), Adabag ve Ornelas (2004), Somuncu ve Karan (2010), Ülkü ve İkizlerli (2012), Adaoğlu ve Katırcıoğlu (2013) ve Ülkü (2015) ise yabancı yatırımcıların negatif geri bildirim yatırım stratejisi izlediği sonucuna ulaşmıştır.

Yabancı sıcak para girişleri nedeniyle piyasada oluşan fiyat artışının geçici olduğunun, yani özellikle büyük ölçekli spekülatif işlemlerle hisselerde mevcut fiyat seviyelerinin geçici olarak yükselmesi veya düşmesinde fiyat baskısı etkisinin olup olmadığı Warther (1995), Clark ve Berko (1997), Adabag ve Ornelas (2004), El-Batrawy (2015) ve Angelovska (2020) tarafından test edilmiştir.

Görüldüğü gibi ilgili etkiler farklı hipotezler kapsamında test edilmekle birlikte, Okuyan ve Erbaykal (2011) sadece taban genişlemesi hipotezi, Bohn ve Tesar (1996), Brennan ve Cao (1997), Choe vd. (1999), Reis vd. (2010), Chandra (2012) ve Abdulkadir (2023) ise sadece geri bildirim ticareti hipotezi özelinde çalışmalarını gerçekleştirirken, Angelovska (2020) taban genişlemesi ve fiyat baskısı hipotezi, Samarakoon (2009), El-Batrawy (2015) ve Vo (2017) ise geri bildirim ticareti ve fiyat baskısı hipotezi kapsamında analizler gerçekleştirmişlerdir. Ek olarak Clark ve Berko (1997), Adabag ve Ornelas (2004), Doğukanlı ve Çetenak (2008) ve Ananthanarayanan vd. (2009) tarafından yapılan çalışmaları da üç hipotezi de test eden çalışmalar kapsamında örnek olarak göstermek mümkündür.

2.9.1.2. Veri Seti Açısından Değerlendirme

Analiz kapsamında kullanılan veri seti ve değişkenlere bağlı olarak elde edilen sonuçlar farklılık gösterebilmektedir. Bu doğrultuda yabancı sermaye akımları ile cari ve geçmiş dönem hisse getirileri arasındaki ilişkiyi bahsi geçen hipotezler kapsamında inceleyen araştırmalar, modele dahil edilen değişkenlere ilişkin yatırımcı uyruğu ve türü ile kullanılan metodolojilerdeki farklılıklar nedeniyle birbirini destekler veya birbirinden farklılaşan sonuçlar ortaya koymaktadır. Önceki araştırmalar, neredeyse sürekli olarak yabancı yatırımcıların alım ve satımlarına ve hisse senedi piyasa getirilerine ilişkin verilere dayansa da verilerin zaman dilimleri farklılık göstermektedir. Örneğin, Brennan ve Cao (1997) çeyreklik, , Bohn ve Tesar (1996), Bekaert vd. (2002), Dahlquist ve Robertsson (2004), Baba ve Sevil (2021), Abdulkadir (2023) aylık, Kesik vd. (2016) haftalık ve Choe vd. (1999), Froot vd. (2001), Griffin vd. (2004), Richards (2005), Samarakoon (2009), El-Batrawy (2015), Vo (2017) ve Kumar vd. (2017) günlük verileri kullanarak söz konusu etkileri incelemişlerdir. Bu da veri setinin frekansını en büyük etken olarak karşımıza çıkarmaktadır.

Yabancı fon giriş ve çıkışları ile hisse getirileri arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde günlük verilerin kullanılması, yüksek frekanslı olarak daha fazla sermaye akımı ve getiri içermesi sayesinde aylık, üç aylık ve yıllık verilere kıyasla mevcut etkileşimin daha yakından tespit edilmesini sağlamaktadır (Dönmez vd. 2004: 6, Richards, 2005: 2). Özelikle çeşitli yatırımcı grupları tarafından (yerli ve ya yabancı) gerçekleştirilen alım ve satım işlemleri son güncel getiriler karşısında sistematik bir davranış sergiliyorsa, günlük veriler bu tepkileri daha iyi yakalayabilmektedir (Richards, 2005: 7). Örneğin Clark ve Berko (1996) aylık verilerin kullanılarak yatırımcıların geri bildirim ticareti davranışlarının analiz edilmesi halinde, söz konusu bu yatırımcıların sergilemiş olduğu geri bildirim yatırım stratejilerinin ele alınan frekanstan daha düşük olmasının (haftalık ve ya günlük) yapılan testin gücünü etkileyeceğini ifade etmektedir.

Önceki yapılan çalışmalarda kullanılan verilerin ulaşılabilirliklerine göre frekanslarının farklılık göstermesi, özellikle de gelişmekte olan ülke piyasalarında günlük verilerin kullanıldığı araştırmaların sayısının az olması bu ülke piyasalarında yabancı akış verilerinin ya yüksek frekansta ayrıştırılmamış ya da kamuyla paylaşılmıyor olmasından kaynaklanmaktadır (Samarakoon, 2009: 851). Adaoglu ve Katırcıoğlu (2013) Türkiye piyasası için sadece aylık yabancı işlem verisinin bulunduğunu belirtirken, Ülkü (2015) özellikle gelişmekte olan Avrupa piyasalarında günlük yabancı yatırımlarına ilişkin

verilerin mevcut olmadığını belirtmiş ve Türkiye piyasası için ise günlük olarak ilan edilen yabancı saklama bakiyeleri üzerinden bu veriyi hesaplayarak günlük verinin bulunduğu üç Asya piyasası ile karşılaştırarak çalışmasında kullandığını ifade etmiştir. Ancak yabancı yatırımcıların sahip olduğu oran ya da bakiye üzerinden hesap edilen bu verinin, hem yabancı payı yüksek olan şirketlerin piyasa değerinde meydana gelen spekülatif değişmelerin etkisiyle artıp azalabileceğini hem de tam olarak reel yabancılar tarafından yapılan işlemleri göstermeyebileceği yani finans piyasalarında çokça bahsedilen "bıyıklı yabancı"[10] yatırımlarını da içerebileceğini belirtmek gerekmektedir. Aslında bu durum Ülkü ve İkizlerli (2012) tarafından Türkiye ve Griffin vd. (2004) tarafından Güney Afrika piyasası için vurgulanmıştır.

Diğer taraftan yabancı yatırımcıların etkilerini daha derinlemesine test etmek için bireysel hisse senetlerine ilişkin yabancı alım ve satım verilerinin, bireysel ve kurumsal yatırımcı ayrımında da ele alınması yeni bulgulara ulaşılmasına imkân sağlayacaktır (Griffin vd., 2003: 2289, Adabag ve Ornelas, 2004: 14). Bu kapsamda, böyle spesifik nitelikteki verilerin ulaşılabilirliği ile ilgili olarak hem bireysel hisse senedi hem de günlük frekansta yatırımcı türü özelinde alım satım verilerinin dünya genelindeki çok az sayıda ülke için bulunduğu ifade edilmiştir (Onishchenkoa ve Ülkü, 2019: 2). Porras ve Ülkü (2015) tarafından Madrid Borsası için yapılan çalışma Avrupa bölgesi için yapılmış nadir çalışmalardan birisi olmakla birlikte, genel olarak veri setinin erişilebilir olmasından kaynaklı olarak Asya piyasalarına ilişkin çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin Choe vd., (1999) ve Gültekin ve Umutlu (2016) Güney Kore, Vo(2017) Vietnam, Kumar vd. (2017) ve Kadanda ve Raj (2017) Hindistan, El-Batrawy (2015) Mısır, Samarakoon (2009) Sri Lanka piyasası için günlük veri seti ve farklı yatırımcı gruplarını ele alırken, Garg vd. (2016) Hindistan ve Onishchenkoa ve Ülkü (2019) Güney Kore piyasası için bireysel firma bazında günlük frekanstaki farklı yatırımcı türlerine ait işlemleri incelemişlerdir.

Yabancı sermaye akımları değişkeninin net fon akımları olarak mı yoksa ayrı ayrı alışlar ve satışlar şeklinde mi analize dahil edilmesi bir diğer husus olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, Bohn ve Tesar (1996), Clark ve Berko (1997), Froot vd. (2001), Ülkü ve İkizlerli (2012), Porras ve Ülkü (2015), Gültekin ve Umutlu (2016), Kadanda ve

[10] Bıyıklı Yabancı (Foreigners with a Moustache), temel de vergi avantajı sağlamak amacıyla fonlarını yurt dışında tutarak, yabancı görünümünde yerel piyasa ve borsalara yatırım yapan yerel yatırımcılar için kullanılan bir tâbirdir.

Raj (2017) yabancı net alışlarını tek değişken olarak çalışmalarında incelemişlerdir. Öte yandan Chiang vd. (2012) yatırımcıların hem alış hem de satış işlemlerinin asimetrik özellikte davranış sergiliyor olabileceğini öne sürmüş ve dolayısıyla net yabancı alımı yerine ayrı ayrı alımları ve satımları analize dahil etmişlerdir. Bu düşünceyi destekler nitelikte, Choe vd. (1999), Samarakoon (2009), Naik ve Padhi (2014), Sapian (2015), El-Batrawy (2015) ve Vo (2017) tarafından yapılan çalışmaları örnek olarak göstermek mümkündür.

Yatırımcıların alım ve satım işlemleri esnasında izlediği yatırım stratejilerinin fiyatlar üzerindeki etkilerini inceleyen bir çok çalışmaya göre, yerli ve yabancı yatırımcılar genellikle farklı tarzda yatırım stratejisi kullanırken, bireysel ve kurumsal yatırımcılar yatırım yaptıkları piyasaya ve beklentilerine göre değişen işlemler gerçekleştirmektedir. Örneğin, Bae vd. (2011) yabancı yatırımcıların pozitif geri bildirim stratejisi izlerken yerel yatırımcıların negatif geri bildirim stratejisi izlediğini, Richards (2005) yabancı kurumsal yatırımcıların pozitif, yabancı bireysel yatırımcıların negatif geri bildirim stratejisi izlediğini ve Gültekin ve Umutlu (2016) yerli bireysel yatırımcıların ve yabancı yatırımcıların momentum stratejisi izlerken yerli kurumsal yatırımcıların zıt yatırım stratejisi izlediğini çalışmalarının bulguları olarak ifade etmişlerdir. Dahası genellikle yabancı yatırımcılar tarafından satılan (alınan) hisselerin yerel yatırımcılar tarafından alınarak (satılarak) karşılanması gerektiğinden, yabancı yatırımcıların belirli bir yatırım tarzını benimsemeleri halinde yerli yatırımcıların da kollektif olarak karşıt yatırım tarzını benimsemeleri gerekmektedir (Choe vd., 2001; 2). Ancak her ne kadar uyruk bazında yerli ve yabancı yatırımcılar karşıt yatırım stratejisi benimsemek durumda olsa da yatırımcı tipi (bireysel, kurumsal, fon vb.) özelinde bu durumun birbirleri ile benzer ya da farklı şekillerde de gerçekleşmesi de mümkündür.

Buna karşılık, yabancı kurumsal yatırımcıların (foreign institutional investors), hisse senedi piyasalarındaki istikrarsızlığın ana nedeni olarak görülen yatırım davranışları çeşitli çalışmalarda yakın incelemeye tabi tutulmuştur. Bu yatırımcıların davranışlarının kısa vadeli kar elde etme arzusundan kaynaklandığı ve bunun da onları pozitif geri bildirim ticareti, sürü davranışı ve ya fiyat baskısı gibi kısa vadeli yatırım stratejileri izlemeye sevk edebileceği ve söz konusu bu davranışların da fiyatlardaki oynaklığı etkileyebileceği yaygın bir görüş olarak kabul edilmektedir (Batra, 2003: 3). Öte yandan diğer bakış açısı ise daha tarafsız şekilde, kurumsal yatırımcıların alım ve satım faaliyetlerinde ne rasyonel negatif geri bildirim stratejisi ne de istikrarı bozucu olarak

nitelendirilen sürü davranışı veya pozitif geri bildirim stratejisi izlediklerini öne sürmektedir. Bu varsayım, kurumsal yatırımcıların doğalarında heterojenlik olduğunu ve bunun da farklı alım satım stratejileri ve davranışlarına yol açtığını ileri sürmektedir. Buna göre, bazı kurumsal yatırımcı grupları pozitif geri bildirim veya momentum stratejisi uygularken, diğerleri negatif geri bildirim stratejisini takip ediyor olabilmektedir. Sonuç olarak, yatırım davranışlarının çeşitliliği genel talep fazlasının sıfıra yakın olmasını sağlamak için (birbirini karşılamak için) yeterli olduğundan varlık fiyatlarında istikrarsızlığa neden olmayacaktır. Dolayısıyla bu düşünce, pozitif geri bildirim yatırımcılarını dengelemek için yeterli sayıda negatif geri bildirim yatırımcısının olduğunu ifade etmektedir (Lakonishok vd. 1991: 5, Kadanda ve Raj, 2012: 2). Bu durum yerli ve yabancı kurumsal yatırımcı sınıfının yanında bireysel ve yatırım fonları gibi diğer grupların da yatırım davranışlarının incelenmesinin önemini ortaya koymaktadır. Örneğin, Choe vd. (1999) ve Hong ve Lee (2011) Kore için, Batra (2003), Bose (2012), Chandra (2012), Kadanda ve Raj (2017) Hindistan için, Sapian (2015) Malezya için ve El-Batrawy (2015) Mısır için yerli ve yabancı, bireysel, kurumsal ve yatırım fonu yatırımlarının etkilerini ayrı olarak incelemişlerdir.

Dolayısıyla, genel özellikleri itibariyle değerlendirilen literatür yapılan uluslararası ve ulusal çalışmalar kapsamında detaylı olarak açıklanmaktadır.

2.9.2. Uluslararası Çalışmalar

Warther (1995), ABD yatırım fonlarının performansı ile bu fonlara yönelen sermaye akımları arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yapılan incelemede, 1984-1993 yılları arasında yatırım fonlarına aylık düzeyde gerçekleşen beklenmeyen sermaye girişlerinin hisse senedi fiyat endekslerindeki artışlarla güçlü bir korelasyon gösterdiği, ancak beklenen akışlarla herhangi bir ilişkide olmadığı sonucu elde edilmiştir. Özellikle toplam hisse senedi fonu varlıklarına %1'lik beklenmedik bir girişin, hisse senedi fiyat endeksinde %5.7'lik bir artışa karşılık geldiği belirtilmiştir. Ayrıca, fon akışlarının yalnızca ilgili menkul kıymetlerin getirileriyle değil, aynı zamanda takip eden dönemlerdeki getirilerle de pozitif bir ilişki içinde olduğunu; ancak, önceki dönem getirileri ile sonraki dönem akışları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur. Sonuç olarak yatırım fonlarına olan sermaye girişlerinin geri bildirim ticareti stratejileri izlediğine dair herhangi bir bulguya ulaşılamadığı, dolayısıyla yatırım fonuna olan sermaye akımları ile menkul kıymet fiyatlarının birlikte hareket etmesinin ya bilgi etkisiyle ya da fiyat baskısıyla olduğu ifade edilmiştir.

Bohn ve Tesar (1996) tarafından yapılan çalışmada, 1980-1994 yılları arasında ABD'li yatırımcıların yabancı ülke borsalarında gerçekleştirdikleri hisse senedi yatırımlarında portföy düzenlemesi (portfolio rebalancing) ya da getiri peşinde koşma (return chasing) yaklaşımını mı izlediklerini analiz etmişlerdir. Çalışma, ABD'li yatırımcılar tarafından 22 yabancı ülkenin hisse senedi piyasasında gerçekleştirilen net alımları ile ilgili ülke ulusal borsa endeks getirilerine ait verileri kapsamaktadır. Çalışma bulgularına göre, ABD menşeli yatırımcıların yabancı hisse senedi alımlarının daha çok yüksek getiri beklentisi olan piyasalara doğru gerçekleştiği, görece daha düşük getiri potansiyeli görülen piyasalardan ise çekildikleri belirtilmiştir. Bu davranışın ise daha çok yüksek orandaki getiri peşinde koşma eğilimi şeklinde olduğu ifade edilmiştir.

Brennan ve Cao (1997) uluslararası hisse senedi yatırımlarında yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi hipotezini, 1982-1994 yılları arasında ABD piyasası ile Kanada, Almanya, Japonya ve Birleşik Krallık (U.K.) gibi 4 gelişmiş ülke piyasasını ve 1989-1994 yılları arası için ise 16 gelişmekte olan ülke piyasasını çeyreklik dönemlerdeki veri setiyle test etmişlerdir. Çalışma bulguları, yatırımcılar arasındaki bilgi farklılığı varsayımına paralel olarak ulusal yatırımcıların uluslararası yatırımcılara nazaran daha bilgili olduğunu, dolayısıyla yabancı yatırımcıların piyasaya olan eğilimlerinin getiriler ile pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, yabancı yatırımcıların getirilerin yüksek olduğunda alım yaptığı, getirilerin düşük olduğunda ise satım yaptıkları belirtilmiştir.

Clark ve Berko (1997), Meksika borsasındaki yabancı yatırım hareketlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma kapsamında, 1989-1996 dönemi arasındaki aylık olarak gerçekleşen yatırım akışları ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki regresyon analizi yöntemiyle yatırımcı tabanının genişlemesi, fiyat baskıları ve yabancı yatırımcıların pozitif geri bildirim stratejileri gibi alternatif teorilerin geçerliliği test edilmiştir. Çalışmada, piyasa değerlerinin %1'i oranında beklenmedik bir yabancı girişinin, Meksika hisse senetlerinde %13'lük bir artış meydana getirdiği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer faktörlerle yabancı yatırımları arasındaki ilişkileri inceleyerek, fiyat baskısı veya geri bildirim hipotezlerinin geçerliliğinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Böylece, yabancı sermaye girişlerinin gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi getirileri üzerinde ciddi bir etkiye sahip olduğu ve yabancı yatırımlarının artmasının daha geniş bir yatırımcı kitlesini çekerek ve piyasa likiditesini artırarak kalıcı fiyat artışına yol açtığı vurgulanmıştır.

Choe vd. (1999), yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini Kore Borsası (KSE) üzerinde test etmişlerdir. Çalışmanın veri seti Kasım 1996'dan 1997 yılı sonuna kadar olan dönemdeki günlük yerli bireysel, yerli kurumsal ve yabancı yatırımcılara ait alım ve satım işlemlerinden oluşmaktadır. Çalışma bulgularına göre, yabancı yatırımcıların KSE özelinde pozitif geri bildirim yatırım davranışında oldukları ve sürü davranışı sergiledikleri belirtilmiştir. Ayrıca yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin ise KSE üzerinde istikrarı bozucu bir etkisinin olmadığı, büyük yabancı satışlarından sonra piyasaların hızla normale döndüğü ifade edilmiştir.

Froot vd. (2001) tarafından yapılan çalışmada 1994-1998 yılları arasında 16 gelişmiş ve 28 gelişmekte olan toplam 44 ülke piyasasına yapılan günlük yabancı portföy akışlarının hisse getirileri ve döviz kurları ile olan ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada, yabancı sermaye akımlarının hem geçmiş getiriler ile pozitif ilişkide olduğu hem de cari hisse fiyatlarına önemli derecede etki yaptığı belirtilmiştir. Bu bulgular hem pozitif geri bildirim yatırım davranışının hem de taban genişlemesi hipotezinin varlığını desteklemektedir.

Bekaert vd. (2002) çalışmalarında yabancı sermaye akımlarının, temettü verimi, getiri ve dünya faiz oranları arasındaki ilişkiyi 20 gelişmekte olan ülke piyasası için aylık periyotlarda VAR analizi ile test etmişlerdir. Çalışma bulgularına göre, liberalleşme süreci sonrasında sermaye akımları menkul kıymet piyasa değerinin %1.4 kadar artış göstermiş ve yaşanan bu beklenmedik yabancı sermaye akımları hisse senedi getirilerinin %6 oranında yükselmesini sağlamıştır. Söz konusu durum fiyat baskısı hipotezini destekler nitelikte olmakla birlikte, sermaye akımlarının 60 ay gibi ortalama bir zaman dilimi içerisinde pozitif etkisi azalma gösterse de kalıcı etkisinin devam ettiği ifade edilmiştir.

Griffin vd. (2004), yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi 1996-2001 yılları arasındaki dönem için incelemişlerdir. Çalışmada, Endonezya, Kore, Filipinler, Hindistan, Sri Lanka, Tayvan, Tayland, Slovenya ve Güney Kore olmak üzere 9 farklı ülke piyasasında gerçekleşen günlük net yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcıların borsadaki işlemleri VAR modeli analizi edilmiştir. Elde edilen çalışma bulgularında, yabancı kurumsal yatırımların yerel piyasa getirilerini izlediği ve yüksek getirilerin gerçekleşmesi sonrasında yabancı sermaye akımlarında artışın meydana geldiği ifade edilmiştir. Ancak elde edilen bu etkilerin genellikle günlük bazda kısa vadeli olduğu, haftalık frekansta aynı etkiye rastlanmadığı belirtilmiştir.

Dahlquist ve Robetsson (2004) tarafından yapılan çalışmada, finansal liberalizasyon sonrası yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımlarının şirketlerin sermaye maliyetlerine olan etkisi İsveç piyasası için incelenmiştir. Çalışma kapsamında, 1993-1998 yılları arasında aylık olarak yabancı yatırımcıların İsveç piyasasında işlem gören şirketlerin hisselerine dair alımları ve satımları ile hisse getirileri veri seti olarak kullanılmıştır. Çalışma bulguları, yabancı net alımlarının hisse senedi fiyatlarında kalıcı artış meydana getirdiği ve bu durumun yerel şirketlerin sermaye maliyetlerinde azalış meydana getirdiği ortaya koymaktadır. Özellikle mali yapısı daha sağlam, tanınmış ve büyük şirketlerin uluslararası yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği, dolayısıyla bu şirketlerin sermaye maliyetlerinde daha fazla bir düşüş meydana geldiği ifade edilmiştir. Ek olarak yabancı yatırımcıların bilgisiz geri bildirim ticaretinde bulundukları, iyi performans gösterenlere yatırım yaptıkları vurgulanmıştır.

Rihards (2005) çalışmasında Asya'nın gelişmekte olan altı borsasındaki (Filipinler, Tayland, Jakarta, Kore, Tayvan ve Kosdaq borsası) yabancı yatırımcıların işlem davranışlarını ve fiyatlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada 1999-2002 dönemi için, söz konusu 6 Asya borsasında yabancı yatırımcıların günlük olarak gerçekleştirdiği alış ve satışların etkileri VAR analizi ile test edilmiştir. Çalışma bulgularında, yabancı yatırımcılar tarafından pozitif geri bildirim ticareti davranışının sergilendiği ve ilgili alım ve satım işlemlerinin fiyatlar üzerinde de önemli düzeyde etkili olduğu rapor edilmiştir.

Ananthanarayanan vd. (2009), aylık yabancı kurumsal yatırımcı hareketlerinin Hindistan borsa endeksleri üzerindeki olası etkilerini 1993 Ocak ile 2003 Haziran arası dönem kapsamında analiz etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre, kurumsal yatırımcıların işlemlerinin Hint borsası üzerinde oldukça etkili olduğu, taban genişlemesi ve fiyat baskısı hipotezlerin geçerliliğini desteklediği belirtilmiştir. Diğer taraftan ne momentum ne de geri bildirim ticaretine yönelik herhangi bir etki tespit edilmemiştir. Yapılan analiz doğrultusunda Hindistan'da yaşanan finansal liberalleşme ile yabancı tüzel yatırımcıların piyasaya girmesinin, yatırımcı tabanında genişlemeye ve dolayısıyla risk paylaşımı sayesinde risk priminde azalma meydana getirerek hisse senetlerinin kalıcı olarak yükselmesini sağladığı ifade edilmiştir.

Samarakoon (2009) tarafından ortaya konulan çalışmada Sri Lanka borsasında yerli ve yabancı, bireysel ve kurumsal yatırımcıların alım ve satımları ile pay senedi

getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında, kimliklerine göre sınıflandırılan yatırımcılar tarafından 1992-2004 yılları arası 13 yıllık dönem boyunca günlük olarak gerçekleştirilen işlemlerin etkileri VAR analizi ile test edilmiştir. Çalışma bulgularında, yerli ve yabancı yatırımcıların pozitif geri bildirim ticareti davranışı sergilediği tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara ek olarak, yerli kurumsal ve yabancı bireysel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alımlar gelecek dönemdeki hisse getirileri ile pozitif ilişkiye sahipken, yerli bireysel yatırımcıların alımlarının negatif ilişkili olduğu ve yabancı kurumsal yatırımcıların alımlarının gelecekteki getirilerle bir ilişkisinin bulunmadığı ifade edilmiştir. Son olarak yerli yatırımcıların satışlarının gelecekteki getirileri etkilemediği, yabancı yatırımcıların satışlarının ise gelecek dönemlerde daha yüksek düzeyde getiri sağlanmasına zemin hazırladığı ileri sürülmüştür.

Reis vd. (2010) Brezilya borsasındaki pay senedi getirileri ile yabancı yatırımları arasındaki ilişkiyi 1995-2005 dönemi için incelemişlerdir. Çalışmada, aylık olarak Bovespa Borsa Endeksi'nin kapanış değeri, yabancı yatırımcıların pay senedi sahiplik oranı ve Bovespa'nın ABD doları cinsinden piyasa değeri yanında döviz kuru, global hisse senedi endeksi ve ülke riski değişkenleri de VAR analize dahil edilmiştir. Çalışma bulgularında, pay senedi getirileri ile yabancı yatırımları arasında pozitif, döviz kuru ve ülke riski arasında ise negatif bir ilişkinin olduğu ve pozitif geri bildirim ticaretinin yabancı yatırımcılar tarafından benimsendiği sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuçlara ek olarak, yabancı yatırımlarının yanı sıra döviz kuru, ülke riski ve küresel hisse senedi endeksi gibi kontrol değişkenlerle söz konusu getirilerin %73'ünün açıklandığı rapor edilmiştir.

El-Batrawy (2015) çalışmasında yerli, Arap ve yabancı olarak 3 ana kategoride bireysel ve kurumsal yatırımcıların Mısır Borsası'nda (EGX) yaptıkları günlük alış ve satışların piyasa getirisi üzerindeki etkisini 2004 Ocak – 2013 Aralık dönemi için VAR modeli ile analiz etmiştir. Çalışma bulgularına göre, yerli, Arap ve yabancı yatırımcılar alım yönlü işlemlerinde pozitif geri bildirim stratejisi uygularken buna karşılık satış yönlü işlemlerinde ise bunun tersi yönünde davranış gösterdiği ancak yerli kurumsal yatırımcı alış ve satış işlemlerinde anlamlı bir yatırım davranışının olmadığı ifade edilmiştir. Ayrıca yerli bireysel ve kurumsal, Arap bireysel ve kurumsal ile yabancı bireysel yatırımcı alışlarının getirilerle güçlü pozitif ilişkili olduğu, yabancı kurumsal alışlarının getiri ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığının yanı sıra, yerli bireysel, Arap bireysel ve kurumsal ile yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcı satışlarının pay senedi getirileri üzerinde fiyat

baskısı oluştururken yerli kurumsal satışlarının getirilerle anlamlı ilişkisinin bulunmadığı rapor edilmiştir.

Ülkü (2015) çalışmasında yabancı portföy yatırımları ile pay getirileri arasındaki ilişkiyi gelişmekte olan 8 Avrupa ülke (Macaristan, Polonya, Romanya, Slovenya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan ve Türkiye) piyasası için 2004-2011 dönemi kapsamında aylık piyasa verilerini kullanarak yapısal VAR modeli ile test etmiştir. Çalışmada global ve yerel piyasa getirileri arasındaki etkileşimi incelemek ve risk iştahını da değerlendirmek amacıyla kredi yayılımı ve VIX gibi değişkenler de modele dahil edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, gelişmekte olan Avrupa piyasalarındaki yabancı katılımı oranı Asya piyasalarına göre daha fazla olduğu belirtilmiştir. Ek olarak yabancı yatırımlarının uzun vadede yerel piyasa getirilerine karşı negatif geri bildirim yatırım davranışı izlediği, yabancıların piyasa yükselişi sonrası satış yaptıklarını ancak düşüşlerde aynı şekilde alım yanlısı olmadıkları ifade edilmiştir.

Porras ve Ülkü (2015) tarafından global yatırımcıların menkul kıymet borsaları üzerindeki etkisi Madrid Borsası (MSE) için analiz edilmiştir. Çalışmada iki farklı örneklem ele alınmış olup 2001-2011 dönemi genel piyasa endeksine (IBEX-35 endeksi) ait, 2001-2008 dönemi için ise bireysel şirketlere (31 şirket) ait aylık net yabancı alış verileri ile VAR modeli kullanılarak söz konusu etkileşim incelenmiştir. Ek olarak global borsaların etkisini temsilen MSCI dünya endeksi ve küresel risk algısını temsilen de tahvil getiri farkı (credit spread)[11] kontrol değişken olarak modele dahil edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre global risk iştahının yabancı yatırım akışları üzerinde etkili olduğu, yabancı yatırımcıların bireysel hisse yatırımlarında pozitif geri bildirim stratejisi izlerken piyasa genelinde negatif geri bildirim stratejisi izlediği tespit edilmiştir.

Gültekin ve Umutlu (2016) çalışmalarında, Güney Kore Borsa getirileri ile çeşitli yatırımcı gruplarına ait işlemler ve yatırım stratejileri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada, 2004-2010 yılları arasındaki yabancı, bireysel ve kurumsal yatırımcıların günlük olarak yaptıkları net alışlarının KOSPI200 endeks getirisiyle olan etkileşimi VAR analizi ile incelenmiştir. Çalışma bulgularında bireysel ve yabancı yatırımcıların

[11] Credit Spread (CS), farklı kredi derecelendirme notuna sahip aynı vadedeki iki farklı borçlanma aracının getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Örneğin 10 yıl vadeli BAA dereceli şirket tahvili getirisi ile aynı vadeli ABD devlet tahvili getirisi arasındaki fark kredi marjı olarak ifade edilmektedir. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/credit-spread/ (07.09.2023)

momentum yatırım (pozitif geri bildirim) stratejisi izlediği, kurumsal yatırımcıların ise zıtlık (negatif geri bildirim) stratejisi izlediği tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara ek olarak, global kriz döneminde bireysel ve kurumsal yatırımcıların mevcut yatırım stratejilerini koruduğu, ancak yabancı yatırımcıların işlemlerinin endeks getirisi ile olan etkileşiminin anlamsız olduğu ifade edilmiştir.

Elsiefy ve AbdElaal (2017), yabancı portföy yatırımlarının ulusal hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini Katar Borsası'nda yer alan DSM20 endeksi üzerinde yatırımcı tiplerini bağımsız birer faktör olarak dahil ederek incelemişlerdir. Yapılan incelemede Markov-Switching modeli kullanılarak Ocak 2008 – Ekim 2012 arası periyot ele alınmıştır. Çalışma bulgularında, piyasada kurumsal nitelikteki yabancı yatırımcıların sadece sürü davranışı sergiledikleri ve piyasa yapıcı pozisyonunda olmadıkları ifade edilmiştir. Ayrıca ne yerli ne de yabancı yatırımcıların piyasa rejimini değiştiremediği ancak yabancı kurumsal yatırımcıların yine de hem yükselen hem de düşen piyasa ortamında piyasa lideri konumunda olduğu belirtilmiştir.

Kumar vd. (2017), Hindistan Borsa Endeksi (Nifty) getirisi ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi hem günlük hem de aylık periyotlarda 2004-2015 yılları arası dönem için analiz etmişlerdir. VAR analizi ve Granger nedensellik testleri ile geri bildirim yabancı yatırımcı davranışının incelendiği çalışmanın bulgularında, Nifty endeksi getirilerinin yabancı yatırımları etkilediği ancak tersi durumun ise söz konusu olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu duruma göre, Hint borsasında günlük verilerin kullanıldığı kısa vadede pozitif geri bildirim yatırım stratejisinin geçerli olduğu ancak aylık veri frekansında bu hipotezin geçerli olmadığı belirtilmiştir.

Vo (2017) tarafından yapılan çalışmada 2006-2015 yılları arasında kalan periyot için Vietnam borsasında günlük olarak gerçekleşen yabancı alışları ve satışları ile pay getirileri arasındaki ilişki VAR modeli ile analiz edilmiştir. Çalışma bulgularına göre, yabancı yatırımcıların Vietnam borsasında pozitif geri bildirim yatırım stratejisi izledikleri tespit edilmiştir.

Onishchenko ve Ülkü (2019), yabancı yatırımcıların portföy yatırım stratejilerinin zaman içindeki değişimini Kore borsası için 2004-2015 dönemi kapsamında günlük olarak yerli bireysel ve kurumsal ve yabancı yatırımcı tiplerini dikkate alarak panel VAR yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada, yabancı yatırımcıların işlem stratejilerinde önemli bir değişim olduğu, pozitif geri bildirim işlem stratejisinden negatif geri bildirim

yatırım davranışı sergilemeye başladıkları sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle, yabancı yatırımcıların fiyat hareketlerinin ardından işlem yapmak yerine artık kaybeden hisseleri satın alma ve kazanan hisseleri ise satma stratejisini benimsedikleri belirtilmiştir.

Shabbir ve Muhammad (2019) tarafından Pakistan borsasındaki pay fiyatları ile yabancı portföy yatırımları arasındaki kısa ve uzun vadeli ilişki ele alınmıştır. Çalışmada, KSE-100 endeksi üzerindeki yabancı yatırımlarının (FPI), tüketici fiyat endeksinin (CPI), gayrisafi yurtiçi hasılanın (GDP), para piyasası faizinin ve döviz kurunun etkileri 1984-2016 dönemi arası yıllık veriler kullanılarak ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma bulguları hem kısa hem de uzun vadede yabancı portföy yatırımlarının Pakistan menkul kıymet borsasındaki hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin olduğunu göstermiştir. Elde edilen sonuçlara göre, kısa vadede sadece FPI miktarındaki artışın pay senedi fiyatlarını pozitif etkiledi, uzun vadede ise hisse senedi fiyatlarını FPI ve GDP artışının pozitif, CPI ve faiz oranı artışının negatif yönde etkilediği belirtilmiştir. Buna karşın döviz kurunun kısa ve uzun vadede herhangi bir etkisinin olmadığı ifade edilmiştir.

Kotishwar (2020), Hindistan hisse senedi piyasasında yaşanan dalgalanmalar üzerinde yabancı sermaye hareketlerinin etkisini test etmiştir. Çalışmada, Nifty endeksi getiri ve volatilitesi üzerinde yabancı kurumsal yatırımlarının (FII) etkisini 2000-2018 yılları arasındaki periyot için OLS modeli ve ARCH testi ile analiz edilmiştir. Çalışma bulgularında, FII artışının hem Nifty endeks getirisi hem de volatilitesi üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu rapor edilmiştir.

Baba ve Sevil (2021) çalışmalarında, yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarının ekonomik belirsizlik altında zaman içindeki değişim ve etkilerini Güney Kore Borsası'nda işlem gören şirket getirileri, yabancı sermaye akımları ve ekonomik belirsizlik endeksi verilerini kullanarak test etmişlerdir. Çalışma kapsamında, Ocak 1999'dan Aralık 2018'e kadar olan dönem zamanla değişen parametreler vektör otoregresyonu stokastik volatilite (TVP-VAR-SV) modeli kullanılmıştır. Çalışma bulgularında, ekonomik belirsizliğin fazla olduğu dönemlerde yabancı yatırımcıların daha çok trend takipçisi olarak hareket ettiği ve pozitif geri bildirim ticareti davranışını benimsediği belirtilmiştir. Diğer taraftan ekonomideki belirsizliğin azalması durumunda ise yabancı yatırımcıların negatif geri bildirim yatırım davranışı sergiledikleri ifade edilmiştir.

Tudor (2021) tarafından yapılan çalışmada, yerli ve yabancı uyruklu bireysel ve kurumsal türdeki yatırımcıların alım ve satım işlemlerinin hisse senedi piyasası üzerindeki etkisi bilgi asimetrisi kapsamında test edilmiştir. Çalışmada 2004-2011 yılları arası Bükreş Borsası'nda işlem gören şirketlerin aylık getirileri ve yatırımcı işlemleri VAR analizi ile incelenmiştir. Çalışma bulgularında, kurumsal yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılara göre bilgi avantajına sahip olduğu ve dolayısıyla hisse senedi getirilerinin artmasından önce net alıcı pozisyonunda oldukları ifade edilmiştir. Diğer bir deyişle yabancı kurumsal yatırımcıların alışları ile hisse senedi getirileri artarken, satışları ile de getirilerin azaldığı rapor edilmiştir. Ek olarak, yabancı yatırımcıların zıt yatırım davranışı sergilerken yerli yatırımcıların da momentum yatırım stratejisi benimsediği rapor edilmiştir.

Shamim vd. (2021) yabancı portföy yatırımlarının borsa performansı üzerindeki etkisini Pakistan Borsası için 1984-2015 dönemine ait 32 yıllık periyot kapsamında incelemişlerdir. Çalışmada, hisse senedi piyasası performans göstergesi olarak Pakistan Borsası'nın PD, bağımsız değişken olarak YPY, kontrol değişken olarak da döviz kuru ve faiz oranları analiz kapsamında modele dahil edilmiştir. Çalışma bulgularında, YPY ve döviz kurunun pozitif, faiz oranının ise negatif olarak borsa performansı üzerinde etkisinin olduğu belirtilmiştir. Buna ilave olarak, YPY ve borsanın PD arasında çift yönlü bir Granger nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu ifade edilmiştir.

Abdulkadir (2023) çalışmasında, 2013-2020 dönemi boyunca Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda yabancı yatırımcılar tarafından aylık olarak gerçekleştirilen işlemler ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ARDL sınır testi ile analiz etmiştir. İlave olarak GSYH, döviz kuru, TÜFE ve faiz oranı gibi kontrol değişkenlerin modele eklendiği çalışmanın bulgularına göre, pozitif geri bildirim ticaretinin Nijerya Borsası'nda geçerli olduğu ifade edilmiştir. Yabancı yatırımlarının hisse senedi getirileri, ekonomik büyüme ve faiz oranlarından pozitif, döviz kurlarından ise negatif olarak hem kısa hem de uzun dönem de etkilendiği belirtilmiştir.

2.9.3. Türkiye'de Yapılmış Çalışmalar

Adabag ve Ornelas (2004), yabancı portföy girişlerinin İMKB'nin ABD Doları bazındaki getirisine olan etkisini VAR modeli kullanarak analiz etmiş ve bu değişkenler arasında 1997-2004 dönemi için aylık periyotta taban genişlemesi hipotezini destekler nitelikte eşzamanlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, yabancı yatırımcılar

Türk piyasasına girdiğinde, İMKB endeksinin eş zamanlı olarak yükseldiğini ve tersi de durumda da düştüğünü belirtmişlerdir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların İMKB'de işlem yaparken negatif geri bildirim ticaretini benimsediklerini ancak bunun yanında herhangi bir fiyat baskısı oluşturmadıklarını ifade etmişlerdir. Tüm bu çıktılar sonucunda, yabancı yatırımcıların istikrar sağlayıcı bir etkiye sahip olduğu ve böylece Türk hisse senedi piyasası için oldukça faydalı oldukları vurgulanmıştır. Yabancı yatırımcıların Türk hisse senetleri hakkında ne kadar bilgili olduklarını dolayısıyla geri bildirim hipotezini daha etkili değerlendirmek için hem yüksek frekanslı hem de bireysel bazda hisse senedi verilerinin kullanılmasının önemli olabileceği ayrıca belirtilmiştir.

Dönmez vd. (2004) piyasaya yabancı yatırımcı giriş ve çıkışlarının İMKB'ye olan etkisini, 1997-2003 yılları arasında kalan periyot için aylık yabancı alış ve satışlar tutarlarını İMKB-30 endeks getirisi ile karşılaştırarak korelasyon analizi ile incelemişlerdir. Çalışma bulgularına göre, endeksin aylık bazdaki getirisi ile yabancı yatırımcı işlemleri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu, yabancı yatırımcıların net alıcı olduğu durumda endeksin getirisinin pozitif, net satıcı olduklarında ise negatif olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca İMKB-30 endeksinin bir önceki ay sergilediği performans ile yabancıların piyasaya giriş ve çıkışları arasındaki ilişkinin negatif olduğu, bu durumun da yabancı yatırımcıların piyasanın genel trendinin tersi yönünde hareket ettiğini gösterdiği ifade edilmiştir. Çalışmada kullanılan verilen aylık frekansta olmasının en önemli kısıtlama olduğu, günlük verilerle söz konusu etkinin daha net tespit edileceği ayrıca belirtilmiştir.

Kurt (2007) çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymet piyasaları üzerindeki etkisini İMKB için 1997-2007 dönemi için incelemiştir. Çalışmada, aylık yabancı yatırımlarının piyasa performansı üzerindeki etkisi İMKB 100, İMKB 30 ve İMKB TÜM endeksi, F/K oranı, PD, işlem miktarı, işlem hacmi, borsada işlem göre firma sayısı, işlem hacmi/PD ve temettü verimliliği gibi tüm değişkenlerin dolar cinsinden değerleri Engle-Granger eşbütünleşme analizleri ile test edilmiştir. Çalışma bulguları kapsamında, yabancı alış ve satışları ile İMKB endeksleri ve diğer piyasa değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ek olarak yabancı yatırımcıların alım yönlü işlemlerinin pozitif, satım yönlü işlemlerinin ise negatif olarak piyasaya etki ettiği ifade edilmiştir.

Doğukanlı ve Çetenak (2008), uluslararası portföy yatırımlarının hisse senedi borsaları üzerindeki etkisini İMKB özelinde Ocak 1997 – Aralık 2006 dönemi için aylık verileri kullanarak VAR modeli ile analiz etmiştir. İMKB 100 endeks getirisi, yabancı yatırımcıların saklama bakiyesi ve sanayi üretim endeksinin değişken olarak dahil edildiği çalışma kapsamında elde edilen bulgulara göre, sanayi üretim endeksinin İMKB 100 endeks getirisinin, onun da yabancı portföy yatırımlarının Granger nedeni olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, yabancı yatırımcıların fiyat seviyelerine göre İMKB' de yatırım yaptığı ve pozitif geri bildirim yatırımcısı olduğu ifade edilmiştir.

Çatıkkaş ve Okur (2008), yabancı yatırımcıların alış ve satış işlemlerinin İMKB Ulusal 100 fiyat endeksi ve İMKB işlem hacmi üzerindeki etkisini aylık veriler kullanarak Ocak 1997-Eylül 2007 tarihleri arası periyot için Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik analizi ile test etmişlerdir. Çalışmada elde edilen bulgular, hem İMKB Ulusal 100 fiyat endeksi hem de İMKB işlem hacmi üzerinde yabancı yatırımcılara ait alışların etkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlara göre yabancılar tarafından alınan hisse senedi miktarındaki artışın işlem hacmi ve endeks üzerinde yükselişe neden olacağı ifade edilmiştir.

Akar (2008) çalışmasında yabancı yatırımcıların net işlem hacmi ile İMKB 100 fiyat endeksi arasındaki ilişkiyi Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanarak Ocak 1997-Eylül 2005 dönemi için aylık olarak incelemiştir. Çalışma bulguları, net yabancı alımları ile İMKB100 endeksi arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Bu durum, yabancıların işlem yaparken hisse senedi fiyatlarını takip ettiğini yükselişlerde alım düşüşlerde ise satım yaptıkları şeklinde ifade edilmiştir. Ayrıca yabancı alımlarının işlem hacmini yükseltmesinin sebebi olarak yerli yatırımcıların yabancıları takip ettiği ve bu durumun da mevcut arz ve talebi artırdığı ileri sürülmüştür.

Somuncu ve Karan (2010) çalışmalarında 2001 finansal krizi döneminde yabancı yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (IMKB) üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma, yabancı yatırımcılar tarafından kullanılan iki temel yatırım stratejisinin, özellikle pozitif ve negatif geri besleme ticaretinin ve sürü etkisinin etkisini analiz etmeye odaklanmıştır. Analiz 2001'den 2004'e kadar uzanan dönem için İMKB'de aktif olarak işlem yapan 455 finansal kuruluşun aylık hisse senedi pozisyonlarından oluşan veri setine dayanmaktadır. Çalışmanın bulguları, yabancı yatırımcıların kriz sırasında piyasayı istikrara kavuşturmaya yardımcı olan negatif geri besleme ticaretiyle

uğraştıklarını göstermektedir. Buna karşılık, yerli yatırımcılar, piyasayı istikrarsızlaştırmak gibi ters bir etkiye sahip olan pozitif geri besleme ticaretine katılmaktadır. Ayrıca, her iki yatırımcı grubunun da kriz dönemi boyunca ve sonrasında sürü davranışı sergilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Elmas (2011) tarafından yapılan çalışmada finansal küreselleşmenin yabancı yatırımlarını artırmasının İMKB endeksleri üzerindeki olası etkileri ele alınmıştır. Çalışmada 2005-2010 yılları arasında günlük olarak İMKB'deki yabancı yatırımcı payının 12 farklı İMKB fiyat endeksi üzerindeki etkileri Johansen eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik analizleri ile test edilmiştir. Çalışma bulgularında yabancı yatırımcıların giriş ve çıkışlarının İMKB100 endeksi ve diğer fiyat endeksleri üzerinde artırıcı ve azaltıcı bir etkisinin olmadığı, aksine söz konusu endekslerde yaşanan yükseliş ve düşüşleri takip ederek yabancıların pozisyonlarını değiştirdiği belirtilmiştir. İlave olarak yabancı sermayenin piyasa hareketlerini başlatıcı bir rolü bulunmasa da piyasa üzerinde sahip oldukları önemli etkinin yatırım stratejileri belirlemede ve piyasa dinamiklerini anlamada önemli bir faktör olduğu ifade edilmiştir.

İskenderoğlu ve Karadeniz (2011) tarafından yapılan çalışmada günlük yabancı yatırımcı toplam takas bakiyesinde meydana gelen değişimin İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisini Ocak 2009-Mayıs 2011 dönemi kapsamında Granger nedensellik testi ile analiz etmişlerdir. Çalışma bulgularında, İMKB 100 endeksi getirisinin yabancı portföy yatırımlarının piyasa değerini tek yönlü olarak etkilediği, dolayısıyla yabancı yatırımcıların İMKB 100 endeksinin getirisini takip ederek yatırım yaptığı belirtilmiştir. Çalışma kapsamında yabancı yatırımları toplam piyasa değeri üzerinden analize dahil edildiği ve sürekli olarak artış gösterdiği için yabancı satışlarına ilişkin bilgi vermediği ifade edilmiş ve bu etkinin ayrıca gözlenmesinin önemi ayrıca vurgulanmıştır.

Okuyan ve Erbaykal (2011), İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin getirileri üzerinde yabancılara ait işlemlerin etkilerini taban genişlemesi hipotezi kapsamında 1997-2009 yılları arasındaki aylık veriler ile ARDL modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışma bulguları, yabancı yatırımcıların işlem hacimleri ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını ortaya koyarken, kısa dönemde ise herhangi bir ilişkinin olmadığını göstermiştir. Bu sonuçlara göre, İMKB'de taban genişlemesi hipotezinin uzun dönem de geçerli olduğu ileri sürülmüştür.

Kaya (2011) çalışmasında, yabancıların portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri ve bu yatırımların menkul kıymet borsalarına etkilerini aylık olarak 1998-2010 periyodu için İMKB özelinde incelemiştir. Çalışmada, regresyon analizi, eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri kullanılmış olup, yabancı alış ve satışları, İMKB 30, 50 ve 100 endeksi, İMKB PD, İMKB F/K oranı, dış ticaret dengesi, ABD faizi, GSYH, Dolar/TL döviz kuru, döviz rezervi, ödemeler dengesi, TÜFE, finansal açık ve Türkiye'ye ait ekonomik, politik ve finansal risk göstergeleri ele alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, İMKB 100 endeksi, önceki dönem yabancı alış ve satışları ile GSYH'nin yabancı yatırım kararlarını en fazla etkilediği belirtilmiştir. Ayrıca İMKB 100, 50, 30 endeksleri, İMKB PD ve işlem hacmi üzerinde ilgili yabancı alışlarının pozitif, satışlarının ise negatif etkisinin olduğu ifade edilmiştir.

Ülkü ve İkizlerli (2012) çalışmalarında yabancı yatırımcıların izlediği yatırım davranışları ve bu davranışların gelişmekte olan ülke piyasalarından olan İMKB üzerindeki etkilerini, aylık yabancı alış ve satış verilerini kullanarak 1997 Ocak ve 2011 Ocak dönemi için hem piyasa geneli hem de bireysel hisse bazından yapısal VAR modeli ile analiz etmişlerdir. Çalışma bulgularına göre, yabancı yatırımlarının piyasa genelinde genellikle negatif geri bildirim ticareti stratejisi izlediği ve pay senedi fiyatları üzerinde de kalıcı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bireysel hisse senedi üzerindeki etkiler ise eş zamanlı olarak fiyat etkisinin olduğu ve zayıf negatif geri bildirim ticaretinin varlığı tespit edilmiştir. Bu bulgulara göre yabancı yatırımcıların piyasada getirilerin yükseldiği dönemde net satış yapma eğiliminde olduğu ve fiyatlar üzerinde kalıcı etkiye sahip oldukları için yabancı yatırımlarının bilgiye dayalı olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle yabancı yatırımcıların piyasa özelliklerine hâkim rasyonel stratejiler izleyen ve piyasa dinamikleri üzerinde önemli etkileri olan heterojen bir grup olduğu ifade edilmiştir.

Özcan (2013) tarafından ortaya konulan çalışmada yabancı sermaye hareketlerinin etkileri BİST özelinde incelenmiştir. Çalışma kapsamında, Şubat 1997 – Nisan 2013 dönemi arası aylık yabancı alış, satış ve net alışları ile BİST 100 ve BİST Tüm işlem hacmi ve piyasa değeri verileri eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Çalışma bulguları, yabancı portföy yatırımları ile BİST endeksleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu, ayrıca yabancı alış ve satışı İMKB işlem hacminin, BİST 100 ve Tüm endeksi ve piyasa değeri yabancı satışların Granger nedeni olduğu ortaya koymuştur.

Adaoglu ve Katircioglu (2013), aylık net yabancı yatırımlarının hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini geri bildirim yatırım stratejisi kapsamında İMKB "blue chip"[12] şirketleri üzerinde analiz etmişlerdir. Çalışmada, Ocak 1997 – Haziran 2010 yılları arasındaki periyot Avrupa Birliği (AB)'ne katılım müzakereleri başlangıcı öncesi ve sonrası olmak üzere iki dönem bazında ele alınarak, BİST 30 şirket getirileri ve yabancı yatırımları VAR analizi ile incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, AB müzakereleri öncesinde negatif geri bildirim yatırım davranışının varlığı ve aylık pay getirilerinden yabancı yatırımlarına doğru tek yönlü bir Granger nedensellik etkisi tespit edilmiştir. Ancak, söz konusu müzakerelerden sonraki dönem için herhangi bir geri bildirim stratejisi ve nedensellik ilişkisinin bulunamadığı ifade edilmiştir.

Gumus vd. (2013), Aralık 2006 – Aralık 2011 dönemi arasında makroekonomik değişkenler ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışma kapsamında, aylık yabancı portföy yatırımları ile İMKB 100 fiyat endeksi, döviz kuru, faiz, bütçe dengesi, cari açık, TÜFE ve sanayi üretim endeksi arasındaki ilişki VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışma bulgularında, yabancı yatırımlarının İMKB 100 endeksini ve döviz kurunu etkilediği, yabancı portföy yatırımlarını ise sadece sanayi üretim endeksinin etkilediği rapor edilmiştir.

Karcıoğlu ve Özer (2014), pay getirilerini etkileyen firma içi ve firma dışı faktörleri BİST imalat sektöründeki 113 şirketin 2002-2011 dönemi için çeyreklik verilerini kullanarak panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışmada, hisse senedi getirileri ile cari oran, asit-test oranı, beta, kazanç/fiyat oranı, büyüklük, brüt kâr marjı, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı gibi değişkenler arasında anlamlı ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu karşılık, sanayi üretim endeksi, dış ticaret dengesi, Tobin Q, hakla açıklık, hisse başı kâr payı, en büyük ortağın payı, altın fiyatları ile yabancı portföy yatırımları ile anlamlı bir ilişkinin olmadığı belirtilmiştir.

Keskin (2014) çalışmasında, yabancı alım ve satımları, döviz kuru, mevduat faizi ve enflasyon gibi değişkenlerin BİST 100 endeksine etkisini aylık bazda 2003-2014 tarihleri arasındaki periyot için analiz etmiştir. Çalışma bulgularında, yabancı alışlarının,

[12] Blue-Chip şirketler, menkul kıymet borsalarında köklü geçmişe sahip, herkesçe tanınan, istikrarlı ve yüksek finansal performans sergileyen şirketlere verilen genel addır. Genel olarak BİST 30 endeksinde yer alan şirketler Blue Chip şirket statüsünde kabul edilmektedir.

döviz kurunun ve enflasyon oranının pozitif, yabancı satışlarının ve mevduat faizinin ise negatif olarak BİST 100 endeksini etkilediği tespit edilmiştir.

Avcı (2015), yabancı yatırımcılara ait işlemlerin gelişmekte olan ülke piyasalarına etkisini BİST özelinde incelemiştir. Çalışma, Ocak 2003 – Haziran 2014 yıllar arası aylık yabancı alım ve satımları ile BİST 100 endeks getirisine ait verileri kapsamaktadır. Kriz dönemlerindeki etkiyi de analiz etmek amacıyla yapısal kırılmalı testlerin kullanıldığı çalışmanın bulguları doğrultusunda, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte, yabancı işlemlerinden BİST100 getirisine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu belirtilmiştir. Son olarak, yabancı yatırımlarının BİST üzerinde yönlendirici bir etkiye sahip olduğu ve dolayısıyla kırılgan hale getirdiği ileri sürülmüştür.

Kesik vd. (2016) tarafından uluslararası sermaye hareketlerinin BİST üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yapılan analiz 2005 Ocak – 2015 Ocak yılları arası haftalık olarak BİST100 fiyat endeksi ve yurtdışı yerleşiklere ait pay bakiyesi verilerini kapsamaktadır. VAR analizi ve Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışma doğrultusunda, yabancı yatırımcıların pay alımları arttıkça endeksin daha yüksek seviyeleri gördüğü böylece uluslararası sermaye akımlarının İstanbul Borsası üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir. Bulgulara ek olarak BİST100 endeksi ile yurtdışı yerleşikleri hisse senedi sahipliği arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu ifade edilmiştir.

Şenol ve Koç (2018), yabancı portföy girişlerinin borsa ve makroekonomik faktörlerle olan etkileşimini Türkiye piyasası için incelemişlerdir. Çalışma kapsamında 2006 – 2016 yıllara arası çeyreklik periyotlardaki yabancı portföy yatırımları, BİST 100 endeksi, döviz kuru, faiz oranı, GSYH, S&P 500 endeksi, ABD ve Avrupa Faiz oranları arasındaki ilişki VAR analizi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, YPY'den BİST100, faiz oranı ve döviz kuruna, BİST100 endeksinden ise YPY ve döviz kuruna doğru tepkinin olduğu tespit edilmiştir.

Aytekin (2019), 2009-2018 dönemine ait aylık yabancı sermaye hareketleri, dolar kuru ve BİST 100 endeksi ilişkisini ARDL sınır testi uygulayarak analiz etmiştir. Çalışma bulguları yabancı yatırımcı payı ve dolar kurunun BİST 100 endeksi üzerinde uzun dönemli pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Doğan (2019) tarafından yapılan çalışmada yapısal ve firmaya özgü faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada, 2005-2017 dönemi boyunca her çeyreklik periyotta kesintisiz işlem gören 55 firmaya ve BİST 100 endeksine ait veriler kullanılmıştır. Analiz kapsamında 7 yapısal değişken (döviz kuru, enflasyon, altın, ödemeler dengesi, yabancı portföy yatırımları, para arzı ve GSYH) ve 12 firmaya ait değişken (likidite, varlık yapısı, karlılık, aktif büyüme oranı, risk, boyut, kaldıraç, F/K oranı, PD, PD/DD, hisse başı kâr ve satış potansiyeli) modele dahil edilmiştir. Çalışma bulgularına göre hem yapısal hem de firmaya ait değişkenlerin hisse senedi getirileri üzerinde etkiye sahip olduğu ve bu etkilerin endekse ve hisse senedine göre benzerlik ve farklılık gösterdiği ifade edilmiştir. Bu bağlamda yapısal karakteristiklerin tamamı, BİST 100 endeks getirisi üzerinde anlamlı etkiye sahipken hem yapısal hem de firmaya ait karakteristiklerden pay getirileri üzerinde döviz kuru, para arzı, ödemeler dengesi, enflasyon oranı, altın fiyatı, F/K oranı, PD, PD/DD, hisse başı kâr ve satış potansiyelinin anlamlı etkiye, yabancı portföy yatırımlarının anlamsız etkiye sahip olduğu belirtilmiştir.

Baykut (2020), yabancı takas oranının ve küresel risk algısının (VIX) pay fiyatları üzerindeki etkisini BİST'te işlem gören 9 farklı sektördeki en yüksek işlem hacmine sahip şirketlere ait günlük veriler üzerinden Ocak 2020 – Temmuz 2020 tarihleri arası için analiz etmiştir. Çalışma bulgularında, yabancı takas oranının holding, inşaat, dayanıklı tüketim, perakende ve petro-kimya sektörü hisse fiyatlarıyla pozitif, iletişim ve gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü hisse fiyatlarıyla ise negatif ilişkiye sahip olduğu rapor edilmiştir. Bu sonuçlara ek olarak, VIX endeksi ile 8 farklı sektördeki hisse senedi fiyatları arasında negatif ilişki tespit edilirken, sadece perakende sektörüne ait firmanın hisse fiyatları ile pozitif ilişkiye sahip olduğu belirtilmiştir.

Çevik ve Çankaya (2020) çalışmalarında, gelişmekte olan 6 ülkenin (Hindistan, Güney Kore, Endonezya, Türkiye, Brezilya ve Güney Afrika) borsa getirileri ile net yabancı yatırımcı alımları ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2008-2019 yılları arasındaki dönem için haftalık verilerle ARDL sınır testi ile incelemişlerdir. Elde edilen bulgularda analiz kapsamındaki tüm ülke borsalarındaki getiriler ile yabancı net alımları arasında kısa vadeli olarak pozitif ilişki olduğu yani yabancıların getiri peşinde olma (pozitif geri bildirim, momentum) stratejisini benimsediği ifade edilmiştir. Türkiye piyasasında döviz kuru ile borsa getirileri arasında ise negatif ilişkinin olduğu belirtilmiştir.

Kaya (2020), BİST Banka endeksinde Ocak 2020 – Aralık 2018 dönemi arasında kesintisiz işlem gören 5 bankaya ilişkin aylık hisse senedi fiyatları ile yabancı alım ve satım işlemleri arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Panel eşbütünleşme ve nedensellik testlerinin uygulandığı çalışmada, hisse fiyatları ile yabancı işlemleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre, yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alımların hisse fiyatlarını pozitif, satımlarının ise negatif olarak etkilediği ifade edilmiştir. Son olarak hisse fiyatlarından yabancı satışlarına yönelik tek taraflı bir nedensellik ilişkisinin olduğu belirtilmiştir.

Çetin (2022) çalışmasında 2010-2021 dönemi için aylık olarak Türkiye'nin Kredi Temerrüt Takasları (CDS) priminin BİST 100 endeksi, döviz kuru ve faiz oranı ile olan ilişkisini incelemiştir. Çalışma bulgularına göre, CDS primi ile BİST 100 endeksi arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara ek olarak, CDS primi ve BİST 100 endeksinden döviz kuruna, tahvil faizden ise BİST 100 endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu ifade edilmiştir.

Orta (2023) tarafından yapılan çalışmada BİST 30 endeksinde yer alan firmaların hisse senedi kapanış fiyatları, getirileri ve piyasa değerleri üzerinde, şirket bazında yabancı yatırımcı payı, reel efektif döviz kuru, TÜFE ve cari açık değişkenlerinin etkileri 2010-2014 yılları arasındaki dönem için günlük ve aylık bazda panel regresyon modelleri ile test edilmiştir. Çalışma bulgularında, şirketlerin aylık piyasa değeri, kapanış fiyatı ve getirileri üzerinde cari açık, TÜFE ve döviz kuru gibi makroekonomik faktörlerin pozitif ve anlamlı etkisinin olduğu rapor edilmiştir. Elde edilen bulgulara ek olarak yabancı yatırımcı payının, firma piyasa değerini günlük ve aylık periyotta pozitif olarak etkilediği, şirketin hisse senedi kapanış fiyatlarını günlük bazda pozitif etkilediği ve pay getirilerini ise aylık bazda negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Son olarak, yabancı payının hisse senedi aylık kapanış fiyatlarını ve günlük getirilerini etkilediğine dair anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Bu sonuçlar, yabancı işlemlerinin hisse senedi piyasa dinamiklerine olan etkilerinin analiz periyoduna göre değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARININ PAY PİYASASINA ETKİLERİNİN PİYASA DİNAMİKLERİ AÇISINDAN ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomileri üzerine olan etkileri bir çok çalışmaya konu olmuştur. Özellikle finansal liberalleşme ile artan entegrasyon süreci sonrası sıcak para olarak da adlandırılan uluslararası sermayenin hızlı şekilde ülke piyasalarına giriş ve çıkış yapabilir hale gelmesi, söz konusu bu yabancı yatırımların etkilerinin araştırılmasını gerektirmiştir. Bu amaç kapsamında, yabancı yatırımcılar tarafından BİST'te işlem gören firmaların pay senetlerinde günlük olarak gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemleri bireysel, kurumsal ve fon tipindeki yabancı yatırımcı türüne göre analiz edilmiştir.

Söz konusu analizler taban genişlemesi, fiyat baskısı ve geri bildirime dayalı işlem hipotezleri kapsamında panel veri analizi ile test edilmiştir. Ayrıca söz konusu yabancı yatırım etkilerinin daha net görülmesi için firmalar yabancıların en çok işlem yaptıkları gün sayısına göre 4 grupta ele alınmıştır. Bu durum, yabancı yatırımların etkilerinin günlük frekansta, firma boyutunda ve yatırımcı türüne göre Türkiye piyasası üzerinde yapılmış ilk çalışma olarak önemlilik kazanmaktadır.

3.2. Veri Seti

Borsa İstanbul (BİST), bulunduğu jeopolitik konumu ve piyasa dinamiği ile Avrupa, Orta Doğu ve Afrika (EMEA) bölge ülkesi olan ve aynı zaman da Gelişmekte Olan Ülke statüsünde yer alan Türkiye'nin en önemli ve en büyük sermaye piyasası kuruluşudur. Cumhuriyet dönemi sonrasında 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) olarak temeli atılan BİST, 2013 yılında İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'nı da bünyesine katarak mevcut kurumsal yapısına kavuşmuştur. Bünyesinde Pay Piyasası (PP), Borçlanma Araçları Piyasası (BAP) ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) gibi farklı bir çok piyasa ve bu piyasalar içinde Yıldız, Ana ve Alt Pazar gibi çeşitli kriterlere göre sınıflandırılan şirketlerden oluşan pazarlar ile piyasanın genel performansını sergileyen öncü gösterge niteliğindeki BİST 100, BİST 50 ve BİST 30 gibi çeşitli endeksler bulunmaktadır. 5 Haziran 2024 itibariyle

BİST Tüm endeksinde yer alan ve işlem gören 539 firma toplam 13.92 Trilyon TL piyasa değerine sahiptir. Mayıs 2024 sonu itibariyle ise yatırımcı sayısı 8.298.897'dir[13].

BİST'te 02.01.2012 – 09.10.2023 yılları arasındaki 2951 işlem günü boyunca kesintisiz olarak işlem gören 278 şirket bulunmaktadır. Söz konusu bu şirketlerden 119 tanesi Yıldız Pazar, 124 tanesi Ana Pazar, 21 tanesi Alt Pazar, 7 tanesi Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP) ve 7 tanesi de Yakın İzleme Pazarı (YİP) bünyesinde işlem görmektedir. Analiz kapsamında ele alınan 2951 işlem günü boyunca yabancı yatırımcıların YİP bünyesinde bulunan 7 şirketin paylarında genel olarak ortalama 2250 gün (toplam analiz edilen sürenin ortalama %76'sında) gibi bir sürede herhangi bir alım veya satım işleminde bulunmadıkları (ZEDUR[14] hariç olmak üzere) tespit edilmiş ve bu nedenle ilgili etkilerin daha hassas analiz edilebilmesi amacıyla YİP şirketleri analiz örneklemi dışında tutulmuştur. Dolayısıyla çalışma kapsamında, analizin nihai veri seti 4 farklı pazar bünyesinde bulunan 271 adet şirkete ilişkin verilerden oluşmaktadır.

Yabancı yatırımcı işlemlerinin çeşitli etkilerinin ilgili hipotezler kapsamında analiz edilmesi amacıyla, örneklemimizde yer alan 271 firmaya ait günlük pay getirileri ile yabancı yatırımcılar tarafından günlük olarak gerçekleştirilen her bir firma düzeyindeki ayrı ayrı alış, satış ve net alış tutarları ana değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Ayrıca firmaların pay fiyatları ve yabancı yatırımları üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak etkisi bulunan ortak faktörler de kontrol değişkenler olarak modele ilave edilmiştir. Bu doğrultuda, mikro ve makroekonomik düzeyde para ve maliye politikalarının etkilerini yansıtan Dolar/TL döviz kuru (Kur) ve 2 yıl vadeli tahvil faizi (Faiz), ülke risk primini gösteren Kredi Temerrüt Takas (CDS) primi, finansal piyasalardaki endişenin küresel boyuttaki göstergesi olarak ifade edilen Korku Endeksi (VIX) ve yaşanan çeşitli gelişmeler neticesinde meydana gelen olumlu ya da olumsuz ayrışmaların etkisini de görmek amacıyla MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (MSCI)[15]'ne ait veriler Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), Finnet, Matriks Veri Terminali ve MSCI[16] resmî web sayfası üzerinden temin edilmiştir.

---

[13] Bkz. https://www.borsaistanbul.com/tr/ (04.06.2024).

[14] ZEDUR pay senedinde yabancı yatırımcılar 1304 gün işlem yapmamış olup bu sayı toplam analiz periyodunun yaklaşık %44'üne karşılık gelmektedir.

[15] MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (MSCI Emerging Markets Index), Morgan Stanley Capital International tarafından piyasa performansı ölçmek amacıyla oluşturulmuştur.

[16] MSCI Inc., tarafından sağlanan ilgili endekslere ilişkin eş zamanlı veriler için bkz. https://www.msci.com/real-time-index-data-search (04.05.2024)

Yabancı yatırımcıların günlük olarak gerçekleştirdiği alım ve satım yönlü işlemlerin boyutu, miktarı ve aynı zaman da işlem sıklığı firmadan firmaya değişmektedir. Bu durum temel olarak firmaların büyüklüğü yani piyasa değerleri ve dolayısıyla bulundukları pazarların özelliklerine, fiili dolaşımdaki pay miktarlarına ve gerçekleşen günlük toplam işlem hacmi düzeyine bağlı olarak değişmektedir. Bu nedenle, veri setimizin günlük ve firma düzeyinde olmasının verdiği avantajla birlikte yabancı yatırımcı işlemlerinin etkilerin özellikle firma boyutunda daha net görülmesi amacıyla analiz kapsamına yer alan firmalar yabancı yatırımcıların net alış işlemlerinin sıklığı göze önüne alınarak gruplandırılmıştır.

Tablo 6. Oluşturulan Firma Gruplarına Ait İstatistikler

	Grup 1	**Grup 2**	**Grup 3**	**Grup 4**
Toplam Analiz Periyodu	2951 Gün	2951 Gün	2951 Gün	2951 Gün
İşlem Yaptığı Gün Sayısı	2,888 – 2951 gün (%97.86)	2,412 – 2,887 gün (%81.74)	1,820 – 2,411 gün (%61.67)	498 – 1,819 gün (%16.88)
İşlem Yapmadığı Gün Sayısı	En çok 63 gün	En çok 539 gün	En çok 1,131 gün	En çok 2,453 gün
Şirket Sayısı	68	68	68	67
Yıldız Pazar	61 (%89.7)	37 (%54.41)	16 (%23.53)	5 (%7.46)
Ana Pazar	7 (%10.3)	31 (%45.59)	49 (%72.06)	37 (%55.22)
Alt Pazar	-	-	1 (%1.47)	20 (%29.86)
PÖİP	-	-	2 (%2.94)	5 (%7.46)

Not: PÖİP, BİST bünyesinde bulunan Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nu ifade etmektedir.

Bu kapsamda 271 firmamın tamamının olduğu genel modelin yanında, yabancı yatırımcıların alım ya da satım (net alış) yönlü işlem yaptığı gün sayısına göre firmalar Tablo 6'da gösterildiği gibi dört gruba ayrılmıştır. Söz konusu ayrım doğrultusunda, yabancıların en çok işlem yaptığı ilk grup içerisinde 68 şirket bulunmakta ve en az yaklaşık %98'ine, ikinci gruptaki 68 şirkette en az yaklaşık %82'sine, üçüncü gruptaki 68 şirkette en az yaklaşık %62'sine ve son gruptaki 67 şirkette ise en az yaklaşık %17'sine denk gelen gün sayısınca yabancı yatırımcı işlemleri bulunmaktadır. Ayrıca, ilk gruptaki şirketlerin 61 adedi Yıldız Pazar ve 7 adedi Ana Pazar, ikinci gruptaki şirketlerin 37 adedi Yıldız Pazar ve 31 adedi Ana Pazar, üçüncü gruptaki şirketlerin 16 adedi Yıldız Pazar, 49 adedi Ana Pazar, 1 adedi Alt Pazar ve 2 adedi de PÖİP ve son grup içerisinde bulunan şirketlerin ise 5 adedi Yıldız Pazar, 37 adedi Ana Pazar, 20 adedi Alt Pazar ve 5 adedi de PÖİP içerisinde yer almaktadır.

Tablo 7. Analizde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

	Açıklama	Sembol
Panel A: Ana Değişkenler		
	Firma Pay Senedi Getirisi	*R*
	Toplam Yabancı Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YTAO*
	Toplam Yabancı Satışları / Toplam İşlem Hacmi	*YTSO*
	Toplam Yabancı Net Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YTNAO*
	Bireysel Yabancı Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YBAO*
	Kurumsal Yabancı Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YKAO*
	Yabancı Fon Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YFAO*
	Bireysel Yabancı Satışları / Toplam İşlem Hacmi	*YBSO*
	Kurumsal Yabancı Satışları / Toplam İşlem Hacmi	*YKSO*
	Yabancı Fon Satışları / Toplam İşlem Hacmi	*YFSO*
	Bireysel Yabancı Net Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YBNAO*
	Kurumsal Yabancı Net Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YKNAO*
	Yabancı Fon Net Alışları / Toplam İşlem Hacmi	*YFNAO*
Panel B: Ortak Faktörler		
	Dolar/TL Döviz Kuru % Değişim	*KUR*
	2 Yıllık Tahvil Verimi % Değişim	*FAİZ*
	Türkiye 5 Yıllık CDS Primi % Değişim	*CDS*
	VİX % Değişim	*VIX*
	MSCI Gelişmekte Olan Piyasa Endeksi % Değişim	*MSCI*

Tablo 7 üzerinde analize dahil edilen değişkenlere ilişkin açıklamalar ve kısaltmaları yer almaktadır. Buna göre, her bir firmaya ait pay getirileri (R) Denklem 9'da verilen formül üzerinden finansal getiri olarak hesap edilmiştir. Yabancı yatırımcılara ait her bir hissede gerçekleşen alış, satış ve net alışlar gün boyunca gerçekleşen toplam hacme oranlanarak ve ortak faktörlerdeki değişim oranları da bir önceki güne göre yüzdesel değişimleri baz alınarak Denklem 9'daki gibi hesap edilmiştir.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \tag{9}$$

Burada yer alan *P* pay senedi fiyatını, *i* pay senedini ve *t* de zamanı ifade etmektedir.

3.3. Araştırmanın Analizi Kapsamında Kullanılan Modeller

Yabancı portföy yatımlarının pay senedi piyasalarına olan etkileri finans literatüründe çeşitli modeller kullanılarak incelenmiştir. Bu doğrultuda, çalışma

kapsamında geçerliliği test edilecek olan teorik modeller ve bunlara ilişkin hipotezler ele alınmıştır.

3.3.1. Taban Genişlemesi Hipotezi (Base-Broadening Hypothesis)

Taban genişlemesi hipotezi, mevcut yatırımcı tabanının yabancı yatırımcıları da içerecek şekilde genişletilerek genele yayılmasının sağlayacağı çeşitlendirme imkanının sonucunda da riskin azalmasına ve daha düşük düzeyde gerekli risk primine yol açabileceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, Merton (1987) risklerin dağıtılması beraberinde pay fiyatında devam eden bir artışın yaşanabileceğini ifade etmektedir. Warther (1995)'in ABD'deki toplam yatırım fonu akışları ile menkul kıymet getirileri arasındaki ilişki üzerine yaptığı ve Clark ve Berko (1997)'nun da Meksika'daki yabancı pay alımları ile piyasa getirileri arasında çalışmalarda taban genişlemesinin geçerliliğini destekleyen bulgular elde etmişlerdir. Bu kapsamda, yabancı sermaye akımlarının bireysel pay getirileri üzerine olan etkileri gelişmekte olan piyasa statüsündeki BİST üzerinde taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği varsayımı altında incelenmiştir. Söz konusu modelin regresyon denklemi aşağıdaki Denklem 10'daki gibi yapılandırılmıştır:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Yabancı\ Alış_{it}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{it}} + \beta_2 \frac{Yabancı\ Satış_{it}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{it}} + u_{it} \qquad (10)$$

Burada R_{it}, *t* zamanındaki *i* payının getirisini, *Yabancı Alış ve Satış* yabancı yatırımcıların *t* zamanındaki *i* payında yaptıkları alış ve satış tutarını ve *Toplam İşlem Hacmi* ise *t* zamanındaki *i* payında günlük olarak gerçekleşen toplam işlem hacmini ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir.

3.3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi (Price Pressure Hypothesis)

Warther (1995) fiyat baskısı hipotezi olarak bilinen alternatif bir teori önermektedir. Bu teoriye göre, giriş dalgalanmalarının neden olduğu fiyat artışları geçici likidite eksikliğinin bir sonucudur. Clark ve Berko (1996) tarafından fiyat baskısı hipotezinin test edilmesi için kullanılan yaklaşım, regresyon analizinde önceki üç aydaki net yabancı girişlerinin gecikmeli değişkenler olarak kullanılmasını ve getirilerin bağımlı değişken olarak ele alınmasını içermektedir. Hipotezin geçerli olabilmesi için, gecikmeli girişlerin büyük negatif katsayılar sergilemesi, buna karşın eşzamanlı katsayının pozitif olması beklenmektedir. Tam olarak güçlü bir fiyat baskısının dikkate alındığı ideal bir senaryoda, eş zamanlı akımlara ait pozitif katsayı, önceki dönemlerdeki negatif

katsayıların toplamıyla aynı büyüklüğe sahip olmalıdır. Dahlquist ve Robertsson (2004) İsveç senaryosunda benzer bir metodoloji kullanmış, ancak değerlendirilen gecikmeli girişlerin sayısı hakkında bilgi vermemiş veya eşzamanlı akışı kullanmamıştır. Daha önce gözlemlendiği gibi, her iki makalede de fiyat baskısına dair herhangi bir bulguya ulaşılamamıştır. Bu kapsamda, fiyat baskısı hipotezinin test edilmesine ilişkin model Denklem 11'de yer almaktadır:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Net\ Alış_{\ i,t}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{\ i,t}} + \beta_2 \frac{Net\ Alış_{\ i,t-1}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{\ i,t-1}} + \beta_n \frac{Net\ Alış_{\ i,t-n-1}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{\ i,t-n-1}} + u_{it} \quad (11)$$

Burada $R_{i,t}$, t zamanındaki i payının getirisini, *Net Alış* yabancı yatırımcıların t zamanındaki i payında yaptıkları net alış tutarını ve *Toplam İşlem Hacmi* ise t zamanındaki i payında günlük olarak gerçekleşen toplam işlem hacmini, *n geçmiş gün sayısını* ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir.

3.3.3. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezi (Feedback Trading Hypothesis)

Getiriler ve yabancı akışları arasındaki ilişkiyi daha detaylı incelemek için, geri bildirim ticareti hipotezi kapsamında, varlık seçimlerini önceki performanslarından elde ettikleri beklentilerine göre yapan yatırımcılar geribildirim veya momentum yatırımcıları olarak adlandırılmaktadır. Pozitif geri bildirim ticareti teorisi, yabancı yatırımcıların artan getirilere tepki olarak piyasaya fon tahsis ettiğini ve getiriler ile fon akışı arasında bir zaman gecikmesi olduğunu öne sürmektedir. Buna karşılık, negatif geri bildirim ticareti ise fiyatları düşükken varlık satın alan ve fiyatları yükseldiğinde bunları satan yatırımcıların davranışını ifade etmektedir.

Clark ve Berko (1996) tarafından pozitif geri besleme ticaretini incelemek için yapılan çalışmada, içinde bulunulan ayın haftalık getirileri ile bir önceki ayın üçüncü ve dördüncü haftalarının getirilerini bağımsız değişkenler, akışları da bağımlı değişkenler olarak kullanmışlardır. Bu yaklaşım, Warther (1995) tarafından kullanılan yaklaşımla benzerlik göstermekle birlikte, pozitif geri bildirim ticaretinin varlığı halinde, önceki ayın son haftaları ile cari ayın ilk haftalarının getirilerinin, cari ayın son haftalarının getirilerine kıyasla daha güçlü bir pozitif korelasyon sergilemesi gerektiği varsayılmaktadır. Chen (2002) günlük veriler ile benzer bir metodoloji kullanmış ve gecikmeli günlük getiriler ve akışlarla birlikte eş zamanlı günlük getiriyi de regresyona bağımsız değişken olarak dahil etmiştir. Choe vd. (1999) günlük verileri kullanarak getirilerin gerçek değerini dikkate almak yerine yalnızca bir önceki gün, o gün ve bir sonraki gün piyasa getirisinin

yönüne odaklanmışlardır. Geri bildirim ticareti hipotezinin test edilmesine ilişkin model aşağıda yer alan Denklem 12' de verilmiştir:

$$\frac{Net\ Alış_{\ i,t}}{Toplam\ İşlem\ Hacmi_{\ i,t}} = \beta_0 + \sum_{j=0}^{n} \beta_{j+1} R_{i,t-n} + u_{it} \quad (12)$$

Burada $R_{i,t}$, t zamanındaki i payının getirisini, *Net Alış* yabancı yatırımcıların t zamanındaki i payında yaptıkları net alış tutarını ve *Toplam İşlem Hacmi* ise t zamanındaki i payında günlük olarak gerçekleşen toplam işlem hacmini, *n geçmiş gün sayısını* ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir.

3.4. Ekonometrik Yöntem

Çalışma kapsamında yabancı yatırımcıların yaptıkları pay alım-satım işlemlerinin pay piyasasına dolayısıyla pay fiyatlarına etkileri, BİST'te Ocak 2012-Ekim 2023 dönemi boyunca sürekli olarak işlem gören 271 firmaya ait günlük veriler kullanılarak Panel Veri Analizi metoduyla ekonometrik olarak analiz edilmektedir.

İlk olarak Pesaran CD ve Pesaran Scaled LM testleri kullanılarak yatay kesit bağımlılığının varlığı test edilmiştir. Hem yatay kesit bağımlılığını hem de verilerin heterojen oluşunu göz önüne alan ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran CADF ve Bai ve Ng PANIC istatistikleri kullanılarak serilerin durağan olup olmadığı incelenmiştir. Breusch-Pagan Lagrance Çarpanı (LM) testi, F Testi ve Hausman testi ile en uygun panel veri tahmin yöntemi belirlenmiştir. Daha sonra uygunluğu belirlenen yöntemler ile panel regresyon modelleri test edilmiştir. Bu bölümün devamında panel veri analizi kapsamında kullanılan testler genel hatlarıyla kısaca açıklanmıştır.

3.4.1. Panel Veri Analizi

Panel veri modelleri, genellikle boylamsal veya kesitsel zaman serisi modelleri şeklinde adlandırılmaktadır. Boylamsal veriler aynı birimlerin birden fazla zaman dilimi boyunca gözlemlenmesini ifade ederken, kesitsel veriler benzer özelliklere sahip bir grup birimin zamanın belirli bir noktasındaki gözlemlerinden oluşmaktadır. Yatay kesit verileri, zaman serisi verileri dahil edilene kadar dinamikler hakkında bilgi vermediği için, benzer birimlerden oluşan bir kümeye birden fazla zaman periyodunun ilave edilmesiyle panel veri elde edilmektedir (Kennedy, 2008: 281-282).

Panel veri modelleri, daha fazla bilgi sunmaları, çoklu değişkenlerin incelenmesine izin vermeleri, çoklu doğrusallığı azaltmaları, heterojenliği ele almak için

yöntemler sağlamaları ve daha etkili ve esnek ekonometrik analizlere olanak tanımaları nedeniyle popülerdir ve yaygın olarak kullanılmaktadır (Baltagi, 2005: 6). Panel veri modelleri kesit sayısı ve zamana bağlı olarak farklı şekillerde adlandırılabilmektedir. Örneğin, yatay kesit sayısı zaman boyutundan daha küçükse (N<T) Uzun panel, tam tersi zaman boyutundan büyükse (N>T) de Kısa panel olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte, her değişkende bulunan zaman serisi değerlerinin eşit sayıda olması paneli dengeli kılarken, zaman serilerinin her bir değişken üzerinde eşit sayıda bulunmaması paneli dengesiz kılmaktadır (Tarı, 2016).

T dönemlik bir zaman serisi ile N sayıdaki grubun ve verilerinin kullanılmasıyla bağımlı değişken için panel veri analizinde fonksiyon oluşturulabilir. Bu doğrultuda, panel veri modeline ilişkin genel Denklem 13'teki gibidir (Baltagi, 2005: 11).

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X_{it}\beta + U_{it} \quad (13)$$

Modelde $i = 1,2,....N$ $t = 1,2,....T$ olmakla birlikte, Y bağımlı, X bağımsız değişkeni, α sabit terimi, β eğimi ve *u* ise hata terimini temsil etmektedir. Formülde yer alan *i* yatay kesiti ve *t* ise zaman terimini göstermektedir.

Panel verinin analizde, yatay kesit ve zaman serisi verilerine kıyasla sağlamış olduğu çeşitli avantajlar bulunmaktadır. Bunlar (Baltagi, 2005: 5-9);

- Bireysel bazda heterojenliği göz önünde tutarak kontrol edebilmektedir.
- Sadece yatay kesit veya zaman serisine dayalı analizlerde tespit edilemeyen etkileri ortaya çıkarmak ve ölçmek için daha büyük bir kapasite içermektedir.
- Yatay kesit ve zaman serisi verilerine dayanan analizlerin aksine, panel veri modelleri daha karmaşık davranışsal modellerin oluşturulmasına ve incelenmesine olanak sağlamaktadır.
- Bireyler, firmalar ya da hane halkına ilişkin olarak elde edilen mikro düzeydeki panel veriler, makro düzeyde değerlendirilen benzer değişkenlere kıyasla daha hassas ölçümler sağlama potansiyeline sahiptir.
- Panel veriler daha kapsamlı ve ayrıntılı bilgi ile çeşitlilik, daha fazla serbestlik derecesiyle de yüksek verimlilik sağlamaktadır.

Panel verilere yönelik bazı sınırlamalar ise aşağıda sıralanmıştır (Baltagi, 2005: 7-9);

- ❖ Verilerin tasarımı ve toplanması ile ilgili sorunlar.
- ❖ Ölçüm hatalarından kaynaklanan sorunlar.
- ❖ Panel verilerdeki seçim yanlılığı (self-selectivity), yanıtsızlık (nonresponse) ve yıpranma (attrition) gibi karşılaşılan seçicilik sorunları.
- ❖ Kısa dönemlere dayalı zamana serisi içermesinden kaynaklı sorunlar.
- ❖ Yatay kesit bağımlılığının varlığına ilişkin sorunlar.

3.4.2. Panel Veri Modelleri ve Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi

Panel veri analizi, modelde yer alan verilerin durumuna ve özelliklerine göre bir yöntem seçilmesini ve seçilen bu yönteme göre en uygun modelin kullanılmasını içermektedir. Panel veri analizi kapsamında, elde edilen sonuçlara dayalı olarak en uygun modelin belirlenebilmesi için bir dizi test sıralı bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda, statik panel veri analizi modellerini, havuzlanmış en küçük kareler modeli (pooled ols), sabit etkiler modeli (fixed effect) ve rassal etkiler modeli (random effect) olarak üç grupta ele almak mümkündür (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 4).

3.4.2.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli (Pooled OLS Model)

Birey veya zamansal etkilerin göz ardı edildiği bu yöntemde kullanılan yaklaşım, panel veri analizi literatüründe genel olarak Klasik En Küçük Kareler (OLS) tahmincisi olarak bilinmektedir. Söz konusu bu yöntem tüm verilerin tek tip (homojen) olduğu varsayımına dayanır ve modelde yer alan parametre sayısının kullanılan gözlem sayısından fazla olması halinde modelin tahmin edilmesi zorlaşmaktadır. Bu senaryo dahilinde, hata teriminin özellikleri ve katsayıların öngörülemezliğine ilişkin farklı varsayımlar dikkate alınarak çeşitli modeller oluşturabilmektedir. Bu yaklaşımda dikkate alınması gereken önemli bir sorgulama "havuzlanmışlık" tanımıdır. Havuzlanmışlık, her yıl veya her birim arasında eğimlerde farklılık olup olmadığının incelenmesini ifade etmektedir (Wooldridge, 2002: 301, Baltagi, 2005: 53-58).

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k-1}^{K} \beta_k X_{kit} + U_{it} \qquad (14)$$

Denklem 14 üzerinde, $i = 1,2,....N$ kesit boyutu ve $t = 1,2,....T$ zaman boyutu, Y bağımlı değişken, K gözlemlenen bağımsız değişken vektörü olmakla birlikte, β Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) tahmincisiyle elde edilmektedir. HEKK tahmin yönteminde sabit ve eğim parametrelerinin sabit kaldığı varsayılmaktadır. Bu yaklaşım, bağımsız

değişkenler arasında zayıf dışsallık, çoklu doğrusallık, otokorelasyon eksikliği ve değişen varyans gibi özelliklere sahiptir (Yerdelen Tatoğlu, 2020 : 51).

3.4.2.2. Sabit Ekiler Modeli (Fixed Effect Model)

Sabit Etkiler Modeli (SEM)'ne göre birimler veya birimler ile zamana göre katsayılarda değişimin yaşandığı varsayılarak, söz konusu bu değişimde sabit terimde yer alan farklılıkların tespit edilebildiği ifade edilmektedir. SEM'de, her bir birim için n adet sabit terim bulunmakta ve birimler arası farklılık gösteren bu sabit terim zaman içerisinde göz ardı edilen tüm terimleri bünyesinde barındırmaktadır (Saraçoğlu, 2011: 358).

SEM, tek yönlü ve çift yönlü olmak üzere iki şekilde kategorize edilebilmektedir. Tek yönlü SEM yatay birimler veya zaman içerisindeki değişimleri ölçerken, iki yönlü SEM ise hem yatay birimlere hem de zamana göre değişimleri ölçmektedir. Buna göre, tek yönlü bir modelde firma1, firma2 vb. gibi tek bir kukla değişken seti yer alırken, çift yönlü modelde bölge1, bölge2 ve ay1 ay2 vb. gibi iki tane kukla değişken seti yer almaktadır (Park, 2011: 7).

Tüm yatay kesitler için sabit parametrenin farklı bir değer alacağını öne süren SEM Denklem 15'teki gibidir;

$$Y_{i,t} = X'_{i,t}\,\beta_{i,t} + c_i + d_t + \varepsilon_{it} \tag{15}$$

Modelde c_i gözlemlenemeyen bireysel etkileri ve d_t gözlemlenemeyen zaman etkisini ifade etmektedir. Buna göre, ilgili modelin c_i *ve* d_t içermesi halinde iki yönlü sabit etkiler modeli, tek başına c_i veya d_t etkilerinden herhangi bir tanesinin olması halinde tek yönlü sabit etkiler modeli olarak adlandırılmaktadır (Waciko ve Ismail, 2019: 317).

SEM, çok sayıda yatay kesit içermesi nedeniyle serbestlik derecesinde bir azalma yaşamaktadır. Bu modelin bir diğer dezavantajı ise zaman içinde sabit kalan faktörler için uygun olmamasıdır. Bu senaryoda Rassal Etkiler Modelinin kullanılması avantaj sağlayacaktır (Hodoshima vd., 2000: 518).

3.4.2.3. Rassal Etkiler Modeli (Random Effect Model)

Hata Bileşenleri Modeli olarak da adlandırılan Rassal Etkiler Modeli (REM), birim etkileri, zamansal etkileri ve birim ile zamana dayalı etkiler arasındaki etkileşimi aynı anda analiz eden bir panel veri modelidir. SEM'deki aşırı parametre sayısı nedeniyle,

gözlemlenemeyen bireysel etki, serbestlik derecelerinden ödün vermekten kaçınmak amacıyla REM olarak ele alınmaktadır (Baltagi, 2021: 24). REM, sadece farklı türdeki kesit birimleri ve zaman periyotları boyunca gözlemlenen veri setindeki değişimlerin olası etkisini dikkate almakla birlikte aynı zamanda örneklemin ötesindeki etkileri de hesaba katmaktadır (Tekin, 2013: 43). REM, varlıklar arasındaki ilgili değişimin tesadüfi olduğunu ve modeldeki bağımsız değişkenlerden etkilenmediğini varsaydığı için SEM'den ayrılmaktadır (Torres-Reyna, 2007: 25). Modelde kullanılan verilerin temsili olarak bir örneklemden seçilmesi halinde REM kullanılmaktadır (Manga, 2022: 116).

REM, hata teriminin bir parçası olarak zaman ve birimlerdeki değişimleri içermekle birlikte modeldeki rassal etkilerin zaman içinde sabit kaldığını varsaymaktadır. Söz konusu bu değişimin her bir yatay kesit arasında farklılık göstereceği varsayılmaktadır. Ayrıca, rassal etkilerin süreç içerisinde değiştiği ancak yatay kesit birimleri arasında sabit kaldığı sonucuna ulaşmak mümkündür. Sonuç olarak, rassal etkilerin farklı yatay kesit birimleri arasında değişkenlik gösterdiği ve zamanla değiştiği varsayılmaktadır (Hodoshima vd., 2000: 518).

Eğer seçilen söz konusu birimler tesadüfi ise, birimler arasındaki farklılıklar da yine aynı şekilde tesadüfi olacaktır. Birimler arasında yer alan farklılıklar ise "rasgele farklılıklar" olarak ayrılmaktadır. REM'de birim etki değiştiği için sabit parametreye dahil edilmemektedir. Bunun yerine, rassal hatalar aralığına dahil edilmektedir. Söz konusu bu duruma göre hata terimi Denklem 16'daki gibi,

$$u_{i,t} = \mu_i + \varepsilon_{it} \tag{16}$$

şeklinde ifade edilmekle birlikte, birinci tip değişkenler $\varepsilon_{i,t}$ ile açıklanırken μ_i birim hatayı ifade etmektedir. Buna göre REM'e dayalı panel veri modeli aşağıdaki Denklem 17'de yer almaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 51):

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1i}X_{1it} + \beta_{2i}X_{2it} + \cdots + \beta_k X_{kit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \tag{17}$$

Panel veri analizinde, bağımlı değişkeni etkileyen ve bağımsız değişkenler olarak açıkça dahil edilmeyen çok sayıda faktörün tesadüfi bir bozulma ile etkili bir şekilde temsil edilebileceği yaygın olarak varsayılmaktadır. Zaman içinde çok sayıda yatay kesit birimi gözlemlendiğinde, analize dahil edilmeyen bazı değişkenlerin hem yatay kesit birimlerine hem de gözlemlerin yapıldığı zaman dilimlerine özgü faktörleri temsil edeceği sıklıkla öngörülmektedir. Bu arada, diğer değişkenler kesit birimlerinde

gözlemler üzerinde etkisi olan farklılıkları yakalayacaktır. Benzer şekilde, belirli zaman dönemlerine özgü faktörleri temsil eden, ancak tüm kesit birimleri üzerinde neredeyse eşit etkiye sahip başka değişkenler de olabilmektedir.

3.4.2.4. Panel Veri Tahmin Yöntemlerinin Belirlenmesi

Panel veri analizinde, örneklem yöntemini belirlemek için çeşitli istatistiksel analizler yapılmaktadır. Bu analizlerin en temel amacı, örneklem için kullanılacak en doğru metodolojiyi ve seçim kriterlerini belirlemektir. Analiz kapsamında ilk adım, örneklem içindeki ikili karşılaştırmalara dayalı olarak modellerin seçilmesidir. Bu nedenle, modelin uygun olup olmadığını öğrenmek amacıyla F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi gerçekleştirilmektedir. Örneğin, REM ve HEKK modelleri arasında karar verirken, uygun seçimi belirlemek için Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (BP_{LM}) testi kullanılmaktadır. Breusch-Pagan LM testi yaklaşımı, panel veri modelindeki birim etkilerin baz alınan anlamlılık seviyesini[17] aşması HEKK modelinin seçilmesi gerektiğini önermektedir. Tersine, birim etkiler anlamlılık seviyesinin altındaysa, REM seçilmelidir (Güriş, 2018: 71). Breusch-Pagan LM testi REM'in uygun olduğunu gösteriyorsa, SEM ile REM arasında bir karar verilmelidir. Bu karara varmak için ise Hausman testinden faydalanılmaktadır. Bu durumda, ilgili olasılık değeri anlamlılık değerinin altındaysa SEM ancak bu eşiği aşması halinde ise REM seçilmektedir.

Bu bağlamda yapılan F testi, klasik modelin (HEKK) geçerliliğini test etmekle birlikte, HEKK ile SEM arasında seçim yapmamızı sağlamaktadır. Birim etkilerin varlığının test edilmesi amacıyla gerçekleştirilen F testinin hipotezleri aşağıdaki Denklem 18'deki gibidir:

$$H_0: \beta_i = \beta \quad \text{Birim etki mevcut değildir.} \qquad (18)$$
$$H_A: \beta_i \neq \beta \quad \text{Birim etki vardır.}$$

Buna göre, sıfır hipotezi etkin tahmincilerin "Havuzlanmış EKK" olduğunu kabul ederken, alternatif hipoteze göre ise etkin tahmincinin "Sabit Etkiler (Fixed Effect) Modeli olduğu kabul edilmektedir (Turhan, 2012: 83).

Breusch-Pagan (1980) testi, bireysel anlamda heterojenliği sınayarak HEKK ile REM arasında seçim yapılması amacıyla kullanılmaktadır. Bu testin sıfır hipotezi, rassal

[17] Hipotezlerin kabul veya reddedileceğinin belirlenmesinde baz alınan %1, %5 veya %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

birim etkilere ait varyansın sıfır olduğu, yani birim ve zaman etkilerinin olmadığını ifade eden klasik modelin daha uygun olduğunu ileri sürmektedir. Test ilişkin hipotezler Denklem 19'daki gibidir:

$$H_0: \sigma_\mu^2 = 0 \quad \text{Birim etki yoktur.} \qquad (19)$$
$$H_A: \sigma_\mu^2 \neq 0 \quad \text{Birim etki vardır.}$$

Buna göre, sıfır hipotezi reddedilirse REM tercih edilirken, sıfır hipotezinin reddedilememesi halinde ise HEKK modelinin kullanılması gerekmektedir (Atabay Baytar, 2012: 416).

Bir diğer spesifikasyon testi olan Hausman (1978) testi, panel veride daha ilişkili ve anlamlı olan modelin (SEM ve ya REM) hangisi olduğuna karar vermek amacıyla kullanılmaktadır. Burada bulunan iki model arasındaki en temel fark, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenlerin korelasyonlu olup olmamasıdır. Söz konusu bu ilişkinin test edilmesine yönelik hipotezler ise aşağıda Denklem 20'de yer almaktadır (Güriş ve İmre, 2018: 40):

$$H_0: E(\mu_i|X_{it}) = 0 \quad \text{Yatay kesit ve zaman etkileri rassaldır.} \qquad (20)$$
$$H_A: E(\mu_i|X_{it}) \neq 0 \quad \text{Yatay kesit ve zaman etkileri sabittir.}$$

Bu durumda, sıfır hipotezi kabul edilirse hem SEM hem de REM tahmincilerinin tutarlılık göstermesiyle birlikte iki tahminci arasındaki fark minimum seviyede olurken, bu senaryoda REM tahmincilerini kullanmak daha uygun bir seçim olacaktır. Alternatif hipotezin kabul edilmesi halinde ise elde edilen REM tahmincileri önemi düzeyde sapmalara ve farka sahip olacağından dolayı SEM tahmincileri daha fazla tutarlılık sergileyecektir.

3.4.3. Yatay Kesit Bağımlılığı

Bir ülkede meydana gelen şokun panelde yer alan diğer ülkeler üzerindeki etkisinin eşit olması ve bir ülkede yaşanan makroekonomik şokun diğer ülkeler üzerinde etkisinin olmaması yatay kesit bağımsızlığı olarak ifade edilmektedir. Günümüzde yaşanan küreselleşme ve böylece artan finansal düzeyde bağımlılığın bir sonucu olarak, herhangi bir ülkede meydana gelen şokların diğer ülkeler üzerinde farklı etkilerinin olduğu bilinmektedir. Yapılan analizlerde yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmazsa, elde edilen sonuçlar hem tutarsız hem de yanlı olacaktır. Bu nedenden dolayı, değişkenlerin

incelenmesine başlanmadan önce, seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının incelenerek tespit edilmesi gerekmektedir (Menyah vd., 2014: 389).

Çalışma kapsamında, Breusch-Pagan (1980) LM test, Pesaran (2004) Scaled LM ve CD testleri kullanılarak paneli oluşturan değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığı değerlendirilmiştir. Pesaran (2004), Breusch-Pagan (1980) tarafından tanıtılan LM testini değiştirerek yerine *CD* ve $Scaled_{LM}$ testlerini geliştirmiştir. CD testi olası hem N>T hem de T>N senaryolarında uygulanabilmekte ve asimptotik olarak standart bir normal dağılım izlemektedir. Yatay kesit bağımlılığı testi aşağıda Denklem 21'de verilmiştir (Pesaran, 2004: 4):

$$LM = \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^{N} T\hat{\rho}_{ij}^{2} \tag{21}$$

LM test istatistiği denkleminde yer alan *N* paneldeki birim sayısını, *T* zaman periyodunu, $\hat{\rho}_{ij}$ hata terimlerinin oluşturduğu ikili korelasyon tahminini ifade etmekte, *N* sabit ve *T* sonsuza giderken *N(N-1) / 2* serbestlik derecesinde asimptotik ki-kare dağılımı göstermektedir.

Pesaran (2004) tarafından *LM* testinde bulunan eksiklikler baz alınarak geliştirilen $Scaled_{LM}$ testinde kesit sayısının zaman boyutundan büyük olduğu (N>T) senaryolar göz önüne alınmış ancak boyut bozulmalarına neden olması sonucunda bu sorunu gidermek için *CD* testini geliştirmiştir. Pesaran CD test istatistiği Denklem 22'deki gibi hesaplanmaktadır (Pesaran, 2004: 9):

$$CD = \sqrt{\frac{2\,T}{N\,(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^{N} \hat{\rho}_{ij} \tag{22}$$

Burada yer alan *CD* test istatistiğine ait asimptotik dağılım da standart normal dağılımdır. Söz konusu bu testlere ilişkin oluşturulan hipotezler aşağıda Denklem 23'te yer almaktadır (Menyah vd., 2014: 390);

$$H_0\text{: Yatay kesit bağımlılığı bulunmamaktadır.} \tag{23}$$
$$H_A\text{: Yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır.}$$

Elde edilen test sonuçlarına göre, H_0 hipotezinin reddedilememesi şirketler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı anlamına gelmektedir. Böyle bir senaryoda, birinci nesil panel birim kök testlerinin yapılması uygundur. Diğer taraftan H_0 hipotezinin

reddedilmesi halinde ise şirketler arasında yatay kesit bağımlılığının olduğu ve böylece ikinci nesil panel birim kök testlerinin yapılmasının daha uygun olduğu ifade edilmektedir (Baltagi, 2005: 284).

3.4.4. Panel Birim Kök Testleri

Çalışma kapsamında sahte regresyon sorununu engellemek ve sağlıklı sonuçlar elde etmek amacıyla, analiz kapsamında kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadığının tespit edilmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle panel verilerde her bir birim için söz konusu zaman boyutu arttığında analiz öncesi durağanlığın sınanması amacıyla birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 3-4). Birim kök testleri, kesitler arası bağımlılığı dikkate alan ve almayan olarak kendi içinde iki gruba ayrılmaktadır. Birinci nesil birim kök testleri yatay kesit bağımlılığını dikkate almazken, ikinci nesil panel birim kök testleri kesitler arasındaki bağımlılığı dikkate almaktadır. Bu çalışma kapsamında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF ve Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen PANIC panel birim kök testleri uygulanmıştır.

3.4.4.1. Pesaran – CADF Testi

Pesaran (2007) tarafından geliştirilmiş olan ve kesitler arası bağımlılığı dikkate alan CADF (Cross Sectionally Augmented Dickey Fuller) panel birim kök testi, N>T veya T>N durumunda kullanılabilmekle birlikte her yatay kesit özelinde ayrı sonuçlar ortaya koyan heterojen bir testtir. CADF birim kök testine ilişkin model Denklem 24'teki;

$$Y_{it} = (1 - \emptyset_i)\mu_i + \emptyset_i Y_{i,t-1} + u_{it} \quad i = 1,\ldots N \text{ ve } t = 1,\ldots. T \qquad (24)$$

şeklinde olmakla birlikte burada yer alan u_{it} hata terimi, f_t gözlenemeyen ortak faktörü göstermekle birlikte $u_{it} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it}$ şeklinde ifade edilmektedir. Seriye özgü olarak bulunan ε_{it} bağımsız ve özdeş bir şekilde dağılmakla ve gözlenemeyen ortak faktörün bulunması sonucunda yatay kesit bağımlılığı söz konusu olmaktadır. Buradan yola çıkılarak aşağıdaki Denklem 25'teki gibi yeniden yazmak mümkündür;

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \vartheta_i Y_{i,t-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \qquad (25)$$

Burada $\alpha_i = (1 - \emptyset_i)\mu_i$, $\vartheta_i = -(1 - \emptyset_i)$ ve $\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$ ifade etmektedir. CADF testine ilişkin durağanlığı sınamak için oluşturulan hipotezler aşağıdaki Denklem 26'da ifade edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 84-85):

$$H_0: b_i = 0 \text{ } tüm\ i'ler\ için\ seri\ durağan\ değildir. \quad (26)$$
$$H_A: b_i < 0 \text{ } tüm\ i'ler\ için\ seri\ durağandır.$$

Paneldeki her bir serinin CADF istatistiğinden basit ortalaması alınarak oluşturulan CIPS istatistiği aşağıdaki Denklem 26'da gösterilmektedir (Pesaran, 2007: 268):

$$CIPS = \frac{\sum_{i=1}^{N} CADF_i}{N} \quad (26)$$

3.4.4.2. Bai ve Ng - PANIC Testi

Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen PANIC (Panel Analysis of Nonstationarity in Idiosyncratic and Common Components) birim kök testi, kalıntıdaki ve faktörlerdeki durağanlığı ayrı ayrı ele almaktadır. Diğer bir ifade ile serilerin durağan olmama nedeninin özel ya da genel faktörlerden mi kaynaklı olduğu bilgisini vermektedir (Hurlin ve Mignon, 2007: 8). Buna göre PANIC birim kök testi Denklem 27'de gösterildiği;

$$\mathrm{Y}_{it} = D_{i,t} + \grave{\lambda}_i F_t + e_{i,t} \quad (27)$$

şeklinde olmakla birlikte burada yer alan $D_{i,t}$ polinom zaman fonksiyonunu, $\grave{\lambda}_i$ faktör yüklenimi ve F_t ise ortak faktörlerin vektörünü ifade etmektedir (Bai ve Ng, 2004: 1124-1125). Burada yer alan serideki $D_{i,t}$ deterministik öğelerin zaman trendi içermediği durumda;

$$\mathrm{Y}_{it} = a_i + \grave{\lambda}_i F_t + e_{i,t}$$
$$\mathrm{F}_{m,t} = \delta_m \mathrm{F}_{m,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (28)$$
$$e_{it} = \omega_i e_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$\delta_m < 1$ ise, m'inci sayıdaki genel faktör durağandır

$\omega_i < 1$ ise, bireysel faktör $e_{i,t}$ i'inci birey için durağandır

Denklem 28'deki şeklinde olmaktadır. Buradan ortak faktörlerin F_t ve bireylere özgü bileşenlerin $e_{i,t}$ tutarlı tahmini elde edilebilmektedir (Hurlin ve Mignon, 2007: 9) . PANIC birim kök testine ilişkin oluşturulan ortak ve özel faktörlerin testine ait hipotezler aşağıdaki Denklem 29'daki gibi ifade edilmektedir:

$$H_0: \delta \text{ } ve\ \omega,\ ortak\ faktör\ ve\ idiyosenkratik\ bileşenlerde\ birim\ kök\ vardır. \quad (29)$$

H_A: δ ve ω, ortak faktör ve idiyosenkratik bileşenlerde birim kök yoktur.

3.5. Yabancı Portföy Yatırımlarının Pay Piyasasına Etkilerinin Analizi

Bu bölümde panel veri analizi kapsamında yapılan çeşitli testler ile elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Öncelikli olarak değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon matrisi açıklandıktan sonra, yatay kesit bağımlılığı test edilerek değişkenlere ilişkin birim kök analizleri gerçekleştirilmiştir. Uygun panel regresyon tahmin modellerinin belirlenmesiyle birlikte, yabancı sermaye hareketlerinin söz konusu etkileri oluşturulan taban genişlemesi hipotezi, fiyat baskısı hipotezi ve geri bildirime dayalı işlem hipotezi kapsamında analiz edilmiştir.

Analiz kapsamında kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere Tablo 8'de yer verilmiştir. Veri setinde yer alan 271 firmaya ait pay senedi getirilerinin 2951 işlem gününe ilişkin ortalamasının %0.15 seviyesinde olmasına karşın günlük olarak yaşanan tavan ve taban fiyat hareketleri nedeniyle minimum ve maksimum getiri düzeyinin sırasıyla -%20.95 ve %24.24 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 8. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Maksimum	Minimum	Std. Sapma	Çarpıklık	Basıklık	N
Panel A: Ana değişkenlerin panel veri serilerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler							
R	0.0015	0.2424	-0.2095	0.0305	0.6638	9.7879	799721
YTAO	0.1320	1.0000	0.0000	0.1716	1.6882	6.0425	799721
YTSO	0.1341	1.0000	0.0000	0.1720	1.6259	5.7281	799721
YTNAO	-0.0020	1.0000	-1.0000	0.1088	0.1198	16.1563	799721
YBAO	0.0025	1.0000	0.0000	0.0148	21.5821	740.50	799721
YKAO	0.1139	1.0000	0.0000	0.1531	1.7052	6.2653	799721
YFAO	0.0156	0.9906	0.0000	0.0490	7.2952	80.648	799721
YBSO	0.0025	1.0000	0.0000	0.0158	22.7111	798.32	799721
YKSO	0.1151	1.0000	0.0000	0.1530	1.6468	5.9419	799721
YFSO	0.0165	0.9995	0.0000	0.0495	6.6271	67.926	799721
YBNAO	0.0000	1.0000	-1.0000	0.0188	-2.9846	606.22	799721
YKNAO	-0.0012	0.9999	-1.0000	0.0972	0.2052	20.3381	799721
YFNAO	-0.0009	0.9745	-0.9995	0.0593	0.2244	52.7773	799721
Panel B: Ortak faktörlerin zaman serilerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler							
KUR	0.0010	0.1568	-0.1854	0.0108	0.0678	62.3350	2951
FAİZ	0.0006	0.2359	-0.3747	0.0252	-0.3440	34.8767	2951
CDS	0.0006	0.4911	-0.1277	0.0311	2.2614	30.3449	2951
VIX	0.0030	1.1560	-0.2852	0.0818	2.3275	22.2021	2951
MSCI	0.0001	0.0574	-0.0671	0.0098	-0.3318	7.3195	2951

Not: *N*, gözlem sayısını ifade etmektedir.

Günümüzde geçici olarak uygulanan tavan ve taban marjının %10 olmasına karşın, önceden uygulanan %20'lik marja ek olarak 2015 öncesinde birinci ve ikinci seans uygulamasının bulunması neticesinde seanslar arası gerçekleşen tavan ve taban hareketleri ve ilgili paydaki fiyat adımı yuvarlaması nedeniyle minimum ve maksimum

getiri -+%20'yi geçmektedir. Yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alım ve satım işlemlerinin ortalamasının %13 seviyesinde olduğu görülmektedir. Bazı günlerde hiç yabancı işlemi olmamasına karşın bazı günler de işlemlerin tamamının yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiş olduğunu ayrıca belirtmek gerekmektedir. Bunun yanında ise standart sapmanın %17 seviyesinde olması hem yabancı alımlarının hem de satımlarının volatil bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların günlük olarak net alış işlemlerinin ortalamasının negatif olması, "day-trade" olarak ifade edilen günlük al-sat işlemlerinin yabancılar tarafından daha çok spekülatif pozisyon yönünde olduğunu ve satım ağırlıklı işlemleriyle de piyasayı domine ettiklerini ortaya koymaktadır. Özellikle yabancı işlemlerin büyük çoğunluğunun yabancı kurumsal yatırımcılara ait olduğu, bunu yabancı fon ve bireysel nitelikteki yabancı yatırımcılara ait işlemlerin izlediği ayrıca görülmektedir.

Tablo 9'da analiz kapsamında modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyona ilişkin sonuçlar gösterilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre pay senedi getirisi ile yabancı alışları arasında pozitif yönlü, yabancı satışları ile de negatif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Buna ek olarak pay getirileri, kontrol değişken ve ortak faktör olarak modele ilave edilen KUR, FAİZ, CDS ve VIX ile negatif, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi ile de pozitif ilişkiye sahiptir.

Panel veri analizinde dikkate alınması gereken önemli bir faktör, kesitler yani firmalar arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Bunun altında yatan temel neden ise, bir kesiti etkileyen herhangi bir şokun yayılarak diğerlerini de etkileyebilir olmasıdır (Nazlioglu vd., 2011: 6617-6618). Bu nedenle panel veri analizine öncelikli olarak yatay kesit bağımlılığının test edilmesiyle başlanmaktadır.

Modelde yer alan değişkenlere ilişkin yatay kesit bağımlılığı, Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi, Pesaran (2004) tarafından geliştirilen Scaled LM ve CD testleri kullanılarak incelenmiş ve elde edilen test sonuçları Tablo 10'da gösterilmiştir. Modelde yer alan tüm değişkenlere ilişkin elde edilen LM, Scaled LM ve CD test sonuçlarına göre, yatay kesit bağımlılığı yoktur şeklindeki H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Bu durum, değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının bulunduğunu yani firmalara gelen herhangi bir şokun diğer firmaları da etkilediğini ortaya koymaktadır.

Tablo 9. Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

	R	***YTAO***	***YTSO***	***YTNAO***	***YBAO***	***YKAO***	***YFAO***	***YBSO***	***YKSO***	***YFSO***	***YBNAO***	***YKNAO***	***YFNAO***	***KUR***	***FAİZ***	***CDS***	***VIX***	***MSCI***
R	1																	

YTAO	0.0246	1																
	[0.0000]	-----																
YTSO	-0.0724	0.7993	1															
	[0.0000]	[0.0000]	-----															
YTNAO	0.1533	0.3129	-0.3206	1														
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----														
YBAO	0.0001	0.0680	0.0123	0.0877	1													
	[0.9156]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----													
YKAO	0.0196	0.9567	0.7892	0.2606	-0.0178	1												
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----												
YFAO	0.0251	0.4904	0.3283	0.2541	-0.0091	0.2303	1											
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----											
YBSO	0.0073	0.0227	0.0747	-0.0822	0.2504	-0.0014	0.0082	1										
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.2079]	[0.0000]	-----										
YKSO	-0.0630	0.7913	0.9556	-0.2630	-0.0105	0.7984	0.2788	-0.0166	1									
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----									
YFSO	-0.0593	0.3239	0.4969	-0.2749	-0.0047	0.2750	0.2756	-0.0084	0.2357	1								
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----								
YBNAO	-0.0060	0.0346	-0.0531	0.1385	0.5797	-0.0129	-0.0141	-0.6437	0.0056	0.0034	1							
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0023]	-----							
YKNAO	0.1300	0.2615	-0.2610	0.8246	-0.0115	0.3187	-0.0761	0.0239	-0.3163	0.0622	-0.0292	1						
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----						
YFNAO	0.0703	0.1346	-0.1439	0.4396	-0.0036	-0.0395	0.5959	0.0138	0.0335	-0.6077	-0.0145	-0.1148	1					
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0012]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----					
KUR	-0.1016	0.0213	0.0249	-0.0057	-0.0019	0.0253	-0.0039	-0.0016	0.0268	0.0041	-0.0001	-0.0023	-0.0067	1				
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0907]	[0.0000]	[0.0005]	[0.1480]	[0.0000]	[0.0002]	[0.9046]	[0.0408]	[0.0000]	-----				
FAİZ	-0.0913	0.0135	0.0176	-0.0065	-0.0013	0.0142	0.0031	-0.0018	0.0194	0.0017	0.0004	-0.0081	0.0012	0.1668	1			
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.2384]	[0.0000]	[0.0054]	[0.1131]	[0.0000]	[0.1376]	[0.6881]	[0.0000]	[0.2908]	[0.0000]	-----			
CDS	-0.1891	0.0135	0.0273	-0.0218	-0.0031	0.0172	-0.0055	-0.0021	0.0259	0.0155	-0.0007	-0.0137	-0.0175	0.3687	0.2480	1		
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0052]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0630]	[0.0000]	[0.0000]	[0.5195]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----		
VIX	-0.0890	0.0018	0.0116	-0.0156	-0.0012	0.0046	-0.0077	-0.0015	0.0089	0.0136	0.0003	-0.0067	-0.0177	0.1728	0.0686	0.2593	1	
	[0.0000]	[0.1092]	[0.0000]	[0.0000]	[0.3010]	[0.0000]	[0.0000]	[0.1936]	[0.0000]	[0.0000]	[0.7822]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----	
MSCI	0.1460	-0.0063	-0.0281	0.0344	0.0022	-0.0114	0.0129	0.0003	-0.0244	-0.0223	0.0015	0.0204	0.0293	-0.1757	-0.1396	-0.4285	-0.3503	1
	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0453]	[0.0000]	[0.0000]	[0.8041]	[0.0000]	[0.0000]	[0.1696]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	-----

Not: Köşeli parantez olasılık değerlerini vermek

Tablo 10. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	LM	*Scaled LM*	*CD*
R	5637244.*** [0.0000]	20704.88*** [0.0000]	2260.388*** [0.0000]
YTAO	15321606.*** [0.0000]	56506.64*** [0.0000]	2713.821*** [0.0000]
YTSO	14816393.*** [0.0000]	54638.94*** [0.0000]	2818.613*** [0.0000]
YBAO	73932.62.*** [0.0000]	138.069*** [0.0000]	17.187*** [0.0000]
YKAO	18254483.*** [0.0000]	67349.09*** [0.0000]	3178.227*** [0.0000]
YFAO	981647.0*** [0.0000]	3507.732*** [0.0000]	648.140*** [0.0000]
YBSO	73585.59*** [0.0000]	136.786*** [0.0000]	14.968*** [0.0000]
YKSO	18348900.*** [0.0000]	67698.14*** [0.0000]	3299.214*** [0.0000]
YFSO	740274.4*** [0.0000]	2612.099*** [0.0000]	556.679*** [0.0000]
YTNAO	227050.0*** [0.0000]	704.123*** [0.0000]	298.688*** [0.0000]
YBNAO	50474.02*** [0.0000]	51.346*** [0.0000]	3.820*** [0.0000]
YKNAO	151660.9*** [0.0000]	425.420*** [0.0000]	211.514*** [0.0000]
YFNAO	444473.1*** [0.0000]	1514.504*** [0.0000]	431.082*** [0.0000]

Not: LM, Breusch ve Pagan (1980) ve Scaled LM ve CD, Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testidir. Köşeli parantez olasılık değerlerini vermektedir. ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Yatay kesit bağımlılığının tespit edilmesi hem uygulanacak olan birim kök testlerinin seçilmesinde hem de kullanılacak olan tahmin modellerinin belirlenmesinde belirleyici olmaktadır. Elde edilen sonuçlar neticesinde serilerin durağanlığının test edilmesinde kullanılacak olan birim kök testlerinin yatay kesit bağımlılığını dikkate alması gerekmektedir. Panel veri analizi kapsamında uygulanan birim kök testleri genel olarak kendi içerisinde birinci ve ikinci nesil olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrım testlerin yatay kesit bağımlılığını dikkate alıp almamasına göre yapılmaktadır. Bu doğrultuda, çalışma kapsamında kullanılan değişkenler arasında kesitsel ilişki bulunduğu için, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testlerinden Pesaran (2007) CIPS testi ve Bai ve Ng (2004) PANIC testi kullanılmıştır.

Modelde kullanılan pay senedi getirileri ve yatırımcı tiplerine göre yabancı işlem oranlarından oluşan ana değişkenlere ait birim kök test sonuçları Tablo 11'de

görülmektedir. Elde edilen CIPS ve PANIC birim kök test sonuçları incelendiğinde, tüm değişkenler için hem sabitli hem de sabitli ve trendli model kapsamında serilerin birim kök içerdiği yani durağan olmadığı yönündeki H_0 hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Bu durum serilerin durağan olduğunu ve analiz kapsamında düzeylerinde kullanılabileceklerini ifade etmektedir.

Tablo 11. Ana Değişkenlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları

	Sabit		***Sabit ve Trend***	
Düzey	*CIPS*	*PANIC*	*CIPS*	*PANIC*
R	-34.692*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-34.746*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YTAO	-6.751*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-6.922*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YTSO	-6.775*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-6.934*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YBAO	-16.275*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-17.077*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YKAO	-6.535*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-6.726*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YFAO	-10.917*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-11.584*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YBSO	-17.523*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-18.411*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YKSO	-6.727*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-6.862*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YFSO	-11.744*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-12.696*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YTNAO	-17.443*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-17.832*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YBNAO	-24.877*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-25.158*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YKNAO	-17.101*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-17.373*** [<0.01]	INF*** [0.0000]
YFNAO	-15.930*** [<0.01]	INF*** [0.0000]	-15.991*** [<0.01]	INF*** [0.0000]

Not: CIPS Pesaran (2007) tarafından ve PANIC ise Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilen ikinci nesil panel birim kök testlerini ifade etmektedir. Maksimum gecikme sayısı 15 olarak belirlenmiş ve optimal gecikme sayısı Akaike bilgi kriteri (AIC) ile belirlenmiştir. CIPS testi kritik değerleri sabit model için -2.15(%1), -2.07(%5) ve -2.02(%10), sabit ve trend modeli için -2.62(%1), -2.55(%5) ve -2.51(%10)'dir. PANIC testi için ortak faktör sayısı, maksimum faktör sayısı Schwert'e (maksimum 15) göre otomatik olarak Bai ve Ng (2002)'nin IC_{p2} kriteri ile belirlenmiştir. INF, değeri en az bir bireysel istatistiğe ait p-değerinin sıfır olmasından kaynaklanmaktadır. Köşeli parantez içindeki sayılar olasılık değerlerini, ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Yatay kesit bağımlılığının varlığı durumunda seçilecek olan birim kök testinin dikkat edilmesi gerekliliğinin yanında tahmin modeli de önem arz etmektedir. Eğer kesitler arası bağımlılık söz konusuysa, bu durum "ortak faktör (common factor)"

varlığını ortaya çıkarmaktadır. Diğer bir ifadeyle kesitler arası bağımlılığa yol açan bir ya da birden fazla ortak faktörün olduğu ve bu faktörlerin kesitleri etkileyerek birbiri ile ilişkili hale getirdiğidir. Burada ifade edilen faktör modeli Denklem 30 üzerinde görülmektedir (Pesaran, 2006: 1000).

$$Y_{it} = \beta_i X_{it} + \gamma_i f_t + u_{it} \quad (30)$$

Burada yer alan γ_i faktör yüklerini ve f_t ise ortak faktörü ifade etmektedir. Bu durum, söz konusu bu ortak faktörlerin tahmin edilmesi problemini de beraberinde getirmektedir. Gözlenen ve gözlenemeyen olarak ayrımı yapılan bu faktörlerden, gözlemlenemeyenlerin tahminine ilişkin Pesaran (2006) Ortak Korelasyonlu Etkiler (Common Correlated Effects (CCE)) ve Bai (2009) İnteraktif Sabit Etkiler (Interactive Fixed Effects (IFE)) modelini ileri sürmüştür. CCE tahmin modeli yatay kesit ortalamaları ile IFE tahmin modeli ise temel bileşenler analizi ile model tahminini ele almaktadır.

Tablo 12. Ortak Faktörlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları

	Sabit		***Sabit ve Trend***	
Düzey	***ADF***	***PP***	***ADF***	***PP***
KUR	-13.184*** [0.0000]	-48.280*** [0.0001]	-13.389*** [0.0000]	-48.333*** [0.0000]
FAİZ	-26.127*** [0.0000]	-54.748*** [0.0001]	-26.161*** [0.0000]	-54.751*** [0.0000]
CDS	-23.945*** [0.0000]	-48.250*** [0.0001]	-23.946*** [0.0000]	-48.242*** [0.0000]
VIX	-21.798*** [0.0000]	-60.942*** [0.0001]	-21.796*** [0.0000]	-60.939*** [0.0000]
MSCI	-19.900*** [0.0000]	-47.598*** [0.0001]	-19.898*** [0.0000]	-47.591*** [0.0000]

Not: ADF, Augmented Dickey ve Fuller ve PP, Phillips ve Perron zaman serisi birim kök testlerini ifade etmektedir. Maksimum gecikme sayısı ADF için 15 olarak ve optimal gecikme sayısı Akaike bilgi kriteri (AIC) ile, PP için ise Newey-West (1987) otomatik bant genişliği seçimi ile Bartlett yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. ADF ve PP testi kritik değerleri sabit model için -3.43(%1), -2.86(%5) ve -2.56(%10), sabit ve trend için -3.96(%1), -3.41(%5) ve -3.12(%10)'dir. Köşeli parantez içindeki sayılar olasılık değerlerini, ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Diğer taraftan ortak faktörlerin biliniyor ya da gözlenebilir olması durumunda ise söz konusu bu faktörlerin de dahil edilerek modelin tahmini gerçekleştirilmektedir. Buradan yola çıkarak yatay kesit bağımlılığının varlığı altında hem pay getirileri hem de yabancı yatırımcıların işlemleri üzerinde mikro ve makroekonomik düzeyde etkisi bulunan KUR, FAİZ, CDS, VIX ve MSCI değişkenleri, çalışmamız kapsamındaki değişkenleri etkileyen ortak faktörler olarak modele dahil edilmiştir. Ortak faktörlerin

ilave edilmesiyle oluşturulan Faktör Modelleri (FM), faktör yüklerini homojen olarak ele aldığı için HEKK ile tahmin edilmiştir.

Analiz kapsamındaki modellerin tahmin edilmesine geçmeden önce, ortak faktör olarak ilave edilen değişkenlerin birim kök testleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişkenler tüm kesitler için ortak düzeyde olduğu için ADF (Dickey ve Fuller, 1979) ve PP (Phillips ve Perron, 1988) birim kök testleri hem sabit hem de sabit ve trendli model için uygulanmıştır ve sonuçlar Tablo 12'de sunulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre, serilerin birim kök içermediği yani durağan olduğu tespit edilmiştir.

3.5.1. Taban Genişlemesi Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular

Yabancı sermaye yatırımlarının bir ülkenin finansal sistemine girmesiyle birlikte menkul kıymetlere olan mevcut talepteki artış beraberinde varlık fiyatlarında da yükseliş yaşanması beklentisini oluşturmaktadır. Yabancı portföy yatırımları gerek uluslararası portföy çeşitlendirmesi gerekse daha yüksek orandaki getiri beklentisi sayesinde gelişmiş ülke ekonomilerinden özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına doğru hareket eğilimi göstermektedir. Çeşitli reel yatırımlar ve finansal sistem açıdan gelişmenin sağlanabilmesi için sermaye ihtiyacı bulunan gelişen piyasa ekonomileri, söz konusu bu yatırımların ülkeye giriş ve çıkışlarında meydana gelen olumlu ve olumsuz etkileriyle yüzleşmek durumunda kalmaktadır.

Yabancı portföy yatırımlarında yaşanan artışla birlikte piyasaya giren yeni yatırımcılar, ilgili finansal piyasanın yatırımcı tabanının genişlemesine, menkul kıymet çeşitliliğinin artmasına, piyasaların derinlik kazanarak varlıkların daha likit bir hale gelmesini sağlamaktadır. Öte yandan dinamik piyasa hareketleri sonucunda meydana gelen küresel ya da yerel nitelikteki ekonomik ve politik gelişmeler ışığında sıcak paranın hızlı şekilde ülkeyi terk etmesi beraberinde piyasalardaki volatilitenin artmasına ve sonucunda da finansal krizlerin yaşanmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle yabancı portföy yatırımlarının pay piyasaları üzerinde etkisinin olup olmadığı ilk olarak taban genişlemesi hipotezi kapsamında incelenmiştir. Önceki bölümlerde ele alındığı üzere yaşanan net yabancı yatırım girişlerinin pay getirileri üzerinde olumlu etkisinin olması beklenmektedir. Ayrıca hem alış hem de satış işlemlerinin ayrı bir dinamiğe sahip olabileceği için analiz kapsamında yabancı yatırımcılar tarafından Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen alım ve satım işlemleri her bir pay özelinde ayrı ayrı ele alınarak ilgili

hipotez panel regresyon modeliyle test edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 13'te gösterilmiştir.

Tablo 13. Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Tüm Örneklem)

R	***Model 1***		***Model 2***	
	SEM	***FM***	***SEM***	***FM***
C	0.0029***	0.0022***	0.0029***	0.0022***
TYAO	0.0379***	0.0394***		
TYSO	-0.0482***	-0.0430***		
YBAO			0.0019	0.0008
YKAO			0.0393***	0.0412***
YFAO			0.0351***	0.0361***
YBSO			0.0042**	0.0043**
YKSO			-0.0488***	-0.0437***
YFSO			-0.0537***	-0.0470***
KUR		-0.0849***		-0.0853***
FAİZ		-0.0509***		-0.0509***
CDS		-0.1273***		-0.1272***
VIX		-0.0080***		-0.0080***
MSCI		0.2063***		0.2062***
R^2	0.0250	0.0661	0.0259	0.0669
N	271	271	271	271
F	2.82***		3.07***	
Ha	638.36***		710.45***	

Not: SEM: Sabit Etkiler Modeli, FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. *F* bireysel sabit etkilerin F-testidir. *Ha*, Hausman, bireysel rassal etkiler ile bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) SEM ve FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Analiz kapsamında yabancı yatırımcı işlemlerinin olası etkilerinin hem alış hem de satış yönüyle görülmesi için toplam yabancı yatırımcı özelinde birinci model belirlenmiş olup, söz konusu bu etkilerin yatırımcı tipine göre de bireysel, kurumsal ve fon düzeyinde tespit edilmesi amacıyla da ikinci model oluşturulup test edilmiştir. Tablo 13 üzerinde Model 1 ve Model 2'ye ait elde edilen analiz sonuçları yer almaktadır. Model 1' de yer alan tüm parametreler istatistiki olarak anlamlıdır ve görüldüğü gibi pay getirisi üzerinde yabancı yatırımcılar tarafından BİST'te gerçekleştirilen alış işlemlerinin pozitif, satış işlemlerinin ise negatif yönlü etkisi bulunmaktadır. Elde edilen bu bulgular taban genişlemesi hipotezinin geçerliliğini ortaya koymaktadır. Yabancı yatırımcıların satış işlemlerinin etkisinin alım yönlü işlemlerine göre daha büyük olduğu da piyasa üzerinde

satım yönlü baskının daha etkin olduğunu göstermektedir. FM kapsamında modele dahil edilen ortak faktörlerinde pay getirisi üzerinde etkisi istatistiki olarak anlamlıdır. Buna göre, KUR, FAİZ, CDS ve VIX pay senedi getirilerini negatif olarak etkilerken, MSCI pay getirilerini pozitif olarak etkilemektedir. Bu durum döviz kuru ve tahvil veriminde yaşanan artışın pay fiyatları üzerinde baskı oluşturduğu ve getiriyi olumsuz yönde etkilediğinin göstergesidir. Öte yandan CDS yani ülke risk priminde yaşanan yükseliş sonrası ilk ve en hızlı tepkiyi sermaye piyasaları yani borsalar vermektedir. Dolayısıyla ülke riskinde meydana gelen artışın da pay fiyatları üzerinde satış yönlü baskı oluşturduğu ve getiriyi de negatif yönde etkilediği görülmektedir. Bir diğer risk göstergesi niteliğinde olan VIX, küresel piyasalarda meydana gelen gelişmeler sonucunda global yatırımcıların risk iştahının düzeyini ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan ülkeler kategorisinde bulunan BİST'in yaşanan küresel risk iştahına karşı tepkisiz kalmadığını ve yatırımcıların olası risk kaygısında meydana gelen artış sonucunda pay getirilerinin de bundan negatif şekilde etkilendiğini göstermektedir. Buna paralel olarak, gelişmekte olan ekonomilere ait borsaları temsil eden MSCI, küresel piyasalarda yaşanan olumlu hava ve pay piyasalarında meydana gelen talep artışından BİST'in de olumlu yönde etkilendiğini ve bunun pay fiyatlarını yükselterek getiriyi artırıcı şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Yatırımcı tipine göre sınıflandırılmış yabancı yatırımcıların pay piyasası üzerindeki etkilerinin analizi Model 2 kapsamında Tablo 13 üzerinde görülmektedir. Model kapsamında bulunan bağımsız değişkenler pay getirilerinde yaşanan değişimin %6.69'luk kısmını açıklamaktadır. Buna göre, yabancı kurumsal yatırımcılar ve yabancı fonlar tarafından gerçekleştirilen alımlar getiriyi pozitif ve anlamlı olarak etkilemektedir. Ancak bireysel nitelikteki yabancı yatırımcıların alışları istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan, tüm yabancı yatırımcı tipine ait satışlar istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte, tüzel yatırımcı ve fon satışları pay getirisini negatif olarak etkilerken yabancı bireysel yatırımcıların gerçekleştirdiği satışlar getiriyi pozitif olarak etkilemektedir. Bu durum yabancı bireysel yatırımcıların gerek kurumsal yatırımcılar gerekse fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin tersi yönde hareket ettikleri şeklinde yorumlanabilmektedir. Genel olarak bakıldığı zaman yabancı yatırımlarının büyük çoğunluğunun kurumsal yatırımcılar ve fonlar tarafından gerçekleştirildiği şüphesiz bellidir. Alım yönündeki işlemlerde yabancı kurumsal yatırımcıların getiri üzerindeki etkisi fon alımlarına göre daha büyükken, bu durumun satış yönünde tersine döndüğü

görülmektedir. Daha çok, kısa vadede spekülatif amaçlı işlemler yapan yabancı kurumsal yatırımcıların ani ve yüklü miktarlarla yaptıkları alımlar, bunlara kıyasla daha orta ve uzun vadede yatırım hedefi bulunan fonların alımlarına göre getiri üzerinde daha fazla etkiye sahiptir. Bu durum küçük bir farkla da olsa, satışları yabancı kurumsal yatırımcıların satışlarına göre daha fazla etkili olan fonların, alış işlemlerine nazaran daha yüklü ve blok şeklinde mal satış işlemleri gerçekleştirdiğini göstermektedir. Ortak faktörlerin getiri üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlılığını korumakla birlikte, söz konusu etkilerinin Model 1' dekine paralel olduğu görülmektedir.

3.5.1.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular

Yabancı yatırımcıların menkul kıymet borsaları üzerinde alım ve satım yönlü işlemleri gün gün farklılık göstermektedir. Bu durum hem işlemlerin boyutu ve miktarına hem de söz konusu işlemlerin gerçekleştirildiği firmalara göre değişmektedir. Günlük olarak gerçekleştirilen yatırımlarda söz konusu bu farklılaşmanın çeşitli sebepleri bulunmakla birlikte, temel olarak yüklü miktarlarda ve daha spekülatif nitelikte olmalarından dolayı bu yatırımlar firmaların büyüklüğüne, fiili dolaşımda bulunan pay senedi lot miktarına, günlük olarak gerçekleşen işlem hacmine ve bulundukları pazara bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Bu durum ilgili yabancı yatırımlarının etkisinin firmalara göre de değişebileceğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle, taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği, detayları açıklanan firma gruplarına göre hem toplam yabancı hem de yatırımcı tipi özelinde analiz edilmiştir.

Yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı gün sayısına göre firmalar dört gruba ayrılmış olup, Grup 1 den Grup 4'e doğru gittikçe yabancı işlem sıklığı gün bazında azalmaktadır. Oluşturulan bu grupların her biri için taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği ve yabancı yatırımcı işlemlerinin etkilerine yönelik analiz sonuçları Tablo 14'te yer almaktadır. Öncelikli olarak dört grup bazında gerçekleştirilen analiz kapsamında bulunan açıklayıcı değişkenler istatistiki olarak anlamlıdır ancak bağımlı değişken olan pay getirisindeki değişimi açıklama gücünü gösteren R^2 değeri Grup 1' de en yüksek, Grup 2 ve Grup 3'te düşerek Grup 4'te en düşük seviyededir. Her bir grup özelinde, pay getirileri üzerindeki toplam yabancı yatırımcı alışlarının etkileri pozitif, satışlarının etkileri ise negatiftir. Aynı şekilde satış işlemlerinin etkilerinin alışlara kıyasla daha fazla olduğu görülmektedir. Elde edilen bu bulgular piyasa geneli için ulaşılan sonuçlarla benzerlik göstermektedir.

Tablo 14. Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Gruplara Göre)

R	*Grup 1*		*Grup 2*		*Grup 3*		*Grup 4*	
	SEM	***FM***	***SEM***	***FM***	***REM***	***FM***	***REM***	***FM***
C	0.0056***	0.0033***	0.0029***	0.0026***	0.0020***	0.0020***	0.0017***	0.0018***
TYAO	0.0402***	0.0421***	0.0304***	0.0307***	0.0409***	0.0406***	0.0365***	0.0373***
TYSO	-0.0544***	-0.0480***	-0.0409***	-0.0370***	-0.0468***	-0.0442***	-0.0400***	-0.0393***
KUR		-0.0714***		-0.0911***		-0.0979***		-0.0775***
FAİZ		-0.0470***		-0.0541***		-0.0518***		-0.0502***
CDS		-0.1401***		-0.1292***		-0.1276***		-0.1117***
VIX		-0.0084***		-0.0098***		-0.0072***		-0.0066***
MSCI		0.2192***		0.2098***		0.2102***		0.1836***
R^2	0.0884	0.1516	0.0203	0.0675	0.0130	0.0527	0.0044	0.0306
N	68	68	68	68	68	68	67	67
Lm					278866***		133902***	
F	10.23***		1.81***		0.65		0.43	
Ha	646.24***		86.05***					

Not: SEM: Sabit Etkiler Modeli, REM: Rassal Etkiler Modeli, FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. *F* bireysel sabit etkilerin F-testidir ve LM bireysel rassal etkilerin LM-testidir. *Ha*, Hausman, bireysel rassal etkiler ile bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) SEM, REM ve FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Diğer yandan ortak faktörlerin pay senedi getirileri üzerindeki etkilerinin yönü her bir grup özelinde aynı yöndedir. Piyasa geneli kapsamında ulaşılan sonuçlara paralel olarak, KUR, FAİZ, CDS ve VIX pay senedi getirilerini negatif olarak etkilerken, MSCI pay getirilerini pozitif olarak etkilemektedir. Ancak buradaki farklılık döviz kurunun Grup 1 özelindeki firma getirilerine olan etkisi diğer gruplara göre daha düşüktür. Grup 3'te bulunan firmaların pay getirilerinin döviz kuruna karşı hassasiyetinin en fazla olduğu ve bu durumun Grup 1'den Grup 4 e doğru gittikçe firma büyüklüğünün azalmasının yanı sıra sahip oldukları döviz varlıklarından kaynaklı olabileceğini belirtmek gerekmektedir. Grup 1' de bulunan firmaların pay getirilerinin yine tahvil verimindeki değişime olan hassasiyetinin diğer gruptaki firmalara göre daha az olduğu buna karşın ülke risk primi CDS' teki değişime karşı daha hassas oldukları görülmektedir. Buna paralel olarak gelişmekte olan piyasalardaki değişime karşı en çok etkileşim Grup 1' de yer alan firmaların getirileri üzerinde gerçekleşmektedir. Hem CDS hem de MSCI endeksine karşı en fazla duyarlılığın yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı firmaların bulunduğu Grup 1'de olması hem ülke riskinin hem de küresel piyasalarda aynı kategoride bulunulan borsalardaki seyrin yabancı yatırımcı işlemleri tarafından en çok bu grup firmaların pay getirilerine yansıdığı şeklinde açıklamak mümkündür.

Yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı gün sayısına göre oluşturulan gruplar üzerinde taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği, yatırımcı tipine göre sınıflandırılan yabancı yatırımcıların işlemlerine yönelikte incelenmiş ve elde edilen analiz sonuçları Tablo 15 üzerinde gösterilmiştir. Kurumsal yatırımcı ve fonlara ait alış ve satış işlemleri oluşturulan tüm gruplardaki firma getirileri üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkiye sahipken, bireysel türdeki yabancı yatırımcıların alış işlemleri Grup 2, 3 ve 4' te, satış işlemleri ise Grup 2'de bulunan firma getirileri üzerinde anlamlı etkiye sahip değildir.

Tablo 15. Yatırımcı Tipine Göre Taban Genişlemesi Hipotezine İlişkin Model Sonuçları (Gruplara Göre)

R	***Grup 1***		***Grup 2***		***Grup 3***		***Grup 4***	
	SEM	***FM***	***SEM***	***FM***	***REM***	***FM***	***REM***	***FM***
C	0.0057***	0.0034***	0.0029***	0.0026***	0.0002***	0.0020***	0.0017***	0.0018***
YBAO	-0.0202***	-0.0196***	0.0088*	0.0064	0.00007	-0.0019	0.0048	0.0047
YKAO	0.0404***	0.0427***	0.0307***	0.0316***	0.0441***	0.0445***	0.0437***	0.0451***
YFAO	0.0395***	0.0396***	0.0275***	0.0267***	0.0334***	0.0304***	0.0315***	0.0304***
YBSO	-0.0146***	-0.0141***	-0.0058	-0.0047	0.0199***	0.0186***	0.0100***	0.0099***
YKSO	-0.0542***	-0.0478***	-0.0401***	-0.0367***	-0.0494***	-0.0474***	-0.0472***	-0.0472***
YFSO	-0.0563***	-0.0502***	-0.0496***	-0.0440***	-0.0515***	-0.0482***	-0.0646***	-0.0603***
KUR		-0.0721***		-0.0915***		-0.0984***		-0.0774***
FAİZ		-0.0470***		-0.0541***		-0.0518***		-0.0502***
CDS		-0.1401***		-0.1292***		-0.1274***		-0.1115***
VIX		-0.0084***		-0.0098***		-0.0072***		-0.0065***
MSCI		0.2188***		0.2098***		0.2106***		0.1845***
R^2	0.0892	0.1524	0.0209	0.0680	0.0140	0.0536	0.0057	0.0319
N	68	68	68	68	68	68	67	67
Lm					278567***		133729***	
F	10.17***		1.99***		0.79		0.46	
Ha	645.66***		101.30***					

Not: SEM: Sabit Etkiler Modeli, REM: Rassal Etkiler Modeli, FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. *F* bireysel sabit etkilerin F-testidir ve LM bireysel rassal etkilerin LM-testidir. *Ha*, Hausman, bireysel rassal etkiler ile bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) SEM, REM ve FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Piyasa genelinde olduğu gibi, yine tüzel yatırımcı ve fonların alışları firma pay senedi getirileri üzerinde pozitif, satışları ise negatif etkiye sahipken, kurumsal yatırımcılara ait alış işlemleri fon alışlarına, fonlara ait satışlar da kurumsal nitelikteki yatırımcı satışlarına göre daha yüksek etkiye sahiptir. Ancak bu durum bireysel yatırımcılar özelinde farklılık göstermekte olup, Grup 1'deki firmaların pay getirileri üzerinde yabancı bireysel alışları ve satışları negatif, Grup 3 ve Grup 4 bünyesinde

bulunan firmaların pay getirileri üzerinde yine bu yatırımcıların satış işlemlerinin pozitif ve anlamlı etkisi bulunmaktadır. Söz konusu bu durum yabancı bireysel yatırımcıların görece daha küçük miktardaki portföyleri ile yaptıkları yatırımlarda piyasa genelini oluşturan kurumsal ve fon türündeki yatırımcılara göre ters yönde yatırım davranışı sergilediğini göstermektedir.

Bir diğer husus, firmaların piyasadaki pay senetlerinin getirileri üzerinde finansal gösterge niteliğindeki ortak faktörlerin etkilerinin toplam yatırımcı kapsamında ulaşılan sonuçlara paralel olarak, KUR, FAİZ, CDS ve VIX özelindeki artışlar pay getirilerini negatif, MSCI' da yaşanan yükselişler ise pay senedi getirilerini pozitif olarak etkilemektedir. Yine döviz kuru ve tahvil veriminde yaşanan yükselişlerin Grup 1'deki firmaların pay getirileri üzerindeki olumsuz etkilerinin diğerlerininkine göre daha az olmasının nedeninin, görece firma büyüklüğü ve sahip oldukları daha profesyonel ve kurumsal yönetim neticesinde kullandıkları çeşitli finansal ve türev enstrümanlar sayesinde ilgili risklerini daha yüksek oranda hedge etmelerinden kaynaklı olabileceğini de söylemek mümkündür. Ancak buna karşın, yaşanan çeşitli gelişmeler neticesinde hem CDS' te hem de MSCI' da meydana gelen olumlu ve olumsuz değişime karşı daha hassas oldukları da görülmektedir.

3.5.2. Fiyat Baskısı Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular

Yabancı sermaye hareketlerinin finansal piyasalar üzerindeki etkilerinden bir diğeri de fiyat baskısıdır. Warther (1995), özellikle gelişmekte olan piyasalardaki yapının sığ ve daha az düzeyde likit olmasının fiyatlarda yapay bir artış meydana getirdiğini öne sürmüştür. Pay senetlerinin sahip olduğu temel değerlerinin yanında özellikle kısa vadeli olarak oluşan spekülatif işlemlerde, firmalardaki yatırımcı sahiplik oranlarının seviyesi, firmanın büyüklüğü, pay nezdinde gerçekleşen günlük işlem hacminin büyüklüğü ve piyasada işlem gören lot miktarı gibi kriterler de yabancı yatırımlarının fiyatlara olan etkilerinde önemli rol oynamaktadır.

Piyasanın likidite eksikliği göz önüne alındığında yabancı sermaye girişiyle yaşanan mevcut likiditedeki artışla birlikte, piyasadaki diğer işlemlere kıyasla büyük ölçekteki yabancı alımları pay fiyatlarının yükselmesini sağlarken, yabancı satışları ise pay fiyatları üzerinde baskı oluşturarak düşmesine neden olmaktadır. Söz konusu bu etki, pay getirilerinin eş zamanlı yabancı sermaye akımları ile pozitif, gecikmeli sermaye akımları ile negatif ilişkili olduğunu varsaymaktadır (Kumar ve Puja, 2014: 3). Bu

kapsamda, BİST'te gerçekleştirilen günlük yabancı yatırımcı işlemleri her bir firma düzeyinde ayrı ayrı ele alınarak Türkiye piyasasında fiyat baskısı hipotezinin geçerliliği test edilmiştir. Analiz kapsamında elde edilen sonuçlar Tablo 16'da yer almaktadır.

Tablo 16. Fiyat Baskısı Hipotezine İlişkin Model Sonuçları

	Model 1		***Model 2***		***Model 3***		***Model 4***	
R	***Toplam Yabancı***		***Yabancı Bireysel***		***Yabancı Kurumsal***		***Yabancı Fon***	
	HEKK	***FM***	***REM***	***FM***	***HEKK***	***FM***	***REM***	***FM***
C	0.0016***	0.0017***	0.0015***	0.0017***	0.0015***	0.0017***	0.0015***	0.0017***
$\mathbf{NAO_t}$	0.0466***	0.0449***	-0.0100***	-0.0103***	0.0445***	0.0434***	0.0390***	0.0361***
$\mathbf{NAO_{t-1}}$	-0.0027***	-0.0027***	-0.0006	-0.0004	-0.0030***	-0.0032***	-0.0025***	-0.0020***
$\mathbf{NAO_{t-2}}$	-0.0034***	-0.0032***	0.0026	0.0027	-0.0036***	-0.0035***	-0.0021***	-0.0019***
$\mathbf{NAO_{t-3}}$	-0.0028***	-0.0029***	0.0004	0.0003	-0.0031***	-0.0032***	-0.0011*	-0.0010*
$\mathbf{NAO_{t-4}}$	-0.0028***	-0.0025***	0.0003	-0.0003	-0.0022***	-0.0022***	-0.0035***	-0.0024***
$\mathbf{NAO_{t-5}}$	-0.0026***	-0.0023***	0.0015	0.0011	-0.0026***	-0.0022***	-0.0023***	-0.0021***
$\mathbf{NAO_{t-6}}$	-0.0012***	-0.0013***	-0.0019	-0.0013	-0.0012***	-0.0011***	-0.00002	-0.0007
$\mathbf{NAO_{t-7}}$	-0.0013***	-0.0012***	-0.0016	-0.0013	-0.0011***	-0.0009**	-0.0010*	-0.0011*
$\mathbf{NAO_{t-8}}$	-0.0012***	-0.0011***	-0.0001	-0.00001	-0.0013***	-0.0012***	-0.0003	-0.0004
$\mathbf{NAO_{t-9}}$	-0.0015***	-0.0012***	0.0036*	0.0036**	-0.0015***	-0.0013***	-0.0014**	-0.0008
$\mathbf{NAO_{t-10}}$	-0.0005	-0.0003	-0.0008	-0.0011	-0.0004	-0.0002	-0.0007	-0.0007
KUR		-0.0864***		-0.0849***		-0.0863***		-0.0850***
FAİZ		-0.0515***		-0.0514***		-0.0508***		-0.0519***
CDS		-0.1267***		-0.1280***		-0.1273***		-0.1276***
VIX		-0.0080***		-0.0083***		-0.0083***		-0.0081***
MSCI		0.2055***		0.2203***		0.2128***		0.2147***
R2	0.0249	0.0668	0.00005	0.0439	0.0180	0.0609	0.0052	0.0483
N	271	271	271	271	271	271	271	271
Lm			439271***				433420***	
F	0.57		0.48		0.52		0.51	
Ha	30.23***		15.25		17.71*		12.91	

Not: HEKK: Havuzlanmış EKK, REM: Rassal Etkiler Modeli, FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. *F* bireysel sabit etkilerin F-testidir ve LM bireysel rassal etkilerin LM-testidir. *Ha*, Hausman, bireysel rassal etkiler ile bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) HEKK, REM ve FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir.

Toplam yabancı yatırımcılar tarafından günlük olarak gerçekleştirilen net alış işlemlerinin pay getirileri üzerindeki etkileri Model 1' de görülmektedir. Buna göre, yabancı yatırımcılar tarafından eş zamanlı ve geriye dönük 9 gün öncesine kadar gerçekleştirilen net alış işlemleri pay senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. Yabancı yatırımcıların aynı gün içerisindeki net alımları pay getirilerini

pozitif olarak etkilerken, 9 işlem günü öncesine kadar gerçekleştirmiş oldukları net alım işlemleri ise pay getirilerini negatif olarak etkilemektedir. Elde edilen bu sonuçlar, fiyat baskısı hipotezinin geçerliliğini destekler niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, BİST Pay Piyasası'nda işlem gören firmaların pay senetlerinde yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş oldukları işlemlerin, ilgili payların getirileri üzerinde 10 işlem gününe kadar fiyat baskısı oluşturduğunu göstermektedir.

Söz konusu fiyat baskısının varlığı yabancı yatırımcı türüne göre de ele alınmış olup elde edilen sonuçlar bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ve fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlere göre sırasıyla Model 2, Model 3 ve Model 4 üzerinde yer almaktadır. Model 2 üzerinde görüldüğü gibi yabancı bireysel yatırımcılar tarafından eş zamanlı olarak gerçekleştirilen net alışların firma pay senedi getirileri üzerinde negatif etkisi bulunurken, önceki günlerdeki net alış işlemleri dokuzuncu gün hariç anlamlı değildir. Bu durum yabancı bireysel yatırımcıların fiyat baskısı oluşturmadığını ve piyasa genelinin aksini takip ederek fiyatı düşen pay senedinde alıcı olduklarını göstermektedir.

Hem kurumsal yatırımcılar hem de fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin toplam işlemlerin çoğunluğunu oluşturduğu göz önüne alındığında, Model 3 ve Model 4 üzerindeki sonuçlardan görüldüğü gibi hem kurumsal yabancı yatırımcıların hem de fonların fiyat baskısı oluşturduğu görülmektedir. Daha çok yüklü miktarlarla spekülatif işlemler gerçekleştiren kurumsal yatırımcılar, piyasa genelini domine etmeleri nedeniyle de eş zamanlı olarak pay getirilerini pozitif, geçmiş 9 iş gününe kadar ki net alış işlemleri ile negatif olarak etkilemektedir. Bu sonuçlar piyasa geneli için toplam yatırımcı bazında elde edilen sonuçlar ile paralellik göstermektedir. Bu durumun sebebi daha önce de belirtildiği gibi kurumsal yatırımcıların toplam içerisindeki payının daha fazla olmasıdır.

Öte yandan ilgili durum yabancı fonlar tarafından gerçekleştirilen net alış işlemleri için ele alındığında, yine fiyat baskısının varlığını destekler nitelikte bulguların elde edildiği Model 4 üzerinde görülmektedir. Ancak bu durum kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen fiyat baskısına kıyasla daha kısa sürmekte ve 6 güne kadar gerçekleşmektedir. Daha açık bir şekilde, fonların aynı gün içerisindeki net alışları pay getirilerini pozitif olarak, 5 iş günü öncesine kadar ki net alışları ise negatif olarak etkilemektedir. Elde edilen bu bulgular piyasa genelindeki işlemlerin toplam yatırımcı özelinde analiz edilmesinin yanında gerçekleşen her bir işlemin farklı yatırımcı türleri boyutunda da ele alınmasının önemini ortaya koymaktadır.

FM kapsamında modellere dahil edilen ortak faktörlerin de pay getirisi üzerindeki etkileri istatistiki olarak anlamlı ve birbiriyle benzerlik göstermektedir. Buna göre, pay getirileri üzerinde KUR, FAİZ, CDS ve VIX negatif ve MSCI ise pozitif olarak etkiye sahiptir. Bu durum döviz kurunda, tahvil veriminde, ülke risk primi göstergelerinden CDS priminde ve küresel korku ve risk algısının göstergesi olan VIX'te yaşanan artışın pay fiyatları üzerinde baskı oluşturduğu ve getiriyi olumsuz yönde etkilediğinin göstergesidir. Buna ek olarak, gelişmekte olan ülke borsalarında yaşanan küresel boyuttaki fiyat hareketlerini temsilen MSCI üzerinde meydana gelen değişimler de BİST yatırımcısını etkileyerek pay getirileri üzerinde pozitif yönde etkiye sahiptir.

3.5.2.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular

Sermaye piyasaları üzerinde gerçekleştirilen işlemler hem günden güne hem de yatırımcıdan yatırımcıya finansal ürünler bazında değişiklik göstermektedir. Söz konusu bu durum pay piyasalarında gerçekleştirilen alışlar ve satışlarda da geçerli olmakla birlikte, yatırımcı gruplarının ilgili firmalar özelindeki işlemlerine göre de farklılaşmaktadır. Bu durum göz önüne alınarak, yabancı yatırımcı gruplarının net pay alım işlemlerinin oluşturduğu fiyat baskısının firmalara göre değişip değişmediğini ortaya koymak amacıyla oluşturulan gruplara göre de fiyat baskısı hipotezinin geçerliliği analiz edilmiştir.

Bir önceki bölümde toplam örneklem üzerinden yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular söz konusu fiyat baskısının genel olarak yabancı kurumsal yatırımcılar ve fonlar tarafından meydana geldiğini göstermektedir. Bu kapsamda yabancı yatırımcıların işlemlerinin en çok olduğu gün sayısına göre gruplandırılan firmalar tüzel yatırımcı ve fonlar özelinde ele alınmış ve elde edilen analiz bulguları Tablo 17'de gösterilmiştir. Kurumsal yatırımcı ve fonlara ait net alış işlemlerinin etkilerinin gruplar bazında bulunan firmalara göre göstermiş olduğu farklılığı ortaya koymak ve karşılaştırma yapabilmek amacıyla gruplar özelindeki analiz bulguları yan yana verilmiştir.

Hem kurumsal yatırımcı hem de fonlar tarafından Grup 1'deki firmaların pay getirilerine yönelik gerçekleştirilen etkiye ilişkin elde edilen bulgular, tüm firma örneklemi üzerinden elde edilen bulgularla benzerlik göstermektedir. Bu durum, grupta yer alan firmaların çoğunluğunun yıldız pazar bünyesinde bulunan hem yüksek piyasa değerine sahip hem de günlük olarak yüksek bazda toplam işlem hacminin gerçekleştiği şirketlerden oluşmasından dolayıdır. Buna göre, yabancı kurumsal yatırımcıların net alış

işlemleri 10 işlem gününe kadar, yabancı fonların net alış işlemleri ise 6 işlem gününe kadar Grup 1'deki şirketlerin pay getirileri üzerinde baskı oluşturmaktadır. Ancak söz konusu bu baskı Grup 2, 3 ve 4'te yer alan şirketler üzerinde farklılaşmaktadır.

Tablo 17. Fiyat Baskısı Hipotezinin Yatırımcı Tipine Göre Değerlendirilmesine İlişkin Model Sonuçları

	Grup 1		***Grup 2***		***Grup 3***		***Grup 4***	
R	***Kurumsal***	***Fon***	***Kurumsal***	***Fon***	***Kurumsal***	***Fon***	***Kurumsal***	***Fon***
	FM	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***
C	0.0015***	0.0015***	0.0018***	0.0018***	0.0017***	0.0018***	0.0018***	0.0018***
$\mathbf{NAO_t}$	0.0448***	0.0334***	0.0365***	0.0353***	0.0479***	0.0439***	0.0487***	0.0509***
$\mathbf{NAO_{t-1}}$	-0.0065***	-0.0044***	-0.0015**	0.0004	0.0032***	0.0016	0.0077***	0.0050
$\mathbf{NAO_{t-2}}$	-0.0046***	-0.0017***	-0.0018**	-0.0025**	-0.0019*	-0.0028	-0.0012	-0.00005
$\mathbf{NAO_{t-3}}$	-0.0036***	-0.0016**	-0.0026***	0.0005	-0.0017	-0.0006	-0.0050***	-0.0050
$\mathbf{NAO_{t-4}}$	-0.0020***	-0.0011*	-0.0019***	-0.0043***	-0.0024**	-0.0052***	-0.0059***	-0.0006
$\mathbf{NAO_{t-5}}$	-0.0012***	-0.0026***	-0.0031***	-0.0019*	-0.0042*	-0.0003	-0.0048***	-0.0015
$\mathbf{NAO_{t-6}}$	-0.0014***	-0.0003	-0.0009	-0.0011	-0.0007	-0.0008	-0.0002	-0.0049
$\mathbf{NAO_{t-7}}$	-0.0015***	-0.0011	-0.0005	-0.0020*	-0.0007	-0.0013	0.0012	0.0060
$\mathbf{NAO_{t-8}}$	-0.0013***	-0.0014**	-0.0011	0.0001	-0.0015	0.0021	-0.0010	0.0042
$\mathbf{NAO_{t-9}}$	-0.0013***	-0.0006	-0.0014*	-0.0001	-0.0005	-0.0033*	-0.0045***	0.0002
$\mathbf{NAO_{t-10}}$	-0.0005	-0.0008	-0.0009	-0.0013	-0.0009	0.0005	-0.0019	0.0017
KUR	-0.0712***	-0.0701***	-0.0947***	-0.0918***	-0.1007***	-0.0994***	-0.0794***	-0.0786***
FAİZ	-0.0471***	-0.0492***	-0.0542***	-0.0553***	-0.0516***	-0.0530***	-0.0501***	-0.0503***
CDS	-0.1420***	-0.1426***	-0.1293***	-0.1300***	-0.1268***	-0.1267***	-0.1106***	-0.1107***
VIX	-0.0090***	-0.0081***	-0.0101***	-0.0099***	-0.0074***	-0.0076***	-0.0066***	-0.0067***
MSCI	0.2336***	0.2499***	0.2172***	0.2140***	0.2154***	0.2111***	0.1866***	0.1825***
R2	0.1315	0.0864	0.0625	0.0547	0.0504	0.0440	0.0311	0.0273
N	68	68	68	68	68	68	67	67

Not: FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir

Grup 2' de yer alan şirketlerin getirileri üzerinde yabancı kurumsal yatırımcıların oluşturmuş olduğu fiyat baskısı devam etmekte olup, söz konusu baskının süresi birinci grupta yer alan firmalara kıyasla azalarak 5 işlem gününe düşmektedir. Ancak ilgili fiyat baskısı hipotezinin Grup 3 ve Grup 4'ye yer alan şirketlerin getirileri üzerinde geçerli olmadığı görülmektedir. Aksine kurumsal yatırımcıların aynı gün ve bir önceki işlem gününde yapmış oldukları net alımları, görece daha düşük piyasa değerine ve sığ fiyat kademelerine sahip olan bu iki gruptaki şirketlerin getirileri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların piyasadaki fiyat hareketlerini yakından takip

ettiğini, iki gün olan takas süresini de göz önüne alarak spekülatif olarak gerçekleştirdikleri net alım yönündeki işlemlerle fiyat etkisi oluşturarak pay getirilerini de pozitif yönde etkilediklerini ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan Grup 2 bünyesindeki şirketlerin pay getirileri üzerinde yabancı fonların eş zamanlı net alımları pozitif etkiye sahipken, geçmiş günlerdeki net alımlarının ise sürekli olarak devam eden bir fiyat baskısı oluşturmadığı görülmektedir. Aynı zamanda yabancı fonların net alışlarının Grup 3 ve Grup 4'ye yer alan firmaların pay getirileri üzerinde de sadece eş zamanlı olarak pozitif etkiye sahip olduğu, önceki günlerde gerçekleştirmiş oldukları net alışların ise ya anlamsız olduğu ya da söz konusu şekilde süregelen bir fiyat baskısını destekler düzeyde olmadığını belirtmek gerekmektedir. Elde edilen bu bulgular piyasa genelindeki işlemlerin analiz edilmesi kadar, farklı yatırımcı gruplarının yatırım işlemlerinin şirket düzeyinde de ele alınmasının önemini ve gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Şirket grupları bazında oluşturulan modellerde yer alan ortak faktörlerin pay getirileri üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı ve birbiriyle benzerlik göstermektedir. Bu kapsamda KUR, FAİZ, CDS ve VIX'te meydana gelen yükselişler şirketlerin pay getirilerini negatif yönde, düşüşler ise pozitif yönde etkilemektedir. Bu durum MSCI için tersi yönde olup, endekste yaşanan yükselişler şirket pay senedi getirilerini pozitif yönde etkilerken düşüşler de negatif olarak etkilemektedir.

3.5.3. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezinin Test Edilmesine Yönelik Bulgular

Yabancı portföy yatırımlarının pay piyasaları üzerindeki etkilerinin belirlenmesinde yatırımcıların davranışları ve piyasalara olan duyarlılığı önem arz etmektedir. Yabancı yatırımcıların piyasalara aktif olarak katılımı piyasaları daha çekici hale getirmekte ve yerel yatırımcıların beklentilerini ve duyarlılıklarını etkileyerek piyasaya olan ilgilerinin artmasına ve piyasada daha fazla işlem faaliyetlerinde bulunmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcıların gelişen ülke piyasalarından olan BİST'teki piyasa trendi ve fiyat hareketlerine karşı sergilediği duyarlılık ve yatırım davranışı şekli geri bildirime dayalı işlem hipotezi kapsamında test edilmiştir. Analize ilişkin elde edilen bulgular Tablo 18'de yer almaktadır.

Tablo 18. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezine İlişkin Model Sonuçları

	Model 1		*Model 2*		*Model 3*		*Model 4*	
NAO	***Toplam Yabancı***		***Yabancı Bireysel***		***Yabancı Kurumsal***		***Yabancı Fon***	
	REM	***FM***	***REM***	***FM***	***REM***	***FM***	***REM***	***FM***
C	-0.0036***	-0.0038***	.00003	.00003***	-0.0024***	-0.0025***	-0.0013***	-0.0013***
$\mathbf{R_t}$	0.5462***	0.5491***	-0.0036***	-0.0039***	0.4137***	0.4204***	0.1362***	0.1328***
$\mathbf{R_{t-1}}$	-0.0552***	-0.0562***	-0.0019***	-0.0020***	-0.0488***	-0.0493***	-0.0043**	-0.0048**
$\mathbf{R_{t-2}}$	0.0678***	0.0675***	-0.0005	-0.0005	0.0537***	0.0541***	0.0147***	0.0140***
$\mathbf{R_{t-3}}$	0.0556***	0.0537***	-0.0008	-0.0009	0.0408***	0.0396***	0.0157***	0.0150***
$\mathbf{R_{t-4}}$	0.0568***	0.0567***	-0.0003	-0.0003	0.0400***	0.0398***	0.0165***	0.0167***
$\mathbf{R_{t-5}}$	0.0359***	0.0361***	-0.0015**	-0.0016**	0.0278***	0.0282***	0.0095***	0.0093***
KUR		0.0850***		.00002		0.0729***		0.0124*
FAİZ		0.0270***		0.0002		0.0041		0.0228***
CDS		0.0368***		-0.0008		0.0326***		0.0049*
VIX		0.0003		0.0002		0.0048***		-0.0047***
MSCI		0.2011***		0.0048**		0.0787***		0.1183***
R2	0.0258	0.0302	0.00007	0.0013	0.0186	0.0227	0.0054	0.0077
N	271	271	271	271	271	271	271	271
F	12.37***		3.60***		11.71***		5.52***	
Ha	18.99		21.86		17.50		24.59	

Not: REM: Rassal Etkiler Modeli, FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. *F* bireysel sabit etkilerin F-testidir. Ha, Hausman, bireysel rassal etkiler ile bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) REM ve FM için kullanılmıştır. NAO: Net Alış Oranını, *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir

Model 1 üzerinde, şirketlerin günlük olarak gerçekleşen pay senedi getirilerinin toplam net yabancı alışları üzerindeki etkileri görülmektedir. Elde edilen sonuçlar istatistiki olarak anlamlı olmakla birlikte, BİST'te işlem gören şirketlere ilişkin gün gün gerçekleşen getiriler yabancı yatırımcıların net alımları üzerinde farklı etkiye sahiptir. Elde edilen bulgulardan Model 1'de görüldüğü üzere, bir önceki işlem gününde gerçekleşen pay getirisi yabancı yatırımcıların net alışlarını negatif olarak etkilerken, aynı gün ve iki önceki işlem gününden itibaren geriye dönük olarak gerçekleşen günlük pay getirileri ilgili yabancı alışlarını pozitif olarak etkilemektedir. İlgili analiz kapsamında geriye dönük olarak ele alınan periyot uzatıldığında, pay senetlerinin geçmiş getirilerinin net yabancı alımları üzerindeki söz konusu bu etkisinin iki önceki işlem gününden 19'uncu işlem günü öncesine kadar pozitif olarak devam ettiği görülmektedir. Elde edilen bu bulgular, BİST'te geri bildirime dayalı işlem hipotezinin yabancı yatırımcıların işlemleri kapsamında geçerli olmadığını göstermektedir. Yani yabancı yatırımcıların

işlemlerini fiyatı yükselen pay senedini alıp, fiyatı düşeni ise satarak getiri peşinde piyasanın genelini takip ederek yapmadığını ifade etmektedir.

Söz konusu yatırımcı davranışı, yabancı yatırımcıların sahip oldukları bilgi birikimi ve küresel boyuttaki piyasa hakimiyetleri sayesinde hem global ekonomik konjonktürü hem de yerel piyasayı yani şirketlerin pay senetlerinin fiyat hareketlerini yakından takip ettiğini ve yatırımlarını buna göre yaptığını ortaya koymaktadır. Özellikle 19'uncu işlem gününe kadar geriye dönük olarak gerçekleşmiş pay getirilerinin bir önceki işlem gününe kadar yabancı net alımlarını pozitif olarak etkilemesi, yabancı yatırımcıların piyasayı takip ederek piyasanın sergilediği trend yönünde yatırım yaptığını gösterirken, bir önceki işlem gününde bu etkinin tersine dönmesi aslında yabancı yatırımcıların mevcut piyasa trendine paralel olarak fiyat hareketlerinin devam edeceği beklentisi altında düzeltme hareketi kapsamında fiyatı düşen pay senedini alıp, fiyatı yükselmiş olan pay senedini satarak kâr realizasyonu ya da portföy düzenlemesi yaptığını ifade etmektedir. Aynı işlem günündeki getirinin pozitif olarak etkisi, yabancı yatırımcıların bir önceki gün almış oldukları yatırım pozisyonlarını devam eden piyasa trendi kapsamında sürdürdükleri gerçeğini ortaya koymaktadır.

Mevcut yatırımcı davranışı, yatırımcı türüne göre bireysel, kurumsal ve fon ayrımına göre de ele alınarak analiz edilmiş ve elde edilen bulgular sırasıyla Tablo 18 üzerindeki Model 2, Model 3 ve Model 4'te gösterilmiştir. Buna göre Model 3 ve Model 4 üzerinde yabancı kurumsal yatırımcıların ve yabancı fonların yatırımlarında pay getirilerine karşı sergilemiş oldukları davranışın, Model 1 kapsamındaki toplam yabancı yatırımcı özelinde elde edilen bulgulara benzer olduğu görülmektedir. Bu durum daha önce de açıklandığı gibi, yabancı fonların ve kurumsal yatırımcıların işlemlerinin toplam işlem payının neredeyse tamamına yakınını oluşturmasından kaynaklıdır. Model 1 kapsamında ele alınan yatırımcı davranışı aslında ağırlıklı olarak yabancı fonlar ve kurumsal yatırımcılar tarafından sergilenmektedir. Söz konusu bu durumu, Model 2 kapsamında yabancı bireysel yatırımcılar için elde edilen bulgular desteklemektedir. Bu doğrultuda, bireysel türdeki yabancı yatırımcıların net alış işlemleri üzerinde aynı gün ve bir önceki güne ait pay senedi getirisi negatif etkiye sahiptir. Söz konusu bulgular, bireysel yatırımcıların 2 güne kadarki vadede negatif getiri sağlayan yani fiyatı düşen pay senetlerini alıp, fiyatı yükselmiş olanları sattığını göstermektedir.

Öte yandan model de yer alan ortak faktörlerin yabancı yatırımların net alış işlemlerine olan etkileri hem toplam yabancı yatırımcı hem de farklı yatırımcı türü bazında benzer olduğu kadar farklılık da göstermektedir. Buna göre Model 1'de yer alan, geneli ifade eden toplam yabancı yatırımcıların net alımları üzerinde KUR, FAİZ, CDS ve MSCI istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkiye sahiptir. Bu durum, döviz kuru, tahvil verimi, ülke risk priminin göstergelerinden birisi olan CDS priminde ve gelişmekte olan ülke borsalarında yaşanan yükselişin yabancı yatırımcıların BİST'teki net alışlarını olumlu olarak etkilediği anlamına gelmektedir.

Bu makroekonomik değişkenlerin olası etkilerinin daha net görülmesi adına yatırımcı türüne göre ele alındığında, bireysel yabancı yatırımcıların net alışları üzerinde sadece MSCI'nın anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu durum yabancı bireysel yatırımcıların gelişmekte olan piyasalardaki hareketlere paralel olarak BİST'te işlemlerine yön verdiği şeklinde yorumlanabilir. Söz konusu değişkenler hem fonlar hem de tüzel yatırımcılar bazında ele alındığında KUR, CDS ve MSCI her iki grup yatırımcısının net alışları üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ek olarak korku endeksi olan VIX, kurumsal yatırımcıların alışlarını pozitif olarak etkilerken, fonların alışlarını ise negatif olarak etkilemektedir. Bu bulgu, yabancı fonların yatımlarında küresel risk iştahını da göz önünde aldığını ve ona göre ayarladığını gösterirken hem CDS hem de VIX'in kurumsal yatırımcıların alışlarını pozitif etkilemesi, risk artışları esnasında meydana gelen volatilite artışından faydalanarak spekülatif amaçlı olan yatırımlarını artırdıklarını ortaya koymaktadır. Son olarak ise, FAİZ yabancı fonların net alışları üzerinde pozitif etkiye sahiptir.

3.5.3.1. İşlem Günü Sayısına Göre Oluşturulan Gruplara Yönelik Bulgular

Uluslararası yatırımcılar tarafından sergilenen yatırım davranışının pay getirilerine karşı olan hassasiyetinin şirketlere göre de değişiklik gösterebileceği beklenmektedir. Bu durumun temel nedeni, farklı tipteki yatırımcı grubunun yatırımlarında baz aldığı yatırım süresi ve yatırım miktarlarının farklı oluşu ve her bir şirketin pay senedinde farklı yatırım davranışı sergilemesidir. Bu durum göz önüne alınarak, yabancı yatırımcıların net pay alımlarında pay getirilerine karşı sergiledikleri yatırım davranışları işlem günü kıstasına göre oluşturulan şirket grupları bazında yatırımcı tipine göre analiz edilmiştir.

Yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı gün sayısına göre oluşturulan bu grupların her biri için geri bildirime dayalı işlem hipotezinin geçerliliği yatırımcı tipine göre ayrı ayrı ele alınmıştır. Yabancı bireysel yatırımcıların pay getirilerine karşı sergilemiş oldukları yatırım davranışlarının şirket gruplarına göre farklılık göstermemesi ve Tablo 18'teki Model 2 üzerinde gösterilen analiz bulgularıyla benzer olması nedeniyle raporlanmamıştır. Bu doğrultuda yabancı fon ve kurumsal yatırımcıların işlemlerine yönelik elde edilen analiz bulguları Tablo 19'da gösterilmiştir.

Tablo 19. Geri Bildirime Dayalı İşlem Hipotezinin Yatırımcı Tipine Göre Değerlendirilmesine İlişkin Model Sonuçları

	Kurumsal				***Fon***			
NAO	***Grup 1***	***Grup 2***	***Grup 3***	***Grup 4***	***Grup 1***	***Grup 2***	***Grup 3***	***Grup 4***
	FM	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***	***FM***
C	-0.0067***	-0.0035***	-0.0010***	0.0002***	-0.0021***	-0.0016***	-0.0014***	-0.0004***
$\mathbf{R_t}$	1.3941***	0.3785***	0.2185***	0.1035***	0.4003***	0.1454***	0.0821***	0.0220***
$\mathbf{R_{t-1}}$	0.1262***	-0.1004***	-0.0863***	-0.0444***	0.0097	-0.0087*	-0.0026	-0.0030**
$\mathbf{R_{t-2}}$	0.1478***	0.0651***	0.0340***	0.0139***	0.0157**	0.0230***	0.0154***	0.0045***
$\mathbf{R_{t-3}}$	0.1078***	0.0520***	0.0215***	0.0096***	0.0111	0.0257***	0.0186***	0.0060***
$\mathbf{R_{t-4}}$	0.1011***	0.0490***	0.0253***	0.0120***	0.0250***	0.0247***	0.0174***	0.0050***
$\mathbf{R_{t-5}}$	0.0925***	0.0333***	0.0202***	0.0048	0.0175**	0.0121***	0.0111***	0.0039***
KUR	0.1234***	0.1030***	0.0403***	0.0258**	0.0526**	0.0010	-0.0037	0.0033
FAİZ	0.0277**	0.0045	-0.0055	0.0121**	0.0456***	0.0241***	0.0198***	0.0075***
CDS	0.1677***	0.0198**	0.0196***	0.0033	0.0330***	0.0095**	0.0025	-0.0028
VIX	0.0196***	0.0036	-0.0037*	0.0016	-0.0118***	-0.0056***	-0.0010	0.0007
MSCI	0.2035***	0.0476	-0.0288	-0.0655***	0.1476***	0.1647***	0.0932***	0.0240***
R2	0.0646	0.0215	0.0167	0.0115	0.0152	0.0107	0.0068	0.0037
N	68	68	68	67	68	68	68	67

Not: FM: Faktör Modeli ile tahmin edildiğini göstermektedir. Beck ve Katz'ın (1995) panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) FM için kullanılmıştır. *N* gözlem sayısını ve ***(%1), **(%5) ve *(%10) seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı ifade etmektedir

Yabancı kurumsal yatırımcıların net alışlarının Grup 1' de yer alan firmaların günlük olarak gerçekleşen getirilerine karşı pozitif tepki verdiği, diğer bir ifadeyle firmaların geçmiş günlerdeki pay getirilerinin yabancı kurumsal yatırımcıların net alışları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu bu bulgular, kurumsal yabancı yatırımcıların Grup 1 bünyesinde yer alan firmaların paylarında pozitif geri bildirime dayalı şekilde işlem yaptığına ilişkin hipotezi destekler niteliktedir. Daha açık bir ifadeyle, yabancı kurumsal yatırımcılar 10 güne kadar fiyat baskısı oluşturduğu ve en çok işlem yaptığı firmaların pay senetlerini alır ya da satarken paylara ait gerçekleşen getirileri takip etmekte yani getiri peşinde koşmaktadır. Söz konusu bu davranışın yabancı

fonların Grup 1'de yer alan firmaların paylarındaki net alışlarında daha zayıf düzeyde görüldüğü söylenebilir. Elde edilen bu bulgular, yine yatırımcı davranışlarının alım ya da satım yapılan firmalara göre de değiştiğini ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan hem fonlar hem de kurumsal nitelikteki yabancı yatırımcıların diğer gruplarda yer alan şirketlere yönelik yatırım işlemlerinde, geçmiş pay getirilerine karşı sergilemiş oldukları tutum genel model kapsamında olduğu gibidir. Yani piyasa genelini ve şirketlerin pay senedi fiyat hareketlerini yakından takip ettiğini ve yatırımlarını buna göre yaptığını ortaya koymaktadır. Bu durum, ağırlıklı olarak kısa vadeli yatırımlarda bulunan kurumsal yatırımcıların net alımlarında daha güçlü olarak görülürken, yabancı fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde, özellikle Grup 1 ve Grup 3'te görüldüğü gibi, daha zayıf düzeyde görülmektedir. Yine söz konusu bu ayrımın, fonların yatırımlarını daha orta ve uzun vadeli olarak yapmalarından kaynaklandığı şeklinde yorumlanabilmektedir.

Burada ilgi çekici özellikte olan bir diğer husus, ortak faktörlerin yabancı yatırımcıların net alımları üzerindeki etkilerine yönelik elde edilen bulgular özelindedir. Söz konusu bu makroekonomik değişkenlerin uluslararası yatırımcıların yatırımları üzerindeki etkileri, şirketlerin gruplara göre ayrılmasıyla elde edilen bulgularda daha net ortaya çıkmaktadır. Tablo 19 üzerinde görüldüğü gibi, her bir grup özelinde döviz kurunun yabancı kurumsal yatırımcıların net alışları üzerindeki etkisi anlamlı ve pozitiftir. Ancak söz konusu etkileri Grup 1'den Grup 4'e doğru gittikçe azalmaktadır. Aslında bu durum döviz kurunda meydana gelen olası artışlarda, yabancı yatırımcıların daha az işlem yaptıkları ve görece daha küçük ve sığ olan şirket paylarından en fazla işlem yaptıkları daha büyük piyasa değerine sahip ve daha likit olan şirketlerin paylarına yöneldiğini göstermektedir. Bu durum yabancı fonlarda da benzer şekilde olup, döviz kurunun etkisi sadece yabancı fonların Grup 1'deki firmaların paylarına olan net alışları üzerinde pozitif ve anlamlı etkiye sahiptir.

İkinci olarak tahvil verimlerinde meydana gelen artışlar yine yabancı net alışları üzerinde pozitif etkiye sahip olmakla birlikte, bu durum yabancı fonlar özelinde daha belirgin etkiye sahiptir. Olası tahvil faizlerindeki yükselmeyle birlikte fonların daha çok işlem yapılan ve daha büyük ölçekteki firmaların paylarına yönelmeyi tercih ettiği görülmektedir. Söz konusu bu durumun, yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından Grup 1 ve Grup 4 bünyesindeki firmaların paylarında gerçekleştirdikleri net alımlarda da

benzer şekilde olduğu görülmektedir. Benzer etkileşim MSCI endeksinin yabancı yatırımları üzerindeki etkisinde de bulunmaktadır. Gelişmekte olan piyasalardaki olumlu hava sonucunda yaşanan olası bir yükseliş, yabancı fonların BİST'teki net alımlarını da pozitif etkilemekle birlikte, bu durumda fonların portföylerini ağırlıklı olarak Grup 1 ve Grup 2'de yer alan firmalara ait paylardan oluşturduğu ortaya koymaktadır. Keza bu durum yabancı kurumsal yatırımcıların net alımlarında daha baskın şekilde görülmekte olup, MSCI endeksinde yaşanan yükseliş sonrası bundan en fazla faydayı sağlayacak olan Grup 1 firmalarının payları üzerinde alımlarını artırarak, en az etki görecek firmalardan oluşan Grup 4'teki firmaların paylarını satarak portföy düzenlemesi yaptıkları görülmektedir.

Küresel risk algısı olarak ifade edilen VIX endeksinin etkisi ise, yabancı fonların Grup 1 ve Grup 2 firmaları üzerindeki net yatırımlarını negatif şekilde etkilediği görülmektedir. Bu durum fonların yatırım kararlarında izledikleri minimum risk algısının göstergesidir. Buna karşılık, VIX endeksindeki olası bir yükseliş sonucunda yabancı kurumsal yatırımcılar daha küçük ve riskli gördükleri Grup 3' üzerindeki firmaların hisselerini satarken, Grup 1 bünyesinde yer alan büyük ölçekli firmaların pay senetlerini aldıkları görülmektedir. Fonların aksine, bu durum kurumsal yatırımcıların ağırlıklı olarak yüksek riskli spekülatif işlemlerde bulunmasından kaynaklanmaktadır. Son olarak, ülke risk primi göstergesi olan CDS primi hem fonların hem de kurumsal yatırımcıların alımları üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ülke risk primi arttıkça yabancıların pay senedi alımlarının en çok Grup 1' deki bulunan firmaların paylarına doğru olduğu görülmektedir. Aslında bu husus, Grup 1'de bulunan şirketlerin diğerlerine kıyasla daha az riskli olarak kabul edilebileceği ve daha fazla likit olduğunda dolayı yabancıların risklerini göreceli olarak azaltma eğiliminden kaynaklanmaktadır.

SONUÇ

Küreselleşme olgusu beraberinde ülkeler arasındaki sınırların önemini yitirerek ortadan kalkmasına imkân tanımakla birlikte uluslararası düzeyde ekonomik, politik ve kültürel anlamda etkileşimin artmasını sağlamaktadır. Bu süreç, özellikle ticaret, yatırım ve teknolojik yeniliklerin ülkeler arasında hızla yayılmasına destek olarak mevcut ilişkileri güçlendirmiştir. Finansal liberalleşme ise, global finans piyasalarının birbiriyle entegre olmasını sağlayıp uluslararası sermayenin önündeki engelleri kaldırarak ülkelerin finansal kaynaklara olan erişimini kolaylaştırmaktadır. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerin yatırımları için ihtiyaç duyduğu kaynaklara ulaşmasını sağlarken aynı zamanda yatırımcılar açısından da farklı yatırım alternatifi sunmaktadır. Teknolojinin gelişmesiyle birlikte küresel finans piyasalarına olan erişim kolaylaşmış ve bu durum söz konusu yabancı sermaye yatırımlarının artmasını sağlamıştır. Önceden ağırlıklı olarak reel yatırımlar şeklinde gerçekleşen bu yatırımlar, finansal teknolojilerin sağlamış olduğu kolaylıklar sayesinde yerini portföy yatırımlarına bırakmıştır. Küresel boyutta daha geniş yatırım yelpazesine erişen uluslararası yatırımcılar, piyasa riskini azaltmak ve portföy çeşitlendirmesi sağlamak amacıyla kendi ülke sınırları dışındaki piyasalara yatırım yaparak gittikçe artan bir şekilde yabancı pay senetlerini portföylerine dahil etmişlerdir. Elbette bu durum, finansal piyasaların derinliğinin ve likiditesinin artmasını sağlarken aynı zamanda volatilitenin de artmasına neden olmuştur.

Finans piyasalarının birbiriyle olan bağlantısının artması, meydana gelen gelişmelere karşı yaşanan volatilite artışıyla beraber sermayenin hızlı bir şekilde ülkeden çıkışına yol açabilmektedir. Piyasalarda meydana gelen büyük dalgalanmalar finansal kriz riskini de beraberinde getirmektedir. Yüksek derecede birbiriyle entegre olan piyasaların birisinde meydana gelebilecek olan kriz, bulaşıcılık etkisiyle hızla yayılarak diğer piyasaları da etkileyecektir. Bu nedenle, sıcak para olarak da ifade edilen yabancı portföy yatırımları çok kısa vadede ülke piyasasını terk edebilmeleri ve yüksek derecede risk içermeleri sebebiyle gelişmekte olan ülkelerin ve finansal piyasaların geçmişten günümüze güncel konusu halindedir. Bu durum, ilgili yabancı sermaye yatırımcılarının söz konusu etkilerinin incelenmesini önemli hale getirmektedir.

Çalışmanın amacı kapsamında, spekülatif bir yapıya sahip olan yabancı portföy yatırımlarının olası etkileri gelişmekte olan ülke borsalarından birisi olan BİST üzerinde incelenmiştir. Literatürde söz konusu etkilerin farklı şekillerde ele alınarak çok fazla

çalışmaya konu olmasının yanında, elde edilen bulgular analize konu olan ülkeye, çalışılan örnekleme, analiz periyoduna, kullanılan modellere ve test yöntemlerine göre farklılık göstermektedir. Yapılan çalışmalar kapsamında ele alınan örneklem periyodunun genellikle veri setinin ulaşılabilir olmasına bağlı olarak değiştiği ve çoğunlukla haftalık, aylık ve yıllık frekanstaki verilerle söz konusu yatırımların etkilerinin incelendiği görülmektedir. Verilerin ulaşılabilirliğine göre ender sayıdaki ülke piyasaları için günlük düzeyde yapılmış olan çalışmalar da yabancı portföy yatırımlarının etkilerinin daha net şekilde tespit edilebileceği ifade edilmiştir. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımlarının pay piyasası üzerindeki olası etkileri hem firma düzeyinde hem de yabancı yatırımcı türüne göre günlük frekanstaki yabancı alış ve satışları kapsamında üç farklı hipotez kapsamında analiz edilmiştir. Bu bağlamda, çalışmamız gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde yapılan sayılı çalışmalar arasında yer alırken, Türkiye için yapılmış ilk çalışmalardan olarak literatüre katkı sağlamaktadır.

Analiz dönemi boyunca kesintisiz olarak işlem görerek BİST'te yer alan 271 şirketin pay senetlerinde bireysel, kurumsal ve fon türündeki yabancı yatırımcıların günlük olarak gerçekleştirmiş oldukları alış ve satış işlemi kapsamında, yabancı portföy yatırımlarının etkisi Ocak 2012- Ekim 2023 dönemindeki 2951 iş günü boyunca ele alınmıştır. İlk olarak taban genişlemesi hipotezinin analizi kapsamında yabancı yatırımcı işlemlerinin olası etkilerinin hem alış hem de satış yönüyle görülmesi için toplam yabancı yatırımcı özelinde birinci model belirlenmiş olup, söz konusu bu etkilerin yatırımcı tipine göre de bireysel, kurumsal ve fon düzeyinde tespit edilmesi amacıyla ikinci model oluşturulup test edilmiştir. Pay senedi getirisi üzerinde yabancı yatırımcılar tarafından BİST'te gerçekleştirilen alış işlemlerinin pozitif, satış işlemlerinin ise negatif yönlü etkisi bulunmaktadır. Elde edilen bu bulgular taban genişlemesi hipotezinin geçerliliğini ortaya koymaktadır. Bu açıdan elde edilen bu sonuç Warther (1995), Clark ve Berko (1997) Froot vd. (2001), Dahlquist ve Robertsson (2004), Ananthanarayanan vd. (2009), Okuyan ve Erbaykal (2011) ve Angelovska (2020) çalışmalarında elde ettiği bulgularla benzerlik göstermektedir. Yabancı yatırımcıların satım yönlü işlemlerinin etkisinin alım yönlü işlemlerine göre daha büyük olması da piyasa üzerinde satım yönlü baskının daha etkin olduğunu göstermektedir.

Yabancı yatırımcı işlemleri yatırımcı tipine göre ele alındığında, yabancı kurumsal yatırımcılar ve yabancı fonlar tarafından pay piyasasında gerçekleştirilen alımlar getiriyi pozitif ve anlamlı olarak etkilemektedir. Ancak bireysel yabancı yatırımcıların alışları

istatistiksel olarak anlamlı değildir. Öte yandan, tüm yabancı yatırımcı tipine ait satışlar istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte, tüzel yatırımcı ve fon satışları pay getirisini negatif olarak etkilerken yabancı bireysel yatırımcıların gerçekleştirdiği satışlar getiriyi pozitif yönde etkilemektedir. Bu durumu, yabancı bireysel yatırımcıların gerek kurumsal yatırımcılar gerekse fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin tersi yönde hareket ettikleri yatırımlarını gerçekleştirdikleri şeklinde yorumlamak mümkündür.

Yabancı yatırımcıların en çok işlem yaptığı gün sayısına göre firmalar dört gruba ayrılmış olup, oluşturulan bu grupların her biri için taban genişlemesi hipotezinin geçerliliği ayrıca ele alınmıştır. Yabancı yatırımcı işlemlerinin etkilerine yönelik analiz sonuçlarına göre her bir grup özelinde, pay senedi getirileri üzerindeki toplam yabancı yatırımcı alışlarının etkileri pozitif, satışlarının etkileri ise negatiftir. Aynı şekilde satış işlemlerinin etkilerinin alışlara kıyasla daha fazla olduğu görülmektedir. Elde edilen bu bulgular piyasa geneli için ulaşılan sonuçlarla benzerlik göstermektedir.

İkinci olarak söz konusu yabancı portföy yatırımlarının etkileri fiyat baskısı hipotezi kapsamında ele alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, yabancı yatırımcıların eş zamanlı ve geçmişe dönük 9 gün öncesine kadar gerçekleştirdikleri net alış işlemleri pay senedi getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. Buna göre, yabancı yatırımcıların aynı gün içerisindeki net alımları pay getirilerini pozitif olarak etkilerken, 9 işlem günü öncesine kadar ki gerçekleştirmiş oldukları net alım işlemleri ise negatif olarak etkilemektedir. Elde edilen bu sonuçlar, fiyat baskısı hipotezinin geçerliliğini destekler niteliktedir. Diğer bir ifadeyle, yabancı yatırımcıların BİST Pay Piyasası'nda işlem gören firmaların pay senetlerinde gerçekleştirmiş oldukları işlemlerin, ilgili pay senetlerinin getirileri üzerinde 10 işlem gününe kadar fiyat baskısı oluşturduğunu göstermektedir. Bu bulgular Bekaert vd. (2002), Ananthanarayanan vd. (2009) ve El-Batrawy (2015) tarafından yapılmış önceki çalışmalardaki sonuçları destekler niteliktedir.

İlgili fiyat baskısının varlığı söz konusu yabancı yatırımcı türüne göre farklılık göstermektedir. Buna göre, bireysel yabancı yatırımcıların eş zamanlı olarak yaptıkları net alım işlemleri firma pay getirilerini negatif yönlü olarak etkilerken, geçmiş günlerdeki işlemleri ise anlamlı etkiye sahip değildir. Söz konusu bu bulgular bireysel yabancı yatırımcıların fiyat baskısı oluşturmanın aksine piyasanın genel gidişatını takip ettiğini ve düşen pay senetlerini alıp yükselenleri ise sattığını ortaya koymaktadır. Ek olarak kurumsal yabancı yatırımcıların işlemleri de toplam yabancı yatırımcı işlemlerine benzer

doğrultuda olup, pay senedi getirilerini aynı gün içindeki net alış işlemleri pozitif, geçmiş 9 iş günü öncesine kadar olan net alış işlemleri ise negatif olarak etkilemektedir. Ancak bu durum yabancı fonların gerçekleştirdiği net alım işlemlerindeki fiyat baskısının varlığı konusunda benzerlik gösterirken, etkinin süresi bazında farklılık göstermektedir. Buna göre, yabancı fon yatırımları 5 iş günü öncesine kadar gerçekleştirdikleri net alımlarıyla pay getirilerini negatif olarak etkilemektedir. Dolayısıyla, fiyat baskısı yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından 10 güne kadarken, bu durum fon yatırımcıları kapsamında 6 güne kadar gerçekleşmektedir.

Diğer yandan, oluşturulan gruplar kapsamında hem kurumsal yatırımcı hem de fonlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin etkisi fiyat baskısı hipotezi kapsamında ele alınmıştır. Buna göre, yabancı kurumsal yatırımcıların net alış işlemlerinin 10 işlem gününe kadar, yabancı fonların net alış işlemlerinin ise 6 işlem gününe kadar Grup 1'deki şirketlerin pay getirileri üzerinde baskı oluşturmaktadır. Ancak Grup 2' de yer alan şirketlerin getirileri üzerinde yabancı kurumsal yatırımcıların oluşturmuş olduğu fiyat baskısı devam etmekte olup, söz konusu baskının süresi birinci grupta yer alan firmalara kıyasla azalarak 5 işlem gününe düşmektedir. Ancak ilgili fiyat baskısı hipotezinin Grup 3 ve Grup 4'ye yer alan şirketlerin getirileri üzerinde geçerli olmadığı görülmektedir. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların aynı gün ve bir önceki işlem gününde yapmış oldukları net alımları, görece daha düşük piyasa değerine ve sığ fiyat kademelerine sahip olan bu iki gruptaki şirketlerin getirileri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların piyasadaki fiyat hareketlerini yakından takip ettiğini, iki gün olan takas süresini de göz önüne alarak spekülatif olarak gerçekleştirdikleri net alım yönündeki işlemlerle fiyat etkisi oluşturarak pay getirilerini de pozitif yönde etkilediklerini ortaya koymaktadır.

Üçüncü olarak, yabancı portföy yatırımlarının etkileri geri bildirime dayalı işlem hipotezi kapsamında test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, BİST'te işlem gören şirketlere ilişkin gün gün gerçekleşen getiriler yabancı yatırımcıların net alımları üzerinde farklı etkiye sahiptir. Bu bağlamda, bir önceki işlem gününde gerçekleşen pay getirisi yabancı yatırımcıların net alışlarını negatif olarak etkilerken, aynı gün ve iki önceki işlem gününden itibaren geriye dönük olarak gerçekleşen günlük pay senedi getirileri ilgili yabancı net alışlarını pozitif olarak etkilediğini göstermektedir. Geriye dönük olarak ele alınan periyot uzatıldığında yabancı net alımlarının iki önceki işlem gününden 19'uncu işlem günü öncesine kadarki pay getirilerinden pozitif olarak etkilendiği görülmektedir.

Analiz kapsamında elde edilen bu bulgular, BİST'te geri bildirime dayalı işlem hipotezinin yabancı yatırımcılar kapsamında geçerli olmadığını, daha açık bir ifadeyle yabancı yatırımcılar alış ve satış işlemlerini fiyatı yükselen pay senedini alıp, fiyatı düşeni ise satarak getiri peşinde koşarak yapmadığını göstermektedir. Bu bulgu, Warther (1995), Clark ve Berko (1997) ve Ananthanarayanan vd. (2009) tarafından elde edilen sonuçlarla benzemektedir.

Bunun aksine, piyasada oluşan fiyat hareketlerini yakından takip ederek bir önceki gün düşüş gösteren pay senetlerini izlemiş olduğu trend kapsamında düzeltme hareketi yaptığını varsayarak alım yaparken, fiyatı yükselmiş olanları da satarak kâr realizasyonu kapsamında portföy düzenlemesi yapmaktadır. Söz konusu bu durum, yatırımcı tipi özelinde gruplara ayrılan firmalar üzerinde incelendiğinde farklılaşmaktadır. Grup 1 kapsamında yer alan firmaların geçmiş pay senedi getirileri yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen net alışları pozitif olarak etkilemektedir. Bu bulgular yabancı yatırımcıların Grup 1 bünyesinde yer alan firmaların paylarında pozitif geri bildirime dayalı şekilde işlem yaptığını ortaya koymaktadır. Bu sonuç, Choe vd. (1999), Froot vd. (2001), Richards (2005), Samarakoon (2009), Reis vd. (2010), El-Batrawy (2015), Kumar vd. (2017), Vo (2017) ve Abdulkadir (2023) tarafından önceden yapılmış olan bazı çalışmaların bulgularıyla paralellik göstermektedir. Daha açık bir ifadeyle, yabancı kurumsal yatırımcılar en çok işlem yaptığı firmaların pay senetlerini alır ya da satarken hem paylara ait gerçekleşen getirileri de takip etmekte yani getiri peşinde koşmakta hem de bu firmaların pay senedi fiyatları üzerinde 10 güne kadar fiyat baskısı oluşturmaktadır. Bu durum, yabancı fonların gerçekleştirmiş oldukları net alım işlemleri üzerinde daha zayıf bir düzeyde görülmektedir. Bu kapsamda, alım ya da satım yapılan firmalara ilişkin yatırımcı davranışlarının farklılaştığı da bu ortaya konmaktadır.

Analiz kapsamında elde edilen bulgular, modele dahil edilen ortak faktörlerin hem yabancı yatırımları hem de pay senedi getirileri üzerindeki etkileri noktasında ilgi çekici özelliktedir. Bu kapsamda genel olarak değerlendirildiğinde, KUR, FAİZ, CDS ve VIX özelinde yaşanan yükselişler pay senedi getirileri üzerinde negatif etkiye sahipken, düşüşler de pozitif etkiye sahiptir. Söz konusu bu durum MSCI endeksi kapsamında tersine olurken, endekste meydana gelen yükselişler pay getirilerini pozitif, düşüşler ise negatif yönde etkilemektedir. Bu sonuç literatürde yer alan Reis vd. (2010), Coronado vd., (2012), El-Batrawy (2015), Güngör ve Kaygın (2015), Yenice ve Hazar (2015),

Baykut (2020), Shamim vd. (2021) ve Yılmaz ve İlhan (2022) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir.

Öte yandan söz konusu bu ortak faktörlerin yabancı yatırımcıların net alışları üzerindeki etkisi ise şirketlerin gruplara göre ayrılmasıyla daha net olarak ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda Ustaoğlu (2021) ve Küçükkocaoğlu ve Çakır (2021) tarafından elde edilen bulgulara benzer şekilde, döviz kuru yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen net pay alımları üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ancak bu etki Grup 4'ten Grup 1 bünyesindeki şirketlere doğru gittikçe artmaktadır. Aslında söz konusu bu durum yabancı fon ve kurumsal yatırımcıların döviz kurunda yaşanan olası yükselişler karşısında görece daha yüksek piyasa değerine sahip ve daha likit durumda olan şirketlerin paylarını daha küçük piyasa değerine ve daha sığ işlem hacmine sahip olan şirketlerinkine tercih ettiklerini göstermektedir. Benzer şekilde tahvil veriminde ve MSCI endeksinde meydana gelen değişmeler karşısında da yabancı yatırımcıların aynı yatırım davranışı sergileme eğiliminde olduğu görülmektedir. Ek olarak küresel boyuttaki risk algısının göstergesi niteliğinde olan VIX endeksinde meydana gelen yükselişler karşısında yabancı kurumsal yatırımcıların daha az işlem yaptıkları üçüncü gruptaki firmaların paylarını satıp birinci grupta yer alan firmaların paylarını alırken, yabancı fonların ise birinci ve ikinci grupta yer alan firmaların paylarını sattığı görülmektedir. Kumar ve Dua (2024) tarafından elde edilen bulgularla benzerlik gösteren bu durumun, risk algıları bakımında farklılık gösteren yabancı fonların yatırımlarını daha orta ve uzun vadede gerçekleştirmelerine karşın kurumsal yatırımcıların ağırlıklı olarak daha kısa vadeli spekülatif işlemlerde bulunmasından kaynaklı olduğu söylenebilir. Son olarak ise, ülke risk priminin göstergesi niteliğinde kabul edilen CDS primi arttıkça hem yabancı fon hem de yabancı kurumsal yatırımcıların pay senedi alımlarını Grup 4'ten Grup 1'deki firmalara doğru artırdığı görülmektedir. Bu husus, sürekli işlem yaptıkları büyük piyasa değerine sahip firmaları görece daha az riskli kabul ederek hem risklerini minimize ettiklerini hem de yüksek volatilitenin olduğu ortamdan yararlanarak spekülatif işlemlerine de devam ettikleri şeklinde yorumlamak mümkündür.

Çalışma kapsamında elde edilen analiz sonuçları genel olarak incelendiğinde, Türkiye piyasası için taban genişlemesi ve fiyat baskısı hipotezinin geçerli olduğu görülmektedir. Genel olarak geri bildirime dayalı işlem hipotezinin ise geçerli olmadığı ancak yatırımcı türüne ve firma düzeyine göre analiz edildiğinde kurumsal yatırımcıların Grup 1'deki şirketlerin pay senetleri üzerindeki işlemlerinde söz konusu bu hipotezin

geçerli olduğuna yönelik bulgular elde edilmiştir. Bu kapsamda ileride yapılacak olan çalışmalar için, söz konusu yabancı yatırımların piyasa volatilitesi üzerindeki etkileri test edilebilir, ilgili yabancı işlemleri yerli yatırımcılara ait yatırım işlemleri ile de karşılaştırılarak söz konusu etkileri ortaya koymak mümkündür.

KAYNAKLAR

Abaan, E. D. (1995). *Türkiye'de Serbest Döviz Piyasası Etkinliği.* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No. 9512, Ankara.

Abdulkadir, R. I. (2023). "A Test of Positive Feedback Trading Among Foreign Portfolio İnvestors in Nigeria." *Gadjah Mada International Journal of Business, 25*(3), 279-300.

Abiad, A., & Mody, A. (2005)." Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? "*The American Economic Review, 95*(1), 66-88.

Açıkalın, S., & Ünal, S. (2009). *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları.* 2. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.

Adabag, M. C., & Ornelas, J. R. (2004). "Behavior and Effects of Foreign Investors on Istanbul Stock Exchange". *SSRN Working Papers*, 1-24.

Adaoglu, C., & Katircioglu, S. T. (2013). "Foreign Investor Flows and "Blue Chip" Stock Returns". *International Journal of Emerging Markets, 8*(2), 170-181.

Afşar, M. (2004). "*Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi".* Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.1558.

Aggarwal, R. (1995). "*Investing in Emerging Markets: Challenge and Opportunities.* Global Portfolio Diversification, Risk Management, Market Microstructure and Implemintation Issues", Academic Press.

Akar, C. (2008). "Hisse Senedi Fiyatlarıyla Yabancı İşlem Hacmi Arasında Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı". *Muhasebe ve Finans Dergisi, 37*, 185-192.

Akdiş, M. (2002). "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler." *Dış Ticaret Dergisi*(26), 1-45.

Akdoğan, F. (2019). *YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE BORSA PERFORMANSI İLİŞKİSİ: BIST ÜZERİNE BİR UYGULAMA.* (Yayınlanmamış Yüksek Lisan Tezi), Burdur Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Burdur.

Aksoy, E. E. (2014). *Uluslararası Portföy Yönetimi.* Detay Yayıncılık, Ankara.

Aksöyek, İ., & Yalçıner, K. (2011). "*Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim".* İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.

Alakbarov, B. (2021). *Yabancı Portföy Yatırımlarının 2005-2020 Dönemi BİST 100 Endeksi Üzerinde Etkisi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Alp, A. (1999). "Uluslararası Finansal Sistemin Yeni Mimarisi. *İktisat İşletme ve Finans" Dergisi, 14*(157), 83-92.

Alp, A. (2000). "*Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirm"e.* Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.

Altay, E. (2012). *Sermaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri.* Derin Yayınları, İstanbul.

Ananthanarayanan, S., Krishnamurti, C., & Sen, N. (2009). "Foreign Institutional Investors and Security Returns: Evidence From Indian Stock Exchanges." *7th INFINITI Conference on International Finance 2009 - Credit Markets, Credit Institutions and Macroeconomic Volatility*, (s. 1-30). 08 - 09 Jun 2009 Dublin, Ireland.

Angelovska, J. (2020). "The Impact of Foreigners' Trades on Equity Prices: Evidence from Macedonian Stock Exchange." *South East European Journal of Economics and Business, 15*(1), 56-65.

Arslan, S., & Çiçek, M. (2017). ""Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye'de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi". *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 13*(13), 292-299.

Aslan, Ç. (2010). *Sektörel Bazda Yabancı Sermayenin Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Aslan, N., & Terzi, N. (2013). *Küresel Finans.* Türkmen Kitabevi, İstanbul.

Atabay Baytar, R. (2012). "Türkiye ve BRIC Ülkeleri Arasındaki Ticaret Hacminin Belirleyicileri: Panel Çekim Modeli Analizi". *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11*(21), 403-424.

Atik, H. A. (2005). "*Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomiler"i.* Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası Araştırma Müdürlüğü.

Avcı, Ö. (2015). "Yabancı Yatırımcı İşlemlerinin Borsa Getirisine Etkisi. *Hacettepe " Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 33*(4), 29-38.

Aydoğuş, Ö. (2023). *Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Seçilmiş Makroekonomik Değişkenler İle İlişkisi,.* (Basılmamış Doktora Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.

Ayrıçay, Y. (2003). "Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri." *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 5*(1), 1-19.

Aytekin, S. (2019). *BİST 100 Endeksindeki Yükseliş ve Düşüşlerde Dolar Kuru ve Yabancı Yatırımcı Etkisi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Baba, B., & Sevil, G. (2021)." Bayesian Analysis of Time-Varying Interactions Between Stock Returns and Foreign Equity Flows." *Financial Innovation, 7*(1), 1-25.

Bai, j. (2009). "Panel Data Models with Interactive Fixed Effects". *Econometrica, 77*(4), 1229-1279.

Bai, J. (2009). "Panel Data Models with Interactive Fixed Effects". *Econometrica, 77*(4), 1229-1279.

Bai, J., & Ng, S. (2002). "Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models". *Econometrica, 70*(1), 191-221.

Bai, J., & Ng, S. (2004). "A Panic Attack on Unit Roots and Cointegrations. *Econometrica", 72*(4), 1127-1177.

Bakırtaş, T., & Karbuz, S. (2004). "Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu". *İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 19*(215), 92-107.

Bal, E. (2019). *Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi (2005-2018).* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data.* 3rd Edition, John Wiley & Sons Inc., New York.

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data.* (6th Ed.), Springer, New York.

Başoğlu, U. (2000). "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları". *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3*(4), 87-99.

Batra, A. (2003). T"he Dynamics of Foreign Portfolio Inflows and Equity Returns in India". *Working Paper (No. 109)*, 1-30.

Baykut, E. (2020). "*Yabancı Takas Oranı ve Küresel Risk Algısının Hisse Fiyatları Üzerine Etkisi"..* İksad Yayınevi, Ankara.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lumsdaine, R. L. (2002). "The Dynamics of Emerging Market Equity Flows". *Journal of International Money and Finance, 21*(3), 295-350.

Benati, L. (2006). "UK Monetary Regimes and Macroeconomic Stylised Facts". *Bank of England Working Paper Series No. 290*, 1-67.

Berksoy, T., & Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası (İTO), Yayın no: 58, s. 10-18. şubat 01, 2023 tarihinde https://hiperkitap.com/viewer/index?pageNumber=2&b=4d0841db-a28f-11eb-a474-000c296fffd8 adresinden alındı

BIST. (2018). *VİOP Pay ve Endeks Sözleşmeleri Broşürü.* İstanbul: Borsa İstanbul. https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP_Pay_ve_Endeks_Sozlesmeleri.pdf adresinden alındı

Bohn, H., & Tesar, L. L. (1996). "S. Equity Investment in Foreign Markets: U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing?" *The American Economic Review, 86*(2), 77-81.

Bolak, M. (2004). *Risk Yönetimi.* Birsen Yayınevi, İstanbul.

Bose, S. (2012). "Mutual Fund Investments, FII Investments and Stock Market Returns in India. *Money & Finance, ICRA "Bulletin*, 89-110.

Brennan, M. J., & Cao, H. (1997). "International Portfolio Investment Flows". *The Journal of Finance, 52*(5), 1851-1880.

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). "The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification Tests İn Econometrics". *Review Of Economic Studies, 47*, 239-253.

Bulutoğlu, K. (1970). *100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye.* Gerçek Yayınevi, İstanbul.

Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1996). "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s". *Journal of Economic Perspectives, 10*(2), 123-139.

Can, İ. (2003). Ekonomik "Krizlere Karşı Uygulanması Gereken Vergi Politikası". *Maliye Dergisi*(142), 69-107.

Cardoso, E., & Goldfajn, I. (1998). "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls." *IMF Staff Papers, 45*(1), 161-202.

Cecan, S. (2014). *Uluslararası Para Sistemleri Parasal Entegrasyon Ve Avrupa Ekonomik Ve Parasal Birliği.* Filiz Kitabevi, İstanbul.

Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2015). *İşletmelerde Finansal Yönetim.* Ekin Kitabevi, İstanbul.

Chandra, A. (2012). "Cause and Effect between FII Trading Behaviour and Stock Market Returns The Indian Experience". *Journal of Indian Business Research, 4*(4), 286-300.

Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business, 59*(3), 383-403.

Chen, Y.-M. (2002). "Domestic Investors' Herding Behavior in Reaction To Foreign Trading. *International Conference in Finance"* (s. 1-20). National Taiwan University College of Management.

Chen, Z., Du, J., Li, D., & Ouyang, R. (2013). "Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China". *Journal of Banking & Finance, 37*, 660-669.

Chiang, Y.-C., & Chan, M.-H. (2017)." Foreign Ownership and Firm-level Stock Return Volatility in Taiwan". *Investment Management and Financial Innovations, 14*(3), 261-269.

Choe, H., Kho, B. C., & Stulz, R. M. (2005). "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea." *The Review of Financial Studies, 18*(3), 795-829.

Choe, H., Kho, B.-C., & Stulz, R. M. (1999). "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997". *Journal of Financial Economics, 54*(2), 227-264.

Chown, J. (2003). *A History of Monetary Unions.* Routledge, New York.

Civan, M. (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi.* Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.

Clark, J., & Berko, E. (1997). Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: "The Case of Mexico. *Research Paper from Federal Reserve Bank" of New York, 24*, 1-43.

Coronado, M., Corzo, T., & Lazcano, L. (2012). "A Case for Europe: The Relatiıonship between Soverign CDS and Stock Indexes". *Frontiers in Finance and Economics, 9*(2), 32-63.

Coşkun, E., & Çınar, Ö. (2014). "Üç Faktör Varlık Fiyatlama Modelinin Geçerliliği: Borsa İstanbul'da Bir İnceleme". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 28*(4), 235-250.

Çapraz, İ., & Demircioğlu, İ. (2003). "*Türkiye'den Yurt Dışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcılar"ı.* İstanbul Ticaret Odası Yayınları No:2003-14, İstanbul.

Çatıkkaş, Ö. (2000). *Çok Uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Türkiye Açısından Değerlendirilmesi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Çatıkkaş, Ö., & Okur, M. (2008). "İMKB'de Yabancı Yatırımcılar ve İMKB Ulusal 100 Endeksi Üzerine Etkileri." *Muhasebe Bilim ve Dünyası Dergisi, 3*, 161-178.

Çelebican, G. (1979). "Mevduat Sertifikaları". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 36*(1), 271-294.

Çetenak, E. H. (2006). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Çetin, A. C. (2022). "Kredi Temerrüt Takasları Primi ile BİST 100 Endeksi, Döviz Kuru ve Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi", 6*(1), 39-77.

Çetin, M. Ş. (2008). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri.* (Basılmamıs Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

Çetinkaya, H. T. (2007). *Türkiye'de Menkul Kıymet Kazançlarında Vergi Uygulamalarının Yabancı Portföy Yatırımlarına Etkileri.* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Çevik, F., & Çankaya, S. (2020). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Borsa Getirileri, Net Yabancı Alımları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişki." *Journal of Banking and Capital Markets Research, 4*(9), 23-43.

Çolpan, V. (2008). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.

Dahlquist, M., & Robetsson, G. (2004). "A Note on Foreigners' Trading and Price Effects Across Firms". *Journal of Banking & Finance, 28*(3), 615-632.

Dasgupta, D., & Ratha, D. (2000). "What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond?". *The World Bank Policy Research Working Paper 2392*, 1-23.

Değirmenci, B. (2004). *Gelişmekte Olan Piyasa İMKB'de Yabancı Yatırımların Rolü ve Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Yabancı Yatırımcılara Bakış Açısı Üzerine Uygulama.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Demircan, H. (2003). "*Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejiler"i.* T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi, No.35, Ankara.

Demireli, E. (2007). "Finansal Yatırım Kararlarında Risk Unsuru ve Riske Maruz Değer". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9*(1), 122-134.

Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). "Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root". *Journal of The American Statistical Association, 74*(366a), 427-431.

Doğan, İ. (2019). *Türkiye'de Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Yapısal ve Firmaya Özgü Karakteristiklerin Karşılastırmalı Analizi.* (Basılmamış Doktora Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Doğukanlı, H. (2017). *Uluslararası Finans.* Karahan Kitabevi, Adana.

Doğukanlı, H., & Çetenak, E. (2008). "Yabancı Portföy Yatırımları ile Hisse Senedi Getirisi Arasındakı İlişki: İMKB'de Sınama". *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, 12*(2), 37-57.

Dönmez, A. (2009). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaret Üzerine Olan Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Dönmez, Ç. A., Karataş, A., & Kiraz, F. (2004). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Yabancı Yatırımcıların Performans Analizi". *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 19*(225), 95-104.

Drake, P. P., & Fabozzi, F. J. (2010). *The Basics of Finance.* John Wiley & Sons, Inc., USA.

Du, J. (2003). "*A Comprehensive Study on Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment: A Diversification Approachs".* (PhD Dissertation), Faculty of the Graduate School of Saint Louis University.

Durgan, S. (2016). *Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi.* (Basılmış Uzmanlık Tezi), T.C. Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller Ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Dvorak, T. (2005). "Do Domestic Investors Have an Informational Advantage? Evidence from Indonesia." *Journal of Finance, 60*(2), 817-839.

Efe, B. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği.* İzmir Ticaret Odası (İTO), İzmir.

Eiteman, D., Stonehill, A., & Moffett, M. (2001). "*Multinational Business Finance.* Nineth Edition, Addison Wesley Publishing."

El-Batrawy, M. K. (2015). *The Relationship Between Investor Flows and Returns on The Egyptian Stock Exchange.* (Master's thesis), American University in Cairo.

Elmas, B. (2011). "The Effect of Foreign Portfolio Investments in The ISE: An Index-Based Study." *Istanbul Stock Exchange Review, Research and Business Development Department, Borsa Istanbul, 12*(47), 1-18.

Elsiefy, E., & AbdElaal, M. A. (2017). "Analyzing Foreign Investors Behavior in the Emerging Stock Market: Evidence from Qatar Stock Market". *Accounting and Finance Research, 6*(4), 197-216.

Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2018). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim.* 10. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

Eren Sarıoğlu, S. (2018). Modern Portföy Teorisi. A. Gündoğdu içinde, *Finansın Temel Teorileri* (s. 39-59). Beta Yayıncılık, İstanbul.

Ergün, N. (2004). *Herkes İçin Finans.* Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Errunza, V. (2001). "Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development". *Rewiew of International Economics, 9*(4), 703-726.

Esen, O. (1998). "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları". *Ekonomik Yaklaşım, 9*(30), 59-70.

Eun, C., & Resnick, B. (2004). *International Financial Management.* 3rd Edition, McGraw-Hill Companies, New York.

Evans, K. (2002). Foreign Portfolio and Direct Investment; Complementarity, Differences and Integration. *Global Forum on International Investment*, (s. 1-10). Shangai.

Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M., Kolm, P. N., & Gupta, F. (2011). "Portfolio Selection. F. J. Fabozzi, & H. M. Markowitz içinde, "*The Theory and Practice of Investment Management* (s. 57-58). John Wiley & Sons, Inc., USA.

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *The Journal of Finance, 47*(2), 427-465.

Fama, E., & French, K. (1993). "Common Risk Factors In The Returns On Stocks And Bonds". *The Journal of Economics, 33*, 3-56.

Fernandez, E. A. (1996). "The New Wave of Private Capital İnflows: Push". *Journal of Development Economics, 48*, 389-418.

Fieleke, N. S. (1999). "What Is the Balance of Payments?" *Survey of Current Business*, 60-74.

French, K. R., & Poterba, J. M. (1991)." Investor Diversification and International Equity Markets". *NBER Working Papers*(w3609), 1-15.

Froot, K. A., & Ramadorai, T. (2008). "Institutional Portfolio Flows and International Investments". *The Review of Financial Studies, 21*(2), 937-971.

Froot, K. A., O'Connell, P. G., & Seasholes, M. S. (2001). "The Portfolio Fows of International Investors". *Journal of Financial Economics, 59*(2), 151-193.

Garg, A. K., Mitra, S. K., & Kumar, D. (2016). "Do Foreign Institutional Investors Herd in Emerging Markets? A Study of Individual Stocks". *Decision, 43*(3), 281-300.

Goldstein, M., & Woglom, G. (1991). "Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence From the U.S. Municipal Bond Market". *IMF Working Papers*, 1-34.

Gökgöz, F. (2008). "Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği". *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 63*(2), 43-64.

Gökkent, G. (1997). *Theory of Foreign Portfolio Investment.* (Basılmamış Doktora Tezi), Florida International University,Miami-Florida.

Griffin, J. M., Nardari, F., & Stulz, R. M. (2004). "Are Daily Cross-Border Equity Flows Pushed or Pulled?" *The Review of Economics and Statistics, 86*(3), 641-657.

Gumus, G. K., Duru, A., & Gungor, B. (2013). "The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables". *European Scientific Journal, 9*(34), 209-226.

Gültekin, M., & Umutlu, M. (2016)." Çeşitli Yatırımcı Gruplarının Hisse Senedi Net Alım İşlem Hacimleri ve Pazar Getirisi Arasındaki Etkileşim". *Ege Akademik Bakış, 16*(3), 451-460.

Gündoğdu, H. (2014). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hatay.

Güngör, B., & Kaygın, C. (2015). "Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi". *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6*(9), 149-169.

Güriş, S. (2018). *Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi.* Der Yayınları, İstanbul.

Güriş, S., & İmre, S. (2018). "Bilgi ve İletişim Teknolojilerinin Büyümeye Etkisi: Panel Veri Uygulaması". *19. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu*, (s. 33-55). İstanbul.

Gürlesel, C., Alkin, K., & Uzunoğlu, S. (1994). "*Avrupa Sermaye Piyasaları, Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasas"ı.* IMKB Araştırma Yayınları, İstanbul.

Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics". *Econometrica, 46*(6), 1251-1271.

Hirt, G. A., & Block, S. B. (2011). *Fundamentals of Investment Management.* 10th Edition, McGraw-Hill Irwin Inc., USA.

Hodoshima, J., Garza-Gomez, X., & Kunimura, M. (2000)." Cross-Sectional Regression Analysis of Return and Beta in Japan". *Journal of Economics and Business, 52*(6), 515-533.

Hong, G., & Lee, B. S. (2011). "The Trading Behavior and Price Impact of Foreign, Institutional, Individual Investors and Government: Evidence from Korean Equity Market". *Japan and the World Economy, 23*, 273-287.

Hurlin, C., & Mignon, V. (2007). Second Generation Panel Unit Root Tests. *Working Papers, HAL Open Science*, 1-24.

İMKB Araştırma Müdürlüğü. (1994, Kasım). "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye". *İMKB Dergisi*, 8.

İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği.* (Basılmamış Uzman Yeterlilik Tezi), TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

İnsel, A., & Sungur, N. (2003). "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989: III- 1999:IV". *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, 2003*(8), 1-29.

İskenderoğlu, Ö., & Karadeniz, E. (2011). "İMKB 100 Endeksi Getirisi ile Yabancı Portföy Yatırımları Arasındaki İlişkinin Analizi". *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8*(1), 123-133.

Kadanda, D., & Raj, K. (2017). "Relationship between Foreign Portfolio Investments (FPI), Domestic Institutional Investors, and Stock Market Returns in India". *International Journal of Financial Management, 7*(4), 1-9.

Karan, M. (2018). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi.* Gazi Kitabevi, Ankara.

Karcıoğlu, R., & Özer, A. (2014). "BİST'te Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Statik ve Dinamik Panel Veri Analizi". *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, XXXIII*(1), 43-70.

Kasaboğlu, G. (2020). *Hedge Fonlar, Sıcak Para Hareketleri ve Para Krizleri: Türkiye Örneği.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Kaya, A. (2011). *Türkiye'de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymetler Piyasasına Etkileri.* (Basılmamış Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Kaya, B. (2020). "Hisse Fiyatları ile Yabancı Yatırımcı Ticareti Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama". *İşletme Araştırmaları Dergisi, 12*(1), 705-714.

Kaya, Y. (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği.* (Basılmış Uzmanlık Tezi), DPT Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2487, Ankara.

Kennedy, P. (2008). *A Guide to Econometrics* (6. Baskı b.). USA: Blackwell Publishing.

Kesik, A., Çanakcı, M., & Tunalı, H. (2016). "Analyzing Impact of Non-Residents' Holdings of Equities on BİST (İstanbul Stock Exchange) 100 Index". *Journal of Economics, Finance and Accounting, 3*(2), 166-179.

Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri Türkiye Örneği.* (Basılmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Keskin, S. (2014). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Makroekonomik Parametreler Üzerine Etkisi: BIST 100 Endeks Uygulaması.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Kim, Y. (2000). "Causes of Capital Flows in Developing Countries". *Journal of International Money and Finance, 19*, 235-253.

Korkmaz, T. (2001). "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü". *İMKB Dergisi, 5*(17), 69-99.

Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2015). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi.* 7. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.

Kotishwar, A. (2020). "A Role on Foreign Portfolio Investment (FPI) in the Equity Market Volatility With Reference to India". *Mukt Shabd Journal, IX*(IV), 2796-2808.

Köylü, M. (2020). *Halka Açık İmalat Sanayi İşletmelerinin Yapay Zeka Yöntemleri İle Finansal Risk Sınıflaması ve Risk Göstergelerinin Belirlenmesi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Kula, F. (2003). "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler". *Cumhuriyet üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4*(2), 141-154.

Kumar, P., Gupta, S. K., & Sharma, R. K. (2017). "An Empirical Analysis of the Relationship Between FPI and Nifty Returns". *The IUP Journal of Applied Economics, XVI*(3), 7-24.

Kumar, V., & Dua, P. (2024). "What Explains Foreign Portfolio Investment Inflows to BRICS Countries?" *Economic Analysis and Policy, 82*, 32-46.

Kurt, G. (2007). *Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İMKB Örneği.* (Basılmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Kutlu Doğar, N. (2023). Yabancı Seröaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları. *Econharran, 7*(12), 14-24.

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

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). "Do Institutional Investors Destabilize Stock Prices? Evidence on Herding and Feedback Trading". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers Series No:3846*, 1-30.

Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011). "Large Foreign Ownership and Firm-Level Stock Return Volatility in Emerging Markets". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46*(4), 1127-1155.

Lintner, J. (1963). "The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth". *The Journal of Finance, 18*(2), 292-310.

Madura, J. (2012). *Uluslararası Finansal Yönetim I.* (Kısaltılmış, 10. Baskı), (çev. Hatice Doğukanlı), Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.

Manga, S. (2022). *Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Teknolojik Gelişim ve İşsizlik İlişkisinin İncelenmesi: Dinamik Panel Veri Analizi.* (Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Markowitz, H. (1952)." Portfolio Selection". *The Journal of Finance, 7*(1), 77-91.

Melvin, M., & Norrbin, S. (2012). *International Money and Finance.* Eighth Edition, Academic Press, USA.

Menyah, K., Nazlioglu, S., & Wolde-Rufael, Y. (2014). "Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in African Countries: New Insights from A Panel Causality Approach". *Economic Modelling, 37*, 386-394.

Merton, R. C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information". *The Journal of Finance, XLII*(3), 483-510.

Mishra, S., & Debasish, S. S. (2017). "An Econometric Study of Trading Behaviour of Institutional Investors in Indian Stock Market: The Vector Auto Regression Approach". *IIMS Journal of Management Science, 8*(2), 155-172.

Mody, A., Taylor, M. P., & Kim, J. Y. (2001). "Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets". *International Journal of Finance and Economics, 6*, 201-216.

Mossin, J. (1966). "Equilibrium in a Capital Asset Market". *Econometrica, 34*(4), 768-783.

Naik, P. K., & Padhi, P. (2014). "An Empirical Evidence of Dynamic Interaction between Institutional Fund Flows and Stock Market Returns". *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, 1-18.

Nazlioglu, S., Lebe, F., & Kayhan, S. (2011). "Nuclear Energy Consumption and Economic Growth in OECD Countries: Cross-Sectionally Dependent Heterogeneous Panel Causality Analysis". *Energy Policy, 39*(10), 6615-6621.

Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth.* New York: Cambridge University Press.

Okka, O. (2005). *Finansal Yönetime Giriş.* Nobel Yayıncılık, Ankara.

Oksay, S. (1998). "Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi". *Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, 8*, 14-27.

Okuyan, H. A., & Erbaykal, E. (2011). "İMKB'de Yabancı İşlemleri ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi". *Doğuş Üniversitesi Dergisi, 12*(2), 256-264.

Onishchenko, O., & Ülkü, N. (2019). "Foreign Investor Trading Behavior Has Evolved". *Journal of Multinational Financial Management, 51*, 98-115.

Orta, K. (2023). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi: BİST-30 Analizi.* (Basılmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Özbek, D. (1999). *Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika.* İmaj Yayıncılık, Ankara.

Özbilgin, İ. (2012). Risk ve Risk Çeşitleri. *Aylık Bilişim Kültür Dergisi*(145), 86-93.

Özcan, M. (2013). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Borsa İstanbul'a Etkisi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Özkorkut, K. (2003). "*Türk Hukukunda Depo Sertifikaları".* İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.

Öztaş, F. (2018). *Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Türev Araçların Kullanımı - Ülkelerarası Karşılaştırma.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Öztekin, D., & Erataş, F. (2009). "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması". *Anadolu International Conference in* (s. 1-20). Eskişehir: EconAnadolu 2009.

Pal, P. (2006). "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India". *Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World*, (s. 1-24). Sao Paulo, Brazil.

Park, H. M. (2011). "Practical Guides to Panel Data Modeling: A Step By Step Analysis" Using Stata. *Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 12*, 1-52.

Pay Tebliği. (2013). VII-128.1 Sayılı, T.C. Resmi Gazete, 28685 Sayılı, 22 Haziran 2013.

Pazarlıoğlu, M., & Gülay, E. (2007). "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği - 1992:I - 2005:IV". *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9*(2), 201-221.

Perold, A. F. (1984). Large-Scale Portfolio Optimization. *Management Science, 30*(10), 1143-1160.

Pesaran, M. (2006). "Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with A Multifactor Error Structure". *Econometrica, 74*(4), 967-1012.

Pesaran, M. H. (2004). "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels". *IZA Discussion Paper No. 1240, 1240*(1), 1-39.

Pesaran, M. H. (2007). A" Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Depedence". *Journal of Applied Econometrics, 22*(2), 265-312.

Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". *Biometrica, 75*(2), 335-346.

Porras, E., & Ülkü, N. (2015). "Foreigners' Trading and Stock Returns in Spain". *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 34*, 111-126.

Reinhart, C., & Montiel, P. (2001). "*The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s".* MPRA Paper. 10 22, 2023 tarihinde https://mpra.ub.uni-muenchen.de/7577/ adresinden alındı

Reis, L., Meurer, R., & Silva, S. (2010). "Stock Returns and Foreign Investment in Brazil". *Applied Financial Economics*, 1351-1361.

Rihards, A. (2005). "Big Fish in Small Ponds: The Trading Behavior and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40*(1), 1-27.

Ross, S. A. (1976). "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing". *Journal of Economic Theory*, 341-360.

Samarakoon, L. P. (2009). "The Relation Between Trades of Domestic and Foreign Investors and Stock Returns in Sri Lanka". *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 19*, 850-861.

Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2005). *Economics.* USA: McGraw-Hill/Irwin.

Sapian, R. Z. (2015). "The Relationship between Trades of Foreign Institutional and Retail Investors and Equity Return". *Jurnal Pengurusan, 44*, 93-104.

Saraçoğlu, B. (2011). *Ekonometriye Giriş.* 1. Baskı, , Efil Yayınevi, İstanbul.

Sarılı, S. (2010). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Sarıtaş, H. (2007). Türkiye ve Avrupa Birliği Piyasaları Arasındaki Korelasyon Düzeyinin İncelenmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22*(2), 325-337.

Satır, A. (2011). *Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Risk Analizi.* (Basılmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Sayılgan, G. (1995). "Finansal Risk Yönetimi". *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 50*(1-2), 323-334.

Sayılgan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı.* 7. baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara.

Sermaye Piyasası Kanunu. (2012). 6362 Sayılı, T.C. Resmi Gazete, 28513, 30 Aralık 2012.

Sevil, G. (2001). *Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitesinin Tahmini ve Portföy VaR Hesaplamaları.* Anadolu Üniversitesi Turizm ve Otel İşletmeciliği Yüksekokulu Yayınları, Eskişehir.

Sevim, C. (2016). "Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları". *Ekonomi İşletme Siyaset Ve Uluslararası İlişkiler Dergisi, 2*(2), 191-210.

Seyidoğlu, H. (1999). *Ekonomik terimler: Ansiklopedik Sözlük.* Güzem Can Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama.* Güzem Can Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası Finans.* Güzem Can Yayınları, İstanbul.

Shabbir, M. S., & Muhammad, I. (2019). "The Dynamic Impact of Foreign Portfolio Iinvestment on Stock Prices in Pakistan". *Transnational Corporations Review, 11*(2), 166-178.

Shamim, M. A., Perveen, S., & Hasan, S. W. (2021). "Does Foreign Portfolio Investment Affect Stock Market Performance? A Case of Pakistan". *Bahria University Journal of Humanities and Social Sciences, 4*(1), 103-123.

Shapiro, A. C. (2013). "*Foundations of Multinational Financial Management".* 10th Edition, John Wiley and Sons Inc, USA.

Sharpe, W. F. (1963). "A Simplified Model for Portfolio Analysis". *Management Science, 9*(2), 277-293.

Solnik, B., & McLeavey, D. (2003). *International Investments.* Fifth Edition, Addison Wesley Publishing, New York.

Somuncu, K., & Karan, M. B. (2010). "The Impacts of Internatıonal Portfolıo Investments on Istanbul Stock Exchange Market". *Sayıştay Dergisi, 77*, 149-168.

SPL. (2023). *Sermaye Piyasası Araçları 2.* (Çalışma Notları), Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, İstanbul. Ocak 21, 2024 tarihinde https://spl.com.tr/wp-content/uploads/2024/01/1004_MKT_31122023_202401221416.pdf adresinden alındı

Şenol, Z., & Koç, S. (2018). "Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin VAR Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği". *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 21*(1), 1-20.

Şimşek, M. (1996). "Türkiye'deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım". *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 12*, 25-37.

Tarı, R. (2016). *Ekonometri.* 12. Baskı, Küv Yayınları, İstanbul.

TCMB. (2023). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistikleri.* Ankara: TCMB. Aralık 28, 2023 tarihinde https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Uluslararasi+Yatirim+Pozisyonu/ adresinden alındı

Tekin, İ. (2013). *Türkiye'deki Kamu Bankaları ve Özel Bankaların Performansını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Tesar, L. L., & Werner, I. M. (1995). "U.S. Equity Investment in Emerging Stock Markets. *The World Bank Economic Review, 9*(1), 109-129.

Tezcanlı, M. V., Kumbasar Bayraktar, S., Erdoğan, O., Görgünay, H., Tan, E., & Uytum, E. (1994). "*Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye".* İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No.3.

Thanatawee, Y. (2021). "The Impact of Foreign Ownership on Stock Price Volatility: Evidence from Thailand". *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 8*(1), 007-014.

Torres-Reyna, O. (2007). Panel Data Analysis Fixed and Random Effects Using Stata (v. 4.2),. *Data & Statistical Services, Princeton University, 112*(1), 1-40.

Triffin, R. (1960). *Gold And The Dollar Crisis: The Future of Convertibility.* Yale University Press, New Haven.

TSPAKB. (2011). *Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası.* İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği. https://tspb.org.tr/yayinlar/yatirim-yaparken-sorularla-turkiye-sermaye-piyasasi/ adresinden alındı

Tudor, C. (2021). "Investors' Trading Activity and Information Asymmetry: Evidence from the Romanian Stock Market". *Risks, 9*(8), 1-19.

Turhan, G. T. (2012). *Kara Sınırı Komşuları İle Ticaretin Türkiye'nin Kalkınmasına Etkisi: Çekim Modeli Yaklaşımı.* (Basılmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Türker, İ. D. (2010). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri.* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hatay.

UNCTAD. (2023). *United Nations Conference on Trade and Development*. https://unctad.org/publication/world-investment-report-2023 (10.09.2023) adresinden alındı

Uras, T. (1979). *Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları.* İktisadi Yayınlar, İstanbul.

Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim.* Detay Yayıncılık, Ankara.

Usta, Ö., & Demireli, E. (2010). "Risk Bileşenleri Analizi İMKB'de Bir Uygulama". *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 6*(12), 25-36.

Ustaoğlu, E. (2021). "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri". *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10*(3), 1715-1724.

Uzunoğlu, S. (1998). *Yeni Finansman Teknikleri.* 2. Baskı, Strata, İstanbul.

Ülkü, N. (2015). "The Interaction Between Foreigners' Trading and Stock Market Returns in Emerging Europe". *Journal of Empirical Finance, 33*, 243-262.

Ülkü, N., & İkizlerli, D. (2012). "The Interaction Between Foreigners' Trading and Emerging Stock Returns: Evidence From Turkey". *Emerging Market Review, 13*, 381-409.

Vo, X. V. (2015). "Foreign Ownership and Stock Return Volatility – Evidence from Vietnam". *Journal of Multinational Financial Management, 30*, 101-109.

Vo, X. V. (2017). "Trading of Foreign Investors and Stock Returns in an Emerging Market- Evidence from Vietnam". *International Review of Financial Analysis, 52*, 88-93.

Vural, G. (2009). *Türkiye'de Portföy Yatırımlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi.* (Basılmamış Yüksek Lisaas Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Waciko, K. J., & Ismail, B. (2019). "Panel Data Model For Tourism Demand". *International Journal of Scientific and Technology Research, 8*(09), 317-323.

Warther, V. A. (1995). "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns". *Journal of Financial Economics, 39*, 209-235.

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section And Panel Data.* 1. Baskı, The MIT Press, Cambridge.

Yalçıner, K. (2001). "İmkb"De Portföy Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri". *İktisat İşletme ve Finans, 16*(178), 29-40.

Yalçıner, K. (2005). "Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 19*(2), 395-406.

Yang, J. J. (2002). "The Information Spillover between Stock Returns and Institutional Investors' Trading Behavior in Taiwan". *International Review of Financial Analysis, 11*, 533-547.

Yenice, S., & Hazar, A. (2015). "A Study for The Interaction between Risk Premiums and Stock Exchange in Developing Countries". *Journal of Economics, Finance and Accounting, 2*(2), 135-151.

Yerdelen Tatoğlu, F. (2020). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı.* 4. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul.

Yıldırım, H., & Çolakyan, A. (2014). "Finansal Yatırım Araçlarında Riskme Maruz Değer Uygulaması". *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 29*(1), 1-24.

Yıldız, A. (2012). "Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 26*(1), 23-37.

Yılmaz, H., & İlhan, B. (2022). "Determinants of Stock Market Indices An Analysis of Emerging Markets of Brazil, Mexico, Russia, and Turkey". *EMAJ: Emerging Markets Journal, 12*(1), 26-38.

Yörük, N. (2000). "*Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi".* İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul.

ÖZGEÇMİŞ