



T.C.

BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

**TÜRKİYE' DE YABANCI PORTFÖY VE DİĞER
YATIRIMLARIN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ**

Yasemin ŞAHİN

205011020

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2024

T.C.
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE’ DE YABANCI PORTFÖY VE DİĞER
YATIRIMLARIN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ

Yasemin ŞAHİN
205011020

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma 2024

ETİK BEYANI
TÜRKİYE CUMHURİYETİ
BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (07/02/2024)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Yasemin ŞAHİN

İmzası

ÖZET

TÜRKİYE’ DE YABANCI PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMLARIN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ

Yasemin ŞAHİN

Dünya’da finansal serbestleşme hareketlerinin hızlanması ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Bunun sonucunda temel ekonomik göstergelerin oluşumunda uluslararası sermaye hareketlerinin önemi giderek artmaya başlamıştır. Birçok ülkede ekonomik büyüme süreçlerinin global sermaye hareketlerinin etkisi altında kaldığı görülmektedir. Öyle ki, günümüzde ekonomik büyüme hedefine ulaşmak için yabancı sermaye girişleri önemli bir kaynak haline gelmiştir. Bu çerçevede uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler önemli bir araştırma alanı oluşturmuş ve çok değişik boyutlarda analiz edilmeye başlanmıştır.

Çalışma kapsamında Türkiye’ye yönelik portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkileri araştırılmıştır. Hisse senedi ve borç senedi şeklindeki portföy yatırımları ile kısa ve uzun vadeli diğer yatırımların büyüme üzerine etkileri 2003 ile 2022 yılları arasındaki çeyrek dönemlik veriler kullanılarak Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testleri ile analiz edilmiştir. Ampirik bulgular sadece kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinden büyümeye doğru nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir. Türkiye’ye yönelik diğer yabancı finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisi belirlenmemiştir.

Türkiye’de sadece kısa vadeli yabancı diğer yatırımlardan ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisinin bulunması kısa vadeli sermaye hareketleri yönetiminin önemini ortaya koymuştur. Buna göre bir yandan ekonomik büyüme için kısa vadeli sermaye girişleri teşvik edilirken öte yandan bu tür sermaye girişlerinin uzun vadede yaratacağı olumsuzlukların azaltılması için gerekli tedbirler alınmalıdır. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye girişlerinin yerel paranın aşırı derecede değerlenmesi ve cari açığı büyütmesine karşı politika önlemleri geliştirilmelidir.

Anahtar Sözcükler: Uluslararası Sermaye Hareketleri, Ekonomik Büyüme, Portföy Yatırımları, Diğer Yatırımlar, Türkiye.

ABSTRACT
THE EFFECT OF FOREIGN PORTFOLIO AND OTHER INVESTMENTS ON
GROWTH IN TURKEY

Yasemin ŞAHİN

With the acceleration of financial liberalization movements in the world, international capital movements have reached very large dimensions. As a result, the importance of international capital movements in the formation of basic economic indicators has started to increase. In this context, it is seen that economic growth processes in many countries are influenced by global capital movements. So much so that today, foreign capital inflows have become an important source to achieve the goal of economic growth. In this context, the relations between international capital movements and economic growth have constituted an important research area and have started to be analyzed in many different dimensions.

Within the scope of the study, the effects of capital inflows in the form of portfolios and other investments in Turkey on economic growth were investigated. The effects of portfolio investments in the form of stocks and debt securities and other short- and long-term investments on growth were analyzed with Johansen Cointegration and Granger Causality tests using quarterly data between 2003 and 2022. Empirical findings have shown that there is a causality relationship only from capital inflows in the form of other short-term investments to growth. The impact of other financial foreign capital inflows to Turkey on economic growth has not been determined.

The fact that there is only a causal relationship from short-term foreign investments to economic growth in Turkey has revealed the importance of short-term capital movement management. Accordingly, while short-term capital inflows are encouraged for economic growth, necessary measures should be taken to reduce the long-term negative effects of such capital inflows. In this context, policy measures should be developed to prevent short-term capital inflows from overvaluing the local currency and widening the current account deficit.

Keywords: International Capital Movements, Economic Growth, Portfolio Investments, Other Investments, Turkey.

ÖNSÖZ

Çalışmamın her saniyesinde ince bir titizlik göstererek bana bilgi birikimini aktaran, tecrübesini ve desteğini eksik etmeyen değerli tez danışmanım Prof. Dr. Özcan KARAHAN' a, ekonometrik çalışmalarda bana yardımını esirgemeyen değerli hocam Doç. Dr. Musa BAYIR' a ve gördüğümde soru sormaktan çekinmediğim ve her daim desteğini alabileceğim sevgili hocam Doç. Dr. Evren İPEK' e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek lisans eğitim sürecinde İstanbul' da yaşayan aileme gereken vakti ayıramadığımdan öncelikle aflarına sığınarak bana destek oldukları için babam Emin KÖKLÜ ve annem Aysel KÖKLÜ' ye, kız kardeşime ve üç minik kuş olarak tabir ettiğim biricik yeğenlerime teşekkürü bir borç bilirim. Evlilik hayatının zorlu süreçlerinde özellikle de ev işleri konusunda bana destek olan ve her zaman annem olarak gördüğüm kayınvalidem Hadiye ŞAHİN' e teşekkür ederim.

Yüksek lisans eğitim sürecince anlayışlarını ve desteklerini benden esirgemeyen saygıdeğer Vakıfbank Bandırma Şubesi Müdürü Kanan GÜNEŞ ile değerli mesai arkadaşlarıma da teşekkürlerimi sunarım.

Her daim yanımda olan, beni destekleyen, ilgisini hiçbir zaman eksik etmeyen, zor anlarımda beni teşvik eden, bana güç veren sevgili eşim Erdal ŞAHİN' e çok teşekkür ederim.

Yasemin ŞAHİN

Bandırma/BALIKESİR

0702/2024

İÇİNDEKİLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ETİK BEYANI	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLOLAR	ixi
ŞEKİLLER	x
KISALTMALAR	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME.....	3
1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ.....	3
1.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı, İşlevi ve Türleri.....	5
1.1.1. Doğrudan Fiziki Yatırımlar	7
1.1.2. Portföy Yatırımları	10
1.1.3. Diğer Yatırımlar	11
1.2. Küresel Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	14
1.3. Türkiye’ ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	20
2. EKONOMİK BÜYÜME.....	24
2.1. Tanım ve Ölçüm.....	24
2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri	27
2.2.1. Geleneksel Büyüme Modelleri	27
2.2.2. Harrod-Domar Büyüme Modeli	31
2.2.3. Solow Büyüme Modeli.....	33
2.2.4. İçsel Büyüme Modelleri	35
2.3. Türkiye’ de Ekonomik Büyümenin Gelişimi	38

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMLARIN BÜYÜMEYE ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİLER VE AMPİRİK LİTERATÜR 43

1. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ	44
1.1. Hisse Senedi Yatırımları ve Ekonomik Büyüme	44
1.2. Borç Senedi Yatırımları ve Ekonomik Büyüme.....	51
2. YABANCI DİĞER YATIRIMLAR BE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	54
2.1. Uzun Vadeli Diğer Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	55
2.2. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme	57
3. YABANCI PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMZ İLE BÜYME İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK LİTERATÜR.....	60
3.1. Portföy Yatırımları ile Büyüme İlişkisine Yönelik Çalışmalar.....	61
3.1. Diğer Yatırımlar ile Büyüme İlişkisine Yönelik Çalışmalar.....	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMLARIN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ 76

1. ARAŞTIRMA MODELLERİ	76
2. VERİ SETİ.....	79
3. EKONOMETRİK ANALİZ YÖNTEMİ	80
3.1. Durağanlık Analizi: Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi	80
3.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi	83
3.3. Granger Nedensellik Testi.....	85
4. AMPİRİK BULGULAR VE YORUM.....	88
SONUÇ.....	93
KAYNAKÇA	96
EKLER.....	110
ÖZGEÇMİŞ.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

TABLÖLAR

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımı	79
Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Düzey Sonuçları	88
Tablo 3: ADF Birim Kök Testi 1. Fark Sonuçları	88
Tablo 4: Model 1 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	89
Tablo 5: Model 1 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları	89
Tablo 6: Model 2 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	90
Tablo 7: Model 2 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları	90
Tablo 8: Model 3 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	91
Tablo 9: Model 3 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	91
Tablo 10: Model 4 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	92
Tablo 11: Model 4 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları	92

ŞEKİLLER

Şekil 1: Küresel Özel Sermaye Hareketleri Hacmindeki Gelişmeler (Milyon USD)	16
Şekil 2: Küresel Sermaye Hareketleri Kompozisyonunda Gelişmeler (Milyon USD) ..	17
Şekil 3: Gelişmiş Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Kompozisyonundaki Gelişmeler (Milyon USD).....	18
Şekil 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Kompozisyonundaki Gelişmeler (Milyon USD).....	19
Şekil 5: Türkiye'ye Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri (Milyon USD)	21
Şekil 6: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Milyon USD) ..	23
Şekil 7: Türkiye'nin Büyüme Performansındaki Gelişmeler	40

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dickey Fuller Test İstatistiği
AET	: Avrupa Ekonomi Topluluğu
AGÜ	: Az Gelişmiş Ülkeler
ASEAN	: Güney Doğu ve Asya Ülkeleri Birliği
BBYKP	: Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DY	: Diğer Yatırımlar
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Amerika Birleşik Devletleri' nin Merkez Bankası
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Harcama
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GÜ	: Gelişmiş Ülkeler
IFF	: Uluslararası Finans Enstitüsü
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İBYKP	: İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
OECD	: Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
PY	: Portföy Yatırımları
SGP	: Satın Alma Gücü Paritesi
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
T.T.K.	: Türk Ticaret Kanunu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
USD	: Amerikan Doları

GİRİŞ

Ekonomiler için en önemli hedeflerden biri yüksek büyüme oranlarına ulaşarak toplumsal refahı artırmaktır. Uzun vadede ekonomik büyümeye ulaşmak için sürekli şekilde yatırım kapasitesinin yükseltilmesi gereklidir. Yatırımların devamlı şekilde artırılmasında ise finansman sağlayacak fon kaynaklarının bulunması büyük önem taşımaktadır. Öyle ki finansal sermayesi güçlü olan ülkeler gelişmiş ülkeler kategorisinde yer alırken finansal sermayesi yetersiz kalan ülkeler ise gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkeler kategorisinde yer almaktadır. Buna göre bir ülkede finansal sermaye dolayısı ile fiziki yatırım stokundaki artış büyüme dinamiklerini güçlendirerek ülkenin gelişmişlik seviyesini yükseltmektedir.

Dünyada finansal liberalizasyon hareketlerinin hızlanması ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri artarak çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Böylece az gelişmiş ülkelerin ekonomik gelişme süreçlerinde global sermaye hareketleri hayati rol oynayan en önemli kaynaklardan biri haline gelmiştir. Başka bir ifade ile uluslararası sermaye hareketleri bir ülkede ekonomik büyüme amacına ulaşmada kritik öneme sahip bir finansman kaynağı olarak ön plana çıkmıştır. Bu bağlamda gelişmekte olan ekonomiler için uluslararası sermayeyi ülkeye çekebilmek büyüme süreçlerini finanse etmek için önemli bir fırsat yaratmıştır. Bunun üzerine birçok gelişmekte olan ülke finansal serbestleşmeye giderek yatırımlarına dış kaynak sağlamak yoluna gitmiştir.

Türkiye ekonomisinde de 1989 yılından sonra yabancı sermaye girişlerine serbestleşme sağlayarak global finansal piyasalara tam entegrasyona gitmiştir. Bunun sonucunda Türkiye'ye çok büyük sermaye girişleri olmuş ve makroekonomik göstergeler üzerinde önemli etkiler yaratmaya başlamıştır. Böylece, Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde yarattığı etkileri araştırmak için yeterli bir tecrübe oluşmuştur. Öyle ki, bu tecrübenin yeterli şekilde analiz edilmesi Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin başarılı bir şekilde yönetilmesi için büyük bir önem kazanmaktadır. Bu bağlamda yabancı sermaye girişlerinin büyüme üzerine etkisinin ayrıntılı bir şekilde ortaya konması Türkiye'de sermaye hareketlerinin yönetimi için önemli çıkarımlar sunacaktır. Bunun yanında sermaye hareketlerinin başarılı bir biçimde yönetilmesi Türkiye'de ekonomik büyüme sürecinin etkin şekilde sürdürülmesine çok büyük katkı sağlayacaktır.

Yukarıda yapılan tespitlerden hareketle bu tezde Türkiye'ye yönelik portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda hisse senedi ve borç senedi şeklindeki portföy yatırımları ile kısa ve uzun dönemli diğer yatırımların büyüme üzerine etkilerini analiz etmek için dört farklı model oluşturulmuştur. Her bir model 2003 ile 2022 yılları arasındaki çeyreklik veriler kullanılarak Johansen Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri ile analiz edilmiştir.

Tez aşağıda belirtildiği şekilde üç ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde uluslararası sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme olgularına ilişkin kavramsal açıklamalar yapılmıştır. Bölümün ilk alt başlığında uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, işlevi ve türleri hakkında bilgiler verilmiştir. Ayrıca dünyada küresel sermaye hareketlerinin gelişimi ile Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin kompozisyonuna ilişkin bilgiler sunulmuştur. Bölümün ikinci alt başlığında ekonomik büyümenin tanımı ve ölçümü ile büyüme modelleri anlatılmıştır. Bunun yanında Türkiye'de ekonomik büyümenin gelişimi tarihi süreç içerisinde incelenmiştir.

İkinci bölümde uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme ilişkisine ait teorik ve ampirik literatür analiz edilmiştir. Bölümün ilk alt başlığında yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi teorik olarak açıklanmıştır. Bu kapsamda yabancı hisse senedi ve borç senedinin ev sahibi ülkedeki ekonomik büyüme ile etkileşimi ele alınmıştır. Bölümün ikinci alt başlığında yabancı diğer yatırımlarla ekonomik büyüme arasındaki etkileşim teorik olarak incelenmiştir. Bu çerçevede uzun ve kısa dönem yabancı diğer yatırımların ekonomik büyüme ilişkisi ayrı ayrı açıklanmıştır. Bu bölümün üçüncü alt başlığında yabancı portföy ve diğer yatırımların ekonomik büyüme ile ilişkisine yönelik ampirik literatür ele alınmıştır. Hem yabancı ülkelerde hem de Türkiye'de portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisine ilişkin ampirik literatür gözden geçirilmiştir.

Üçüncü bölümde 2003 ile 2022 yılları arasında Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin büyüme üzerine etkisi ampirik olarak incelenmiştir. Bu kapsamda portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi Johansen Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri ile analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Tezin bu kısmında uluslararası sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme olguları teorik olarak açıklanmaktadır. Bu kapsamda önce uluslararası sermaye hareketleri, daha sonra ise ekonomik büyüme olgularına ilişkin açıklamalarda bulunulacaktır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin anlatıldığı alt bölümde sermaye hareketlerinin tanımı ve türleri belirlendikten sonra dünya ve Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimine ilişkin açıklamalar yapılacaktır.

Ekonomik büyüme ile ilgili bilgilerin verildiği alt bölümde ise büyüme tanımları yapıldıktan sonra çeşitli büyüme modelleri ile Türkiye’ de ekonomik büyüme oranlarının gelişimi hakkında bilgiler verilecektir.

1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Dünya ekonomi tarihi incelendiğinde zaman içinde ülkelerin birbirlerine ekonomik açıdan ihtiyaç duymaları ile birlikte mal ve hizmet ticareti yanında finansal açıdan uluslararası sermaye ilişkilerini geliştirdikleri görülmektedir. Özellikle 1970’lerde Bretton Woods sisteminin çökmesi sonucu küreselleşme sürecinin hızlanması ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin çeşitlendiği ve arttığı belirlenmiştir.

Dünyada 1929 yılından sonraki süreçte uzunca bir dönem küresel bir ekonomik çöküş yaşanmış ve ardından toparlanma sürecine tam anlamıyla girmeden II. Dünya Savaşı patlak vermiştir. Bu dönemde ülkelerin iç ve dış ticaretinde, ödemeler dengesinde çok büyük sorunlar ortaya çıkmış gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülke ekonomilerini derinden sarsmıştır (Çetiner & Sever, 2019: 336). Bütün bunların sonucunda ülkelerin mali kayıplarını finanse edebilmek ve ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla 1944 yılının Temmuz ayında ABD’ nin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin katılımıyla uluslararası bir konferans düzenlenmiştir. Konferans sonunda yeni bir uluslararası para sisteminin ilkeleri üzerinde fikir birliğine varılarak

Bretton Woods anlaşması imzalanmıştır. Bretton Woods Konferansı sonunda kabul edilen yeni global ekonomik sistem temel olarak sabit döviz kuru politikasına dayanmaktadır. Buna göre dünya ticaretinde para birimlerinin değerleri ABD dolarına endekslenmiştir. Bu sistemde para birimi olarak uluslararası ticarete ABD dolarının kabul görmesi ABD' ye dünya çapında siyasi ve ekonomik üstünlük sağlamıştır. Öte yandan, Bretton Woods Sistemi, dünya ekonomisinin yeniden inşa edilmesinde başarılı olmuş ve ekonomik istikrar sağlanmıştır (Yakut vd., 2019: 141-143).

Ancak dünyada yaşanan bazı gelişmeler neticesinde 1970' li yıllara gelindiğinde Bretton Woods sistemi çökmüş ve globalleşme süreci hızlanmaya başlamıştır. Uluslararası ticarete doların işlem görmesiyle dünya finansal piyasalarında önemli miktarda dolar arzı yükselmiştir. Ayrıca ABD' nin Vietnam Savaşı sebebiyle kamu harcaması çok fazla artarak ABD' de cari işlemler açığı 1960'ların sonlarına doğru rekor düzeye ulaşmıştır. Bütün bunlar doların dünyada değer kaybı yaşamasına sebep olmuştur. Böylece dolara olan güven yerini güvensizliğe bırakmış ve sonrasında Bretton Woods Sisteminin çöküş süreci başlamıştır (Kaya, 2011: 36).

Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte hızlı bir globalleşme ve finansal liberalizasyon sürecine girilmiştir. Bu şekilde ekonomideki kısıtlayıcı politikaların gevşetilmesiyle dünyada uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı bir şekilde ivme kazandığı görülmüştür. Öyle ki, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrol mekanizmalarının gevşetilmesiyle sermayenin ülkeler arasındaki giriş çıkışı kolaylaşmıştır (Akdemir, 2017: 10). Başka bir ifade ile, Bretton Woods sisteminin çöküşü ve yaşanan diğer gelişmeler dünya ekonomisinin yapısında ve ayrıca yabancı sermaye hareketlerinde köklü değişimlerin yaşanmasına neden olmuştur. Finansal serbestleşmeyle birlikte ülkeler arasında sermayenin giriş çıkışı önündeki engellerin kaldırılmasıyla bütün dünyada uluslararası sermaye hareketleri hızlı bir biçimde artmıştır (Çetin, 2008: 3-4).

Dünyada yukarıda belirlenen evrime paralel olarak Türkiye'de de 1980'li yılların sonundan itibaren uluslararası sermaye hareketleri konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Ülkemizde 1989' da çıkarılmış olan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Böylece 1980'li yılların başlarında iç finansal liberalizasyonun tamamlanmasından sonra

1989 yılında dış finansal liberalizasyonu da uygulanmaya koyarak Türkiye ekonomisi uluslararası finansal sisteme tam olarak entegrasyon sağlamıştır. Bunun sonucunda Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişlerinde önemli artışlar yaşanarak temel makroekonomik göstergelerle önemli etkiler yaratmaya başlamıştır.

1.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı, İşlevi ve Türleri

Günümüzde giderek önem kazanan uluslararası sermaye hareketleri üzerine birçok inceleme ve çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda uluslararası sermaye hareketleri hakkında çok çeşitli tanımlamaların yapıldığı görülmektedir. Tezin bu bölümünde, uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin literatürde yapılan kavramsal tanımlamalar detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

Uluslararası sermaye hareketleri, genel bir ifade ile bir ülkenin fonlarının başka bir ülkeye girişi ve çıkışı şeklinde tanımlanabilir. Başka bir ifade ile uluslararası sermaye hareketleri, herhangi bir ülkedeki ekonomik birimin başka bir ülkedeki ekonomik birime karşılıksız para aktarması veya ondan bir varlık ya da hizmet satın almak için para transferi gerçekleştirmesidir. Buna göre uluslararası sermaye hareketleri, ülkeler arasında gerçekleşen finansal fon giriş çıkışları şeklinde tanımlanabilir. Başka bir ifade ile sermaye hareketleri sermayenin bir ülkeden çıkarken başka bir ülke ekonomisine giriş yapmasıdır (IMF, 1991: 77).

Sermaye hareketleri ülkeler arası kaynak transferi olarak nitelenebilir. Öyle ki, sermaye hareketleri kapsamında borç veren ülke açısından sermaye ihracı, ev sahibi ülke açısından ise sermaye ithali gerçekleşmektedir. Buna göre bir ülkede tasarruf fazlası olan kişi veya kurumun tasarruflarını değerlendirmek için fon ihtiyacı duyan ülkeye kaynak aktarımı uluslararası sermaye hareketlerinin temel dinamiğini oluşturmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri çerçevesinde fon fazlası olan ülkeler sermaye ihraç edenler olarak bilinirken, fon talebi olan ülkeler ise sermaye ithal eden ülkeler olarak nitelendirilmektedir. Bu kapsamda fon fazlası olan ülkeler yani sermaye ihraç edenler gelişmiş ülkeleri, sermaye ithal eden ülkeler ise gelişmekte olan ülkeleri ifade etmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri sürecinde gelişmiş ülkeler sermaye ihracı ile daha yüksek finansal getiri elde ederek varlıklarını artırır. Gelişmiş ülkeler ekonomik

kalkınma sürecini başarı ile tamamlamış dolayısı ile tasarruf fazlası veren ülkelerdir. Bunun için bu tip ülkelerdeki ekonomik birimler tasarruf fazlası ile oluşturdukları fonlarını değerlendirmek için yüksek finansal getiri arayışı içindedir. Bu çerçevede, gelişmiş ülkedeki ekonomik birimler uluslararası sermaye hareketleri sayesinde tasarruflarına en yüksek getiriyi getirecek imkanlara sahip olurlar.

Uluslararası sermaye hareketleri az gelişmiş ülkeler açısından ise ekonomik gelişimlerini tamamlamak için kullanılabilecek önemli bir ek kaynaktır. Az gelişmiş ülkeler milli gelir düzeylerini arttırmak için yatırım yapacak kaynakları kendi düşük iç tasarruflarından sağlayamamaları sebebiyle dış kaynağa ihtiyaç duyarlar. Uluslararası sermaye girişleri sayesinde yatırımlarını artırarak ekonomik refahlarını yükseltme imkanına kavuşurlar. Böylece az gelişmiş ülkeler açısından uluslararası sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki temel amaç, ekonomik kalkınma için gereken fonları temin etmektir. Öyle ki, bu fonlar, ülkenin ekonomik gücünü artırma ve ulusal varlıklarına zenginleştirme potansiyeline sahiptir (Bulutoğlu, 2000: 72-73).

Uluslararası sermaye hareketlerinin yukarıda belirlendiği şekilde az gelişmiş ülkelerin kalkınmasına katkı sağlaması için etkin bir biçimde kullanılması gerekir. Çünkü uluslararası fonlar ülkeye çekildiğinde ekonomik olarak önemli bir yükümlülük altına girilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere gelen uluslararası sermaye, ülkenin ulusal varlığı değildir, kısa veya uzun vadeli dış kaynak niteliğindedir. Ülkelerine gelen dış fonlar için çoğu zaman oldukça yüksek faiz ödeyen az gelişmiş ülkeler bu kaynakları ihracata yönelik üretimi artıracak alanlarda kullanılmalıdır. Örneğin bu fonlar tüketim harcamaları yerine teknolojiyi geliştirecek verimli yatırımlarda değerlendirilerek ülkenin uzun dönemde milli gelirini yükseltecek şekilde değerlendirilmelidir.

Literatürde uluslararası sermaye hareketleri için farklı gruplandırmalar yapılmış olsa da genel olarak resmi sermaye hareketleri ve özel sermaye hareketleri şeklinde iki ana kategori de sınıflandırılmıştır (Atik, 2020: 4098).

Resmi sermaye hareketleri, IMF, OECD ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar ve ülkeler tarafından verilen krediler ve bağışlar şeklindeki fon transferlerini kapsamaktadır. Resmi sermaye hareketleri genellikle ülkelerin kalkınmaları amacıyla yapıldığından bu tür sermaye akımları gelişmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere fon

desteği şeklinedir (Çelik vd., 2015: 558). Bunun için düşük faizli ve uzun vadeli krediler şeklinde gelişmekte olan ÷lkelerin cari açıklarının ve borçlarının finanse edilmesi ile dış borçlarının yapılandırılması amacıyla gerçekteşmektedir. Resmi sermaye hareketlerinin bir kısmı ise ekonomik kalkınmanın sağlanması amacıyla hibe şeklinde yapılan mali transferden oluşmaktadır. Bu tip resmi sermaye hareketleri siyasi, sosyal, coğrafi ve dini amaçlar doğrultusunda da yapılmaktadır (Canikli, 2010: 14).

Özel sermaye hareketleri ÷lkeler arasında özel ekonomik birimler arasındaki sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bölümü, finansal serbestleşme ve küreselleşme öncesinde, ağırlıklı olarak resmi sermaye hareketleri şeklinde gerçekteşmekteydi. Ancak dünya ekonomisinde küreselleşme eğiliminin artması ile birlikte resmi sermaye hareketlerinden özel sermaye hareketlerine doğru önemli bir değişim gör÷lmüştür. Başka bir ifade ile piyasalarda finansal serbestleşme ve küreselleşme olgusuyla birlikte özel sermaye hareketleri hızla payını genişletmiştir. Özellikle 1980'lerden itibaren sermayeye ihtiyacı olan ÷lkelerin finansal serbestleşme yönünde aldığı mali serbestleşme kararları ve uyguladığı politikalar sonucunda özel sermaye hareketleri iyice yaygınlaşmıştır (Alakbarov, 2021: 5). Bu şekilde ÷lkeler arasında gerçekteşen sermaye hareketlerini doğrudan fiziki yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar olmak üzere üç grupta sınıflandırarak açıklamak mümkündür (Hamad, 2022: 35).

1.1.1. Doğrudan Fiziki Yatırımlar

Doğrudan fiziki yatırımlar ev sahibi ÷lkede yeni bir şirket kurarak, mevcut olan bir şirketin paylarını satın alarak ya da bir ortaklık payı kanalıyla ÷lkeye giriş yapan uzun vadeli yabancı yatırımlardır. Doğrudan fiziki sermaye yatırımları, genellikle çok uluslu şirketlerin uluslararası piyasada kar elde etmek için dünyanın çeşitli bölgelerinde yaptıkları girişimlerden oluşmaktadır. Çok uluslu şirketler ihtiyaç duydukları hammadde kaynaklarına ucuz bir şekilde erişmek ve sunulan diğer maliyet avantajlarını değerlendirmek üzere yatırımlarını uluslararası düzeyde çeşitlendirme yoluna giderler. Bunun için gelişmekte olan ÷lkelerde yeni fabrika veya şirket kurmak, var olan şirketi satın almak ya da onlarla birleşmek yolu ile yatırımlarını gerçekteştirirler (Seyidoğlu, 2017: 718-719).

Küreselleşme sürecinin etkisiyle, doğrudan sermaye hareketleri günümüzde ülke ekonomilerinin gelişimi ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için büyük önem arz etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından ülke ekonomilerinde istikrarlı büyümenin sağlanması için oldukça önemlidir. Doğrudan yabancı yatırımlar dünya ekonomileri arasında önemli bir entegrasyon mekanizması işlevi görerek küresel bütünleşmeyi desteklemektedir. Yabancı sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde gerekli olan sermaye ihtiyacını karşılamakta büyük bir paya sahiptir. Gelişmiş ülkeler açısından ise sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasında önemli bir işlev yerine getirmektedir. Bu nedenle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin artması için önemli avantajlar sağlamaktadır (Salgut, 2023: 6). Özellikle gelişmekte olan ülkeler, yatırım yapmada yetersiz kalan sermaye açıklarını finanse etmek, yatırımlarını yapacak sermayeyi temin etmek ve yatırımlarının devamlılığını sağlamak için fiziki nitelikte olan doğrudan yabancı sermaye akımlarına ihtiyaç duyarlar. Bunun için doğrudan fiziki yatırımlar gelişmekte olan ülkelere hem makro ekonomik sorunların çözümünde hem de ekonomik büyümenin sağlanmasında önemli bir rol üstlenmektedir (Seyidoğlu, 2018:139-142).

Doğrudan yabancı sermayenin ülkeye gelmesinde jeopolitik konumu yanında ülkenin hukuki alt yapısı, idari stabilizasyon ve bürokratik işlemler ile yaşanan siyasi gelişmeler önemli rol oynamaktadır. Ayrıca, istihdam yapısı, piyasa hacmi, sahip olduğu risk primi gibi ekonomik göstergelerde etkili olmaktadır (Ulutaş, 2021: 9-10). Bunun yanında yabancı yatırımcılar başka bir ülkede yatırım kararı alırken, söz konusu ülkede hukuki sistemin güçlü, şeffaf ve adil olmasını isterler. Çünkü güçlü bir hukuki altyapı, yatırımların korunması açısından önemlidir. Siyasi kararlar ve ülkedeki ekonomik istikrar, yatırımcıların uzun vadeli planlar yapmasında etkili olur. Öyle ki, politik istikrarsızlık ve belirsizlik, yatırımların gelmesini engeller. Bir ülkenin coğrafi konumu, ticaret yollarına yakınlık veya stratejik önemi gibi faktörler yabancı yatırımcılar için önemlidir. Geniş bir nüfus, potansiyel müşteri tabanı ve işgücü kaynağı anlamına gelir. Ayrıca, ucuz ve kalifiyeli işgücü de yatırımlar için çekici olabilir. Vergi politikaları, yatırım getirisini etkileyen önemli bir faktördür. Özellikle düşük vergi oranları ve çeşitli vergi teşvikleri, yatırımların yönünü ülkeye çevirebilir. Dolayısı ile

vergi politikaları ve çeşitli vergi teşvikleri, yatırımcılar için çok önemlidir. Bir ülkenin iç pazar büyüklüğü, yatırımcılar için bir başka önemli unsurdur. Ayrıca iyi bir altyapı, yatırımların daha etkin bir şekilde gerçekleşmesine olanak tanır. Yetersiz altyapı, başta lojistik olmak üzere birçok soruna neden olmaktadır. Hızlı ve etkili idari süreçler yatırım yapmayı kolaylaştırabilir. Öte yandan ülkenin sahip olduğu risk primi o ülkeye yatırım kararı vermesinde rol oynayan çok önemli bir göstergedir. Bu bakıdan ülkenin risk priminin düşük olması yatırım çekmesinde kritik rol oynamaktadır (Tokuşoğlu, 2023: 23-25).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları geliştirmekte olan ülkeye döviz girdisi sağlamanın yanında doğrudan doğruya ülkenin üretim kapasitesi ve istihdamını artırır. Bu tür yatırımlar herhangi bir olumsuzluk durumunda ülkeyi ani terk etme riski taşımadığından uzun vadeli fiziki bir yatırım türü olarak görülür. Dolayısı ile diğer tür sermaye girişleri gibi ülke ekonomisinde ani mali krizlere yol açmazlar. Öyle ki, uzun dönemli kar amacıyla gelen doğrudan yatırımlar fiziki ve sabit yatırımlardan oluştuğundan, ülke ekonomisinde yaşanan bir krizle birlikte ülkeyi terk etmesi zordur (Fernández-Arias ve Hausmann, 2001: 36). Öte yandan doğrudan fiziki yatırımlar ev sahibi ülkeye teknoloji ve know-how transferi gibi önemli avantajlarda sağlamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye girişi sağlaması ve ayrıca beraberinde teknoloji, know-how (bir işin nasıl yapılacağına dair pratik bilgi), risk dağıtımı, yeni iş tecrübesi, yeni yönetim yetenekleri gibi bilgileri de getirirler.

Doğrudan yabancı yatırımlar yukarıda belirlenen faydaları sağlayarak ülkenin sermaye stoku ve verimliliğini artıracak olumlu sonuçlar yaratırken beraberinde bir takım olumsuz sonuçlarda doğurur. Başka bir ifade ile doğrudan yabancı yatırımların genelde olumlu etkilerinden bahsetmek yanında bazı olumsuz etkilerinden bahsetmek de mümkündür. Buna göre yabancı yatırımlara tanınan bir takım ekonomik, idari ve siyasal serbestlikler ya da vergi muafiyetleri gibi ayrıcalıklar bu tür yatırımların miktarını artırarak ülke ekonomisi üzerinde yabancı denetimlerinin yükselmesine neden olabilir. Öyle ki, bu şekilde yabancı yatırımların artması ile piyasada artan yabancı yoğunluğu sonucunda piyasada rekabet koşulları bozulabilir. Doğrudan yabancı yatırım girişi süreci sonunda oligopol gücü elde eden bu yabancı şirketler haksız rekabet üstünlüğü elde edebilirler. Böylece yerli şirketler faaliyetlerini sürdürmek konusunda

zorluk yaşıyarak piyasadan çekilmek zorunda kalırlar. Bunun sonucunda piyasada yerli üretim seviyesi çok düşük seviyelere gerileyebilir. Bu durum doğrudan yabancı sermayeye ev sahipliği yapan ülke için ihracat kapasitesini daraltıcı etkiler yaratabilir. Ayrıca ülkede ithalatı arttırarak cari açığının önemli miktarda yükselmesine neden olabilir. Bunun için söz konusu yatırımlara yönelik olarak hükümetlerin dengeli bir politika uygulaması gerekmektedir. Böylece, sağladığı avantajlarla en çok tercih edilen sermaye giriş olmasına rağmen doğru ekonomi politikaları ile yabancı sermaye girişlerinin dengeli bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir (Seyidoğlu, 2017: 781-782).

1.1.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların kendi ülkesi dışında uluslararası piyasalarda tasarruflarına daha fazla sermaye kazancı ile faiz ya da temettü geliri elde etmek amacıyla gerçekleştirdikleri yatırımlardır. Bu kapsamda özel sektör veya devlet tahvili, hisse senedi gibi sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmaktadır. Portföy yatırımlarında, tasarruf sahiplerinin en temel amacı servetlerine en az risk ile en yüksek getiriyi sağlamaktır. Bu nedenle de tasarruf sahipleri tasarruflarını yüksek getiri veren ülkeye aktarırken ülkenin ekonomik, siyasi, politik, coğrafi ve sosyal olayları da göz önüne alırlar. Portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi fiziksel varlıklarla ilişkilendirilmez. Finansal nitelik taşıdıklarından likiditesi yüksek ve kısa vadeli yatırımlardır. Portföy yatırımları bir ülkeye aniden gelip aniden çıkabilirler, bu özelliği ile sıcak para niteliği taşımaktadırlar. Ülkede ekonomik ve siyasi istikrarsızlık meydana gelmesi sermayenin ülkeden hızlıca çekilmesine neden olur. Bu durum ödemeler bilançosunda sermaye hesabının açık vermesine ve hatta ülke ekonomisinde büyük krizlerin yaşanmasına yol açabilmektedir (Başoğlu, 2000: 89-91).

Uluslararası portföy yatırımları, şirkete ait hisse senedi ya da tahvillerin satın alındığında yatırımcıya, şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Portföy yatırımları işletme değerinin en fazla %10 unu aşmayacak şekilde gerçekleştiğinden yatırımcısına herhangi bir ortaklık veya yönetimde söz sahibi olma yetkisi tanımaz (Jafarli, 2022: 14). Bu yatırımlar, ülkeden çıkmış olsa bile söz konusu ülkede meydana gelen olumsuzlukların düzelmesi halinde ülkeye tekrardan geri gelebilirler. Portföy yatırımlar, likiditeye çevrilme hızı yüksek olan yatırım türleri olduğundan yatırımcılar için en az risk taşıması sebebiyle daha çok tercih edilir. Ancak ülkede en küçük bir

istikrarsızlık yaşanması halinde ülkeyi hemen terk edebilme özelliği onu ev sahibi ülke açısından en riskli sermaye girişi haline getirmektedir (Yıldız, 2012: 23-37).

Uluslararası sermaye hareketleri, 1990' lardan itibaren daha çok portföy yatırımlara yönelik olarak gerçekleşmeye başlamıştır. Bunun birinci nedeni finansal liberalizasyon etkisiyle finansal kaynakların ülkeler arasında geçişinin kolaylaşmasıdır. İkinci nede ise teknolojik gelişmeler ile birlikte uluslararası verilere kolay ulaşımın sağlanmasıdır. Öyle ki, dijitalleşme ile birlikte portföy yatırımlarının likidite hızı doğrudan yatırımlara oranla daha hızlı bir şekilde gerçekleşmiştir (Hasbi, 2022: 63).

Yabancı portföy yatırımları, ülkeye girdiğinde ekonomiye ek kaynaklar sunan büyük bir finansman potansiyelidir. Bu kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesi, özellikle üretken sanayi sektörlerinde kullanılması, ekonomik kalkınma açısından önemlidir. Başka bir ifade ile, yabancı portföy yatırımlarının verimli alanlara yönlendirilmesi, ülkenin uzun vadeli iktisadi kalkınması için kritik bir role sahiptir (Cengiz ve Karacan, 2015: 3).

Öte yandan yabancı portföy yatırımlarının ülkeye girişi, ülkede yabancı para miktarında likidite artışına bağlı olarak yerel paranın aşırı değerlenmesine yol açabilir. Değer kazanan yerel para birimi, döviz kurunu üzerinde baskı oluşturarak ithalatın artmasına ve ihracatın azalmasına yol açabilir. Bunun sonucunda ülkede dış ticaret açığı artabilir. Ayrıca portföy yatırımları ülkede artan likidite enflasyonu körüklemektedir. Bütün bu faktörler ülkede yatırım yapan yabancı yatırımcıların, ülkeyi riskli bularak herhangi bir olumsuz gelişme anında portföy yatırımlarını hızlı bir şekilde ülkeden çekmelerine yol açabilmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının ülkeden çıkışı ise dövize olan talebi arttırarak yerel para birimde değer kaybına neden olur. Bu durum döviz üzerinden yabancı borcu yüksek olan ülkelerde çok önemli ekonomik sorunlar doğurmaktadır (Dadush, vd., 2000: 55). Dolayısı ile portföy yatırımları şeklinde sermaye girişlerinin etkin şekilde yönetimi ev sahibi ülkede ekonomik istikrar açısından önemlidir.

1.1.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar, ödemeler bilançosunun doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları kalemlerini kapsayan yatırım türleri ile rezerv dışında kalan yabancı sermaye hareketleri

kapsamaktadır. Genel bir ifade ile daha çok para piyasasında işlem gören özel ve resmi nitelikteki yatırım enstümanlarından oluşmaktadır (Shukur, 2020: 39). Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri ödemeler dengesi bilançosunda varlık ve yükümlülük hesapları alt kalemlerindeki değişimlerle takip edilebilir. Diğer yatırımların varlıklar alt kaleminde yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilere kullandığı ticari ve nakit krediler, bankaların yurtdışı muhabirlerinin döviz varlıklar bulunmaktadır. Yükümlülükler alt kaleminde ise yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden kullandıkları ticari ve nakit krediler, Merkez Bankası ve bankaların yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları vardır (Karahan ve İpek, 2013: 301-302).

Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri vadelerine göre kısa ve uzun vadeli olarak iki gruba ayrılabilir. Bir yıldan uzun süreli olanlar uzun vadeli sermaye hareketleri, vadesi 1 yıldan kısa olanlar ise kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılır.

Uzun vadeli diğer yatırımlar, IMF, Dünya Bankası vb. uluslararası mali kuruluşlardan sağlanan krediler şeklinde gerçekleşir. Bu tür yabancı sermaye girişleri makroekonomik dengelerin düzeltilmesi, projelerin gerçekleştirilmesi, büyük yatırımların desteklenmesi amacıyla verilir. Başka bir ifade ile uzun vadeli diğer yatırımlar, genellikle proje finansmanı ve ekonomik dengeyi sağlamayı amaçlayan büyük yatırımların desteklenmesinde kullanılmaktadır. Böylece bu tip sermaye girişleri daha çok verimli alanlarda kullanıldığından ev sahibi ülke ekonomisine çok önemli fayda sağlar. Öte yandan, uzun vadeli kredi niteliğine sahip olması bu tür sermaye hareketlerinin oldukça istikrarlı bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir (Tatar, 2022: 32). Bunun için uzun vadeli diğer yatırımların ev sahibi ülkenin makroekonomik dengeleri üzerinde bozucu etkiler yaratması söz konusu değildir. Ancak, uzun vadeli sermaye girişlerinin ev sahibi ülke tarafından amacına uygun kullanılmaması durumunda olumsuzluk yaratması söz konusu olabilir. Amacına uygun kullanılmayan uzun vadeli diğer yatırımlar ev sahibgi ülkeyi aşırı yükümlülük altına sokarak ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir (Çetin, 2012: 34).

Kısa vadeli diğer yatırımlar ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları ve ihracat kredileri gibi yatırım araçları

ile gerçekleştirilen sermaye hareketleridir. Bununla birlikte kısa vadeli diğer yatırımlar genellikle bankalara yatırılan mevduatlar şeklinde ev sahibi ülkeye giriş yapmaktadır. Bu nedenle ev sahibi ülkenin mevduat faizine karşı aşırı duyarlıdır. Öyle ki, yüksek faiz düşük kur politikasının yarattığı arbitrajından yararlanmak isteyen yatırımcılar tarafından oldukça tercih edilen bir yabancı yatırım türüdür (Akdemir, 2017: 19-21). Ev sahibi ülkeye faizlerin yükselmesi ile aniden giriş yapılabilir. Ancak aynı zamanda ülkede makroekonomik dengesizliklerin görülmesi halinde hızlıca ülkeyi terk edebilir. Bu spekülatif özellikleri nedeni ile kısa vadeli diğer yatırımlar sıcak para olarak ifade edilmektedir. Sermaye ihtiyacı olan ülkeler genellikle bu tür sermaye girişlerini kısa vadede cari açığı finanse etmek amacıyla kullanmaktadır (Has, 2007: 5).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, yurt içi ve yurt dışı etmenlere bağlı olarak değişkenlikler gösterebilir. Yurt içi ekonomik faktörlerden kaynaklanan sermaye girişleri, genellikle faiz ve döviz kuru farklarından yararlanma amacı taşımaktadır. Öte yandan, kısa vadeli sermaye hareketleri yurt dışında global düzeyde yaşanan faktörlerden de etkilenebilir. Dış faktörlerin belirlenmesi yerel otoritelerin kontrolü dışında olduğu için, bu tür sermaye girişlerini ev sahibi ülke açısından oldukça istikrarsız hale getirir (Kont, 1998: 68). Bütün bu özellikleri nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketleri, süreklilik arz etmeyen, iç ve dış nedenlere bağlı olarak oldukça değişkenlik gösteren bir yapıya sahiptir.

Öte yandan, kısa vadeli sermaye hareketleri, vadelerinin kısa olması sebebiyle uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde etkili olma potansiyeline sahip değildir. Ayrıca, kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi ev sahibi ülkeye istikrarsız ve tutarsız bir kaynak bolluğu sunmalarıdır. Çünkü bu tür yabancı kaynaklar ev sahibi ülkede ödemeler dengesi ve kamu açıkları gibi sorunlara ancak geçici çözümler getirebilir. Bununla birlikte bu geçici çözümler ekonomiyi yönetenlerin yapısal önlemler almasını engeller. Başka bir ifadeyle politika yapıcıların gerçek ekonomik çözümlere odaklanma eğilimini ertelemelerine neden olabilir. Bütün bunlar ise ev sahibi ülkenin sürdürülebilir ekonomik büyüme sürecine girmesine imkan verecek yapısal politikalar yönelmesini geciktirir (Tanören, 2009: 7).

1.2. Küresel Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Tarihi süreç içerisinde uluslararası sermaye hareketleri, 18. yüzyılın ikinci yarısında Sanayi Devrimi ile başlayan kapitalist üretimin başlangıç sürecinden itibaren günümüzü kadar birçok faktörün etkisi ile değişiklik göstermiştir. Temel olarak küresel sermaye hareketlerinin gelişiminde az gelişmiş ve gelişmiş ülkeler arasındaki etkileşim çok önemli rol oynamıştır. Az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler her zaman sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Gelişmiş ülkeler ise fazla olan sermayelerini değerlendirme düşüncesiyle hareket ederek gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaktadır. Bunun sonucunda uluslararası sermaye hareketleri dünya çapında hızlı bir şekilde artmıştır (Hasbi, 2022: 103-104). Bu süreç içinde sermaye ulusal sınırlar dışında farklı şekillerde hareket ederek ulusal ekonomilerin gelişiminde çok önemli roller oynamıştır (Hodzhanıyazov, 2016: 5-6).

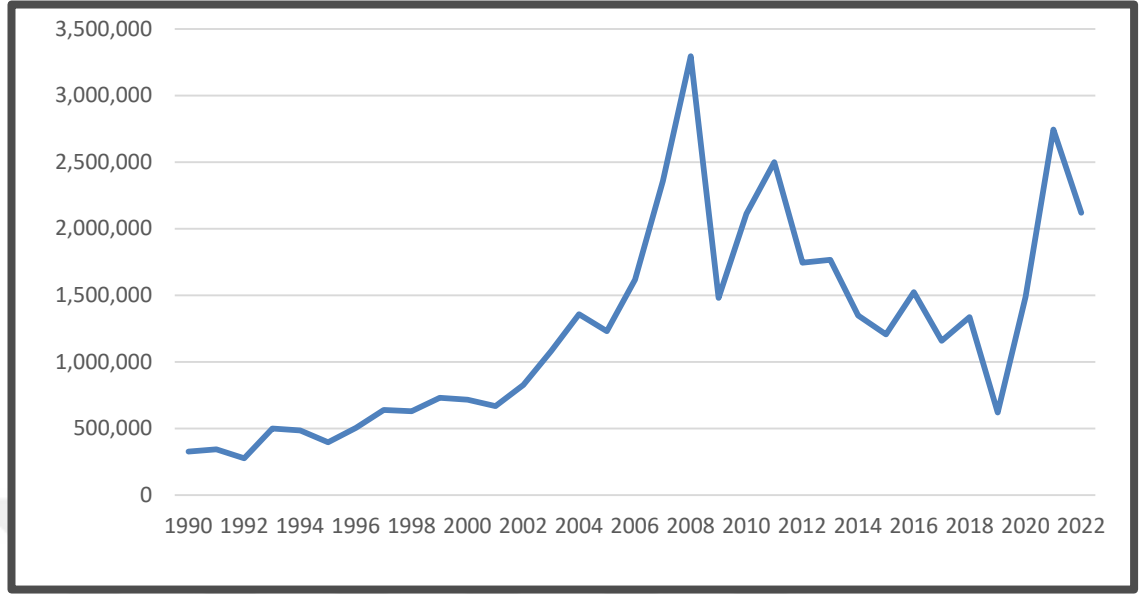
Amerika Birleşik Devletlerinde 1929 yılında yaşanan ekonomik kriz II. Dünya Savaşının yarattığı zorluklarla birleşince dünya ekonomisinde büyük dalgalanmalara yol açmıştır. Bu dönemde karşılaşılan güçlüklerle başa çıkabilmek için, devletler ekonomik sistem içerisinde çeşitli müdahaleler ve kısıtlamalara gitmiştir. Bu kapsamda Bretton Woods sistemi çerçevesinde bütün ülkelerde Amerikan Doları'nın rezerv para olarak kabul edildiği sabit kur sistemi uygulanmaya başlamıştır. Bu müdahaleci ekonomik politika kararları birçok ülke tarafından kabul görmüş ve uygulanmıştır.

Ancak 1970'lerden itibaren Bretton Woods sisteminin çökmesi ve petrol krizlerinin yaşanmasının ardından birçok ülke krize sürüklenmiştir. Bu ortamda ciddi finansal kaynak sıkıntısı ile karşılaşmış ve uluslararası sermaye hareketlerinde uygulanan kısıtlayıcı politikalar sürdürülemez hale gelmiştir (Genç, 2015: 17). Bunun sonucunda devletin ekonomiye müdahalesini savunan görüşler yerine küreselleşme ve finansal serbestleşmeyi savunan görüşlere bırakmıştır. Küreselleşme ile birlikte ulus ekonomileri dünya ekonomisinde bir bütünleşme sürecine girmiştir (Shukur, 2020: 46-49). Avrupa'nın II. Dünya Savaşı sonrasında yeniden inşa sürecine girmesi ile Çok Uluslu Şirketlerin dünya ekonomisinde hâkim güç haline gelmesi, ABD'nin desteği ile Avrupa Ekonomi Topluluğu'nun (AET) kurulması ve para sistemlerinde sabit kur sisteminin yerine dalgalı kur sistemine geçilmesi sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması için önemli bir ortam doğmuştur.

Küreselleşme ve finansal serbestleşme ile birlikte 1980’li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinde önemli bir artış başlamış ve bu eğilim 1990’ lı yıllardan sonra daha da belirgin bir şekilde yükselmiştir. Küreselleşme ve finansal serbestleşme süreci yanında teknolojiye hızlı gelişmelerde ülkeler arasında sermaye hareketliğini yani ulusal finansal sistemlere sermayenin giriş çıkışını kolaylaştırmıştır (Tiryaki, 2017: 12-13). Ayrıca, gelişmiş ülkelerde yaşanan resesyona bağlı olarak faiz oranlarının düşmesi sermayenin daha yüksek getiri elde etmek için az gelişmiş ülkelere yönelmelerine neden olmuştur. Başka bir ifade ile, sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarına yönelik taleplerden kaynaklanmanın yanında sermayedarların daha yüksek finansal getiri elde etmek amacıyla da hizmet etmiştir. Bu şekilde uluslararası sermaye hareketleri hem gelişmiş hem de az gelişmiş ülkelere sağladığı faydalarla hızlı bir artış göstermiştir.

Küresel özel sermaye hareketlerinde 1990 yılı sonrasında yaşanan değişimler aşağıda Şekil 1’ de gösterilmiştir. Buradan 1990’lı yılların başından itibaren, doğrudan fiziki yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşan toplam küresel sermaye hareketlerinde genel olarak hacimsel bir büyümenin yaşandığı açıkça görülmektedir. Bu süreçte uluslararası özel sermaye hareketlerinin 1990’lardan sonra resmi sermaye hareketlerinden daha çok özel sermaye hareketleri şeklinde gerçekleşmesinin büyük rolü olmuştur. Buna göre daha önceleri gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri resmi kanallardan gerçekleştirilirken finansal serbestleşme ile birlikte bu akımlar özel nitelikli sermaye hareketlerine dönüşmüştür (Gedikli, 2010: 175-176).

Uluslararası özel sermaye hareketleri 1990-2008 yılları arasında küresel sermaye hareketleri hacminde dikkate değer bir genişleme yaşanmıştır. Bu dönemde finansal piyasalardaki hızlı küreselleşme ve genişleyici para politikalarının birleşimi, dünya genelinde sermaye hareketlerinin büyük ölçüde artmasına neden olmuştur. Özellikle 2002 yılı itibariyle küresel sermaye hareketleri hacminde bir önceki yıla göre hızlı sıçramalar görülmüştür. Ancak tüm dünya ülkelerini etkileyen ve dünyada ekonomik durgunluk yaşanmasına neden olan 2008 küresel kriz sebebiyle, toplam sermaye hareketlerinde ani bir azalış görülmüştür.



Şekil 1: Küresel Özel Sermaye Hareketleri Hacmindeki Gelişmeler (Milyon USD)

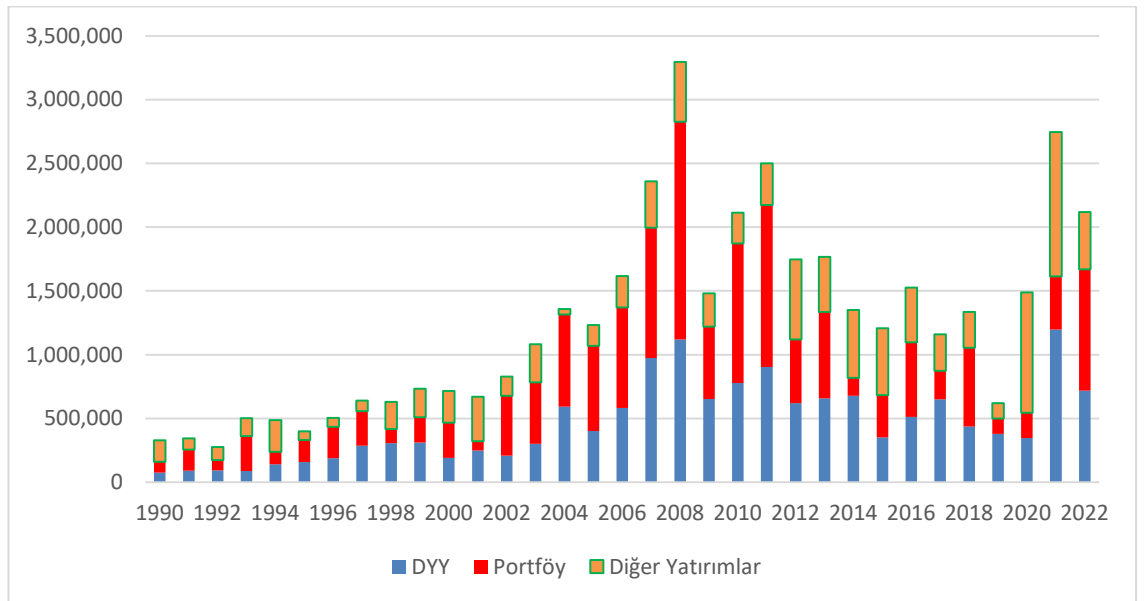
Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Veritabanı 7 Nisan 2023

Uluslararası özel sermaye hareketleri 2009-2019 döneminde ise önemli bir gerileme sürecine girmiştir. Dünya ekonomilerini derinden etkileyen 2008 krizi, bankacılık ve finans sistemine ciddi zararlar vermiştir. ABD ve Avro Bölgesi ülkeleri başta olmak üzere küresel çapta, krizden çıkışı desteklemek amacıyla büyük çaplı parasal genişleme ve ekonomiyi canlandırmaya yönelik programlar uygulanmıştır. Bu önlemler, 2010-2011 yıllarında ılımlı bir toparlanma sağlamıştır. Ancak beraberinde getirdiği borç yükleriyle özellikle de Avro Bölgesinde kamu borç krizine yol açmıştır. Sıkı maliye politikaları ve kemer sıkma önlemleri, ekonomik durgunluğu derinleştirmiştir. Ayrıca, 2012’ de Avro Bölgesinde yaşanan durgunluk ve ABD’ deki borç tavanı tartışmaları, ABD - Çin arasındaki ticaret çatışmalarında çözüme ulaşılamaması, gümrük tarifelerinde yaşanan uyuşmazlık, 2014’ ten itibaren Çin kaynaklı olarak emtia talebinin azalması, petrol ve diğer hammadde ihracatçısı ülkelerin gelirlerini etkilemiştir (TÜRMOB, 2018: 23-27). Bu gelişmeler, küresel ticaret ve finansal sermaye açısından önemli bir risk oluşturarak gerilemesine neden olmuştur.

Uluslararası özel sermaye hareketleri 2019-2022 yılları arasındaki son üç yıl içinde yine oldukça istikrarsız bir seyir izlemiştir. Bunun ana nedeni ise bu yıllarda dünya ekonomisinde önemli istikrarsızlık kaynaklarının oluşmasıdır. ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşları, başta Almanya olmak üzere Avro Bölgesi’nde zayıf ekonomik

göstergeler, Brexit' e ilişkin belirsizlikler, ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki parasal sıkılaştırma uygulamaları 2019 yılında küresel büyüme hızının ivmesini yavaşlatmıştır. Ancak 2020 yılında tüm Dünya ülkelerini etkisi altına alan Kovid-19 salgını merkez bankalarının agresif önlemleri ve varlık alımları, özellikle 2020' de piyasalarda görülen oynaklığı azaltarak finansal koşulları olumlu etkilemiştir. Küresel risk iştahı, 2021 yılı genelinde olumlu bir seyir izlemiştir. Aşının yaygınlaşması ve merkez bankalarının destekleyici politikalar sürdürmesi, finansal piyasalarda pozitif bir ortam oluşturmuştur (SBB, 2021: 16-18). Bu ılımlı atmosfer küresel sermaye hareketleri hacminde büyümeye yol açmıştır. Ancak genişleyen tüketici kredileri, gevşek para politikaları ve likidite artışı, 2022' de giderek artan bir enflasyon eğilimine dönüşmüştür. Artan enflasyon karşısında ülkeler sıkı para politikası kararları alarak, faiz artışına yönelmişlerdir. Ayrıca, 2022' nin başlarında ortaya çıkan Rusya-Ukrayna savaşı risk algısını daha da artırmıştır. 2022 itibariyle de küresel sermaye hareketleri hacminde azalışlar başlamıştır (SBB, 2022: 17).

Küresel özel sermaye hareketlerinin 1990 yılı sonrası dönemde kompozisyonunda yaşanan gelişmeler aşağıda Şekil 2' de gösterilmiştir. Burada toplam uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy ve diğer yatırımlar şeklinde dağılımı verilmektedir.

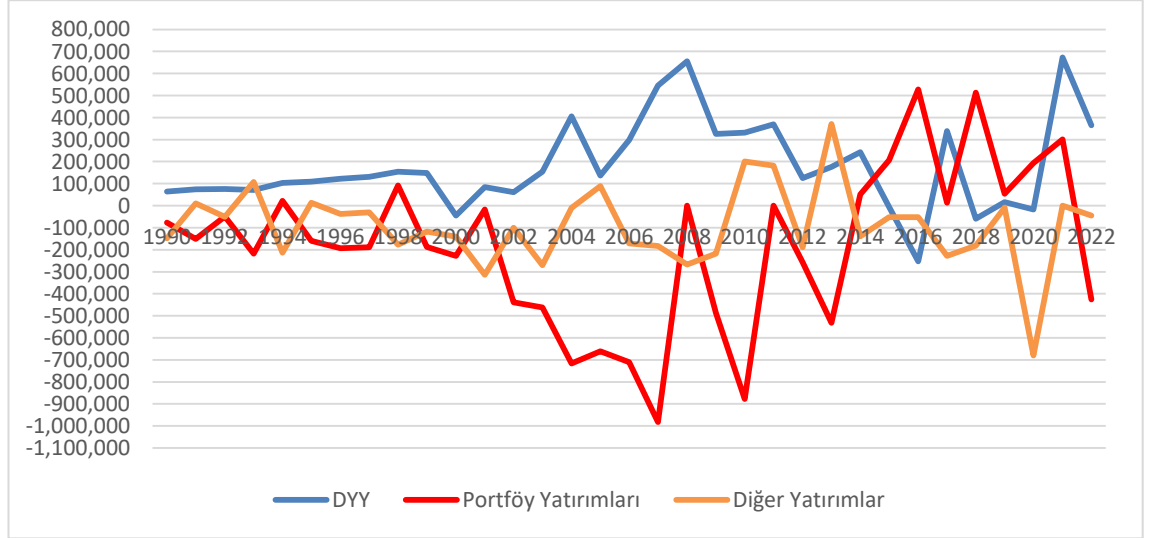


Şekil 2: Küresel Sermaye Hareketleri Kompozisyonunda Gelişmeler (Milyon USD)

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Veri Tabanı 7 Nisan 2023

Yukarıda Şekil 2’ den görüldüğü gibi 1990’ dan 2008’ e kadar küresel sermaye hareketlerinin artışında en büyük paya portföy daha sonrada diğer yatırımların kaynaklık ettiği görülmektedir. Başka bir ifade ile finansal liberalizasyonun etkisiyle ve likidite hızının yüksek olduğu portföy ve diğer yatırımlar, 1990’lı yıllardan itibaren küresel sermaye hareketleri içindeki paylarını arttırmıştır. Özellikle 2002 ve 2008 yılları arasındaki alt dönemde, bu yatırım türlerinin küresel sermaye içerisindeki payı önemli ölçüde artmıştır. Öyle görünüyor ki portföy ve diğer yatırımların likiditesinin yüksek olması, bu tür sermaye hareketlerini yabancı yatırımcılar için daha çekici hale getirmektedir. Bununla birlikte, portföy ve diğer yatırımların olumsuz gelişmeler karşısında hızla çıkış yapma özelliğine sahip olması hem ev sahibi ülkeler hem de uluslararası finansal piyasaların işleyişi açısından önemli riskler oluşturmaktadır (Hasbi ve Evlimoğlu, 2023: 569).

Gelişmiş ülkelere yönelik küresel sermaye hareketlerinin 1990-2022 yılları arasındaki dönemde kompozisyonunda yaşanan gelişmeler aşağıda Şekil 3’ de verilmiştir. Burada gelişmiş ülkelere yönelik toplam uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy ve diğer yatırımlar şeklinde kompozisyonundaki gelişmeler gösterilmektedir.



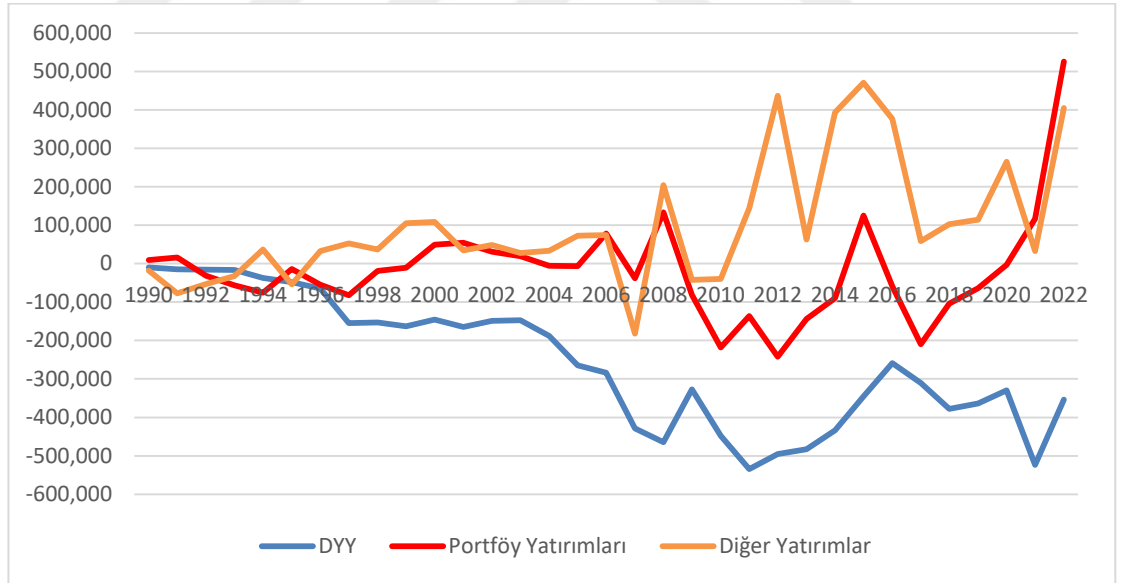
Şekil 3:Gelişmiş Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Kompozisyonundaki Gelişmeler (Milyon USD)

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Veritabanı 7 Nisan 2023

Yukarıda Şekil 3’ e bakıldığında gelişmiş ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımların ciddi dalgalanmalar göstermezken diğer yatırımlar ve özellikle portföy

yatırımlarında ciddi dalgalanmalar yaşandığı belirlenmektedir. Bu durum, portföy ve diğer yatırımların getiri oranlarına ve risklere karşı aşırı duyarlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca söz konusu yatırım araçlarının likiditelerinin yüksek olması istikrarsız bir seyir izlemelerine neden olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, uzun vadeli yatırım özelliği taşıdığından önemli bir dalgalanma göstermemektedir. Ayrıca ekonomik istikrar, düşük enflasyon oranı ve büyüme oranı gibi faktörler gelişmiş ülkeleri doğrudan yabancı yatırımcılar açısından daha çekici yapmaktadır. Öte yandan, portföy ve diğer yatırımlar da özellikle minimum risk arayışı içindeki yatırımcılar için gelişmiş ülkeleri daha cazip ve tercih edilebilir kılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik küresel sermaye hareketlerinin 1990-2022 yılları arasındaki dönemde kompozisyonunda yaşanan gelişmeler aşağıda Şekil 4’ de verilmiştir. Burada az gelişmiş ülkelere yönelik toplam uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy ve diğer yatırımlar şeklinde kompozisyonundaki gelişmeler gösterilmektedir.



Şekil 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Kompozisyonundaki Gelişmeler (Milyon USD)

Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm Verit Tabanı 7 Nisan 2023

Yukarıda Şekil 4’ e bakıldığında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri kompozisyonunda özellikle 2008 krizinden sonra doğrudan yabancı yatırımlarda önemli bir gerileme görülmektedir. Öte yandan, portföy ve diğer yatırım

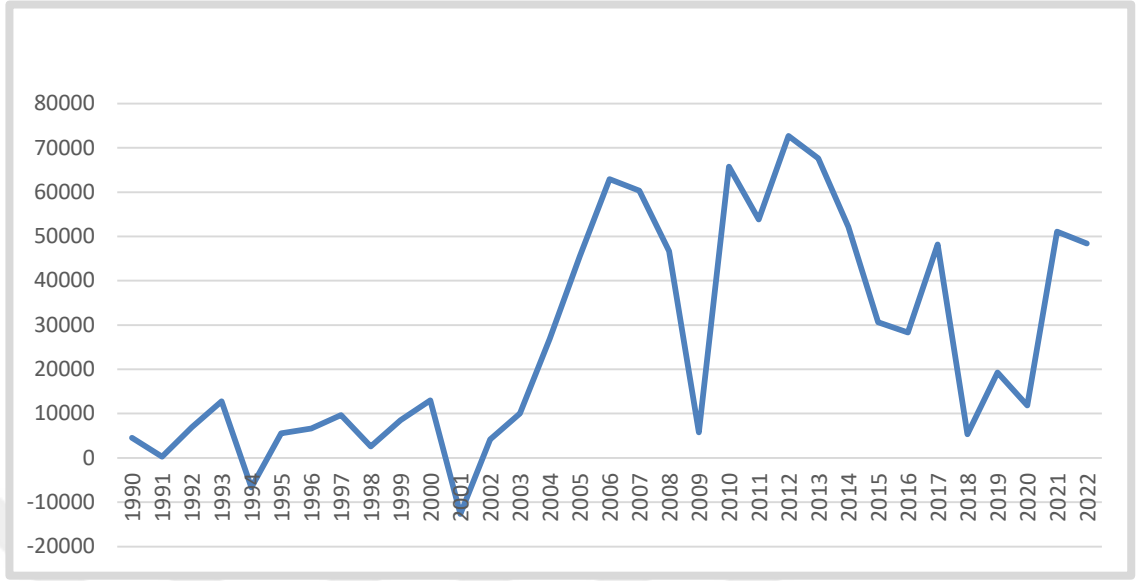
türleri açısından gelişmekte olan ülkeler daha cazip hale gelmektedir. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy ve diğer yatırımlar oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Dünyada 2008 yılında yaşanan kriz, risk algısını, gelişmekte olan ülkeler için artırarak doğrudan yabancı yatırımlar için oldukça dez avantajlı konuma sokmuştur. Buna karşın artan riskler, daha yüksek risk ve getiri peşinde koşan portföy yatırımları için gelişmekte olan ülkeleri tercih edilebilir kılmaktadır. Başka bir ifade ile risklere rağmen yüksek getiriler portföy yatırımlar için bu ülkeleri cazip hale getirmektedir.

1.3. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Türkiye'de 24 Ocak 1980 Kararları ile uygulanmaya başlayan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi benimsenerek dışa açılma ve finansal serbestleşme sürecinde ilk adım atılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu 1982' de yürürlüğe girmiş ve 1986'da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açılmıştır. Son olarak 1989' da Türk Parasının Koruma Kanunu hakkında çıkarılan 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir (Sönmez, 2014: 20-26). Bu kararlar ve yapılan düzenlemelerle Türkiye ekonomisi uluslararası sermaye hareketlerine tam olarak açılmıştır.

Türkiye'ye yönelik toplam sermaye hareketlerinin 1990-2022 yılları arasındaki gelişimi Şekil 5' te sunulmuştur. Burada toplam sermaye hareketi değeri olarak net doğrudan fiziki yatırımı, portföy ve diğer yatırım değerlerinin toplamaları alınmıştır. Görüldüğü gibi Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri 1990-2000 arasında yatay ve düşük bir seyir izlemektedir. Bu durum söz konusu dönemde sermaye hareketlerinin ülkeye yönelmesi açısından önemli bir gelişmenin olmadığını göstermektedir. Sadece 1991 yılı Körfez Krizi ve 1994 ekonomik krizi sırasında sermaye hareketlerindeki negatif gelişmeler dikkat çekicidir.

Türkiye 1990-1994 yılları arasında yabancı sermayeden umduğunu bulamamış üstelik sonraki dönemlerle karşılaştırıldığında sınırlı da olsa ülkeye giren yabancı sermaye ülkedeki diğer olumsuz koşullarla birleşerek 1994 yılında çok önemli bir krize yol açmıştır. Bunun sonucunda IMF destekli istikrar programı çerçevesinde 5 Nisan kararları uygulanmaya konarak ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır.



Şekil 5: Türkiye'ye Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri (Milyon USD)

Kaynak: TCMB EVDS, Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6 El Kitabı) verilerden derlenmiştir. 04.09.2023 EVDS | Tüm Seriler (tcmb.gov.tr)

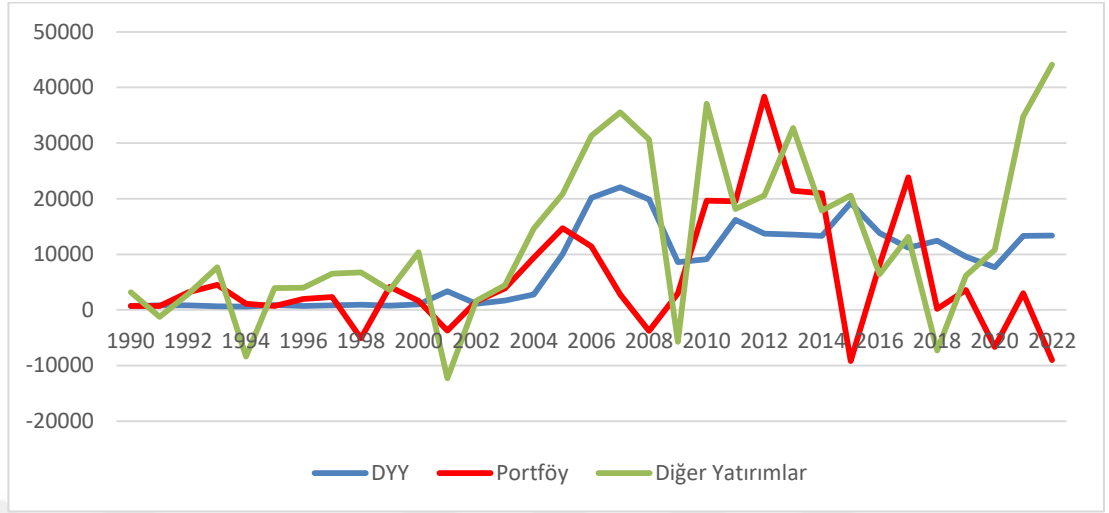
Türkiye 1990'lı yılların ikinci yarısında nispi bir dengelenme sağlansa da sermaye girişlerine bağlı istikrarsızlıklar kendisini hep hissettirmiştir. Bunun sonucunda önce Kasım 2000 ve daha sonra Şubat 2001 tarihlerinde sermaye girişindeki dalgalanmaların yarattığı krizlerle karşılaşmıştır. Türkiye'de Şubat 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası IMF ile imzalanan antlaşma çerçevesinde “Güçlü Ekonomiye Geçiş” başlığı ile yeni ve kapsamlı bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır (Angun, 2019: 12). Bu gelişmelerin Türkiye ekonomisine kazandırdığı güven ile birlikte Türkiye'ye 2008 yılına kadar ciddi bir yabancı sermaye girişinin olduğu belirlenmektedir.

Ancak Dünya'da 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte 2009 yılı içinde Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişinde ciddi bir gerileme yaşanmıştır. Ancak bu krizin etkileri kısa sürmüş ve 2010 yılından itibaren Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişleri hızla artmaya başlamıştır. Öte yandan 2013 yılının ortalarında FED' in tahvil alımlarını azaltacağını açıklaması, küresel piyasalarda panik yaratarak sermaye hareketlerini ABD' ye yönlendirirken, Türkiye'den sermaye çıkışlarının yaşanmasına neden olmuştur.

Türkiye’ de uzun süre devam eden siyasal istikrarsızlıklar ve bu süreçte neredeyse her yıl yapılan seçimler belirsizlikleri artırarak 2013-2018 yılları arasında toplam sermaye hareketlerinde azalışlara neden olmuştur (Orhangazi, 2023: 176). Özellikle 2018 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte uluslararası sermaye girişlerinde önemli bir azalış yaşanmıştır. Dünya da 2019 yılı sonlarında pandeminin yarattığı olumsuz etkileri ortadan kaldırmak için uygulanan genişlemeci politikaları neticesinde Türkiye’ye yönelik toplam sermaye hareketlerinde tekrar canlanma yaşanmıştır. Bununla birlikte Rusya ile Ukrayna arasında yaşanan savaş ve bunun dünya ekonomilerinde yarattığı sorunlarla 2022 yılından itibaren tekrar sınırlı da olsa sermaye girişlerinde bir azalma olduğu görülmektedir. Görüldüğü gibi hem iç hem de dış nedenlerle Türkiye’ye yönelik sermaye girişleri dönem içinde oldukça istikrarsız bir seyir izlemektedir.

Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin 1990-2022 yılları arasındaki kompozisyonu Şekil 6’ da sunulmuştur. Buna göre Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri içinde diğer ve portföy yatırımları ağırlıklı paya sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca diğer ve portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketlerin oldukça istikrarsız bir seyir çizdiği belirlenmektedir. Bu hali ile Türkiye’nin tecrübesi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri ile büyük benzerlik taşımaktadır.

Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri içinde doğrudan yabancı yatırımların hiçbir dönem önemli bir paya sahip olamadığı görülmektedir. Sadece 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş programı kapsamında gerçekleştirilen özelleştirmeler ve 2003 yılında 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu’nun çıkarılması ile doğrudan yabancı yatırımlarda nispi bir artış olduğu belirlenmektedir. Özelleştirme uygulamaları ve çıkarılan kanun ile yabancı yatırımlara engel teşkil eden yasal prosedürlerin ortadan kaldırılması ile doğrudan yabancı yatırım girişleri daha kolay bir hale gelmiştir. Böylece, özellikle 2004 ile 2008 yılları arasında Türkiye’ ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişlerinde önceki dönemlerle karşılaştırıldığında yaklaşık %260 oranında artış sağlanmıştır (Bulut, 2021: 38).



Şekil 6: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Milyon USD)

Kaynak: TCMB EVDS, Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6 El Kitabı) verilerden derlenmiştir. 04.09.2023 .

Türkiye diğer az gelişmiş ülkeler gibi finansman açığını kapatmak için finansal piyasalarını serbestleştirerek uluslararası sermaye hareketlerinden yararlanmak istemiştir. Ancak Şekil 6'dan görüldüğü gibi ülkeye daha çok portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki istikrarsız sermaye girişleri çekebilmiştir. Bu sonucun doğmasında uygulanan yüksek faiz düşük kur politikasının çok büyük rolü olmuştur. Başka bir ifade ile yüksek faiz düşük kur politikası Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin olumsuz nitelik kazanmasında ve krizlere yol açmasında ana etmen olmuştur (İpek, 2013: 16). Öyle ki, özellikle 1990'lı yılların başında yüksek faiz ödemeleri ile kamu borçlanmasının aşırı düzeyde artması gelen portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermayenin üretim yerine kamu tüketimine yönelik kullanılmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda gelen diğer yabancı yatırımlar şeklindeki yabancı sermayenin bir süre çıkış yapması ile birlikte 1994 yılında büyük bir krize sebep olmuştur (Özakdağ 2009: 27-30). Aynı şekilde yine diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin etkin bir şekilde yönetilememesi nedeni ile 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri' ile karşılaşmıştır. Öte yandan, Türkiye'de 2001 krizinde portföy yatırımları şeklindeki sermaye çıkışlarının da önemli bir rol oynadığı belirlenmektedir. Bütün bunlar 2000'li yılların başına kadar Türkiye'ye yönelik diğer yatırım ve portföy yatırımları şeklindeki sermaye girişlerinin oldukça istikrarsız bir seyir izlediğini ve krizlere yol açtığını açıkça ortaya koymaktadır.

Öte yandan, 2001 yılı sonrasında da Türkiye'ye yönelik portföy ve diğer yatırımların toplam sermaye girişleri içindeki ağırlığı devam etmiştir. Üstelik söz konusu sermaye girişlerinde bu dönemde daha büyük dalgalanmaların yaşandığı belirlenmiştir. Özellikle 2008 ve 2018 yılında yaşanan küresel düzeydeki krizler bu tür sermaye girişlerinde önemli istikrarsızlıklar yaratmıştır. Bunun yanında 2019 yılının Aralık ayında Çin' de ortaya çıkan ve hızlı bir şekilde dünyaya yayılan Kovid-19 salgını 2020 yılının Mart ayında ülkemizde de görülmeye başlamıştır. Dünya Sağlık Örgütü'nün küresel pandemi ilan etmesiyle de dünyada birçok ülke kapanmaya gitmiş ve böylece pandemi ekonomiler üzerinde küresel bir belirsizlik yaratmıştır. Yaşanan küresel belirsizlik, Türkiye' ye yönelik portföy yatırımlarını azaltırken diğer yatırım şeklindeki sermaye girişlerinin artmasına neden olmuştur (Gürcün ve Cömertler, 2020: 311). Bu durum, hiç şüphesiz Türkiye ekonomisinin dış şoklara karşı kırılganlığını çok daha fazla artırmaktadır.

2. EKONOMİK BÜYÜME

Ekonomik büyüme, ülkelerin makroekonomik gelişmişlik düzeylerini ortaya koyan önemli bir değişkendir. Ayrıca diğer makro ekonomik göstergeleri etkileyen temel bir olgudur. Bu yüzden ekonomik gelişmişlik düzeyinin şekillenmesi yanında makroekonomi politikalarına yol gösteren ana unsurdur. Ayrıca, ülkelerin etkili bir ekonomi politika izleme çabaları genellikle hızlı ekonomik büyümeyi amaç edinmelerine bağlıdır (Gordon, 2000: 286). Uygulamada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi sürdürebilir bir şekilde sağlamayı önemli bir hedef olarak belirlemektedir. Çalışmamızın bu bölümünde ekonomik büyümenin tanımı ve ölçümü yanında ekonomik büyüme modelleri hakkında açıklamalar yapılacaktır. Ayrıca, Türkiye' de ekonomik büyümenin sürdürülebilir bir şekilde nasıl hedeflendiği üzerine odaklanarak, bu konuya dair analizler sunulacaktır.

2.1. Tanım ve Ölçüm

Ekonomik büyüme, bir ülkede genellikle bir yıllık zaman sürecinde ekonominin bir önceki yıla kıyasla ülke içerisinde üretilen nihai mal ve hizmet miktarındaki artışlar olarak tanımlanmaktadır (Akiş, 2010: 7). Ekonomik büyümeyi daha detaylı olarak ifade edecek olursak, bir ülkenin genellikle bir yıl içinde üretim kapasitesinde ya da reel gayri

safi yurtiçi hasılasında (GSYİH) görülen, sayısal olarak ölçülebilen ve istikrarlı bir şekilde süreklilik gösteren milli gelirdeki reel artışlardır. Ekonomik büyüme, ülkelerin ekonomisinin üretim kapasitesindeki artışı ve kişi başına düşen gelir artışını da göstermektedir (Çelik, 2023: 3).

Ekonomik büyüme, ülke ekonomisinde belirli bir dönemde üretkenlik kapasitesinde hacimsel ve büyüklük artışıdır. Bu artışlar, ülkeye daha nitelikli bir ekonomik güç sağlarken, ülkenin bireylerini de daha yüksek bir gelir seviyesine kavuşturmaktadır. Böylece ekonomik büyüme bir ülkenin üretim kapasitesinde sayısal ve nicel olarak ölçülebilen genişleme yanında önemli bir refah göstergesi özelliği taşımaktadır (Aksu, 2018: 13).

Ekonomik büyüme bir ülke ekonomisinde var olan üretim faktörlerinde veya teknoloji seviyesindeki gelişmesinin sonucunda ortaya çıkmaktadır. Buna göre ekonomik büyüme daha çok arz yönlü gerçekleşen üretim artışıdır ve uzun dönemde gerçekleşir. Kısa vadede ancak potansiyel büyüme seviyesi çerçevesinde dalgalanmaların talep yönlü etkilerle yönetilmesi söz konusu olabilir (Çetinkaya, 2012: 4).

Ekonomik büyüme, ekonomideki üretim kapasitesi, milli gelir düzeyi ve kişi başına düşen milli gelirdeki artışı ifade etmektedir. Daha teknik bir ifade ile ekonomik büyüme artışı Gayrisafi Milli Hasıla (GSMH), Gayrisafi Yurtiçi Hasıla veya kişi başı GSMH ya da GSYH'deki artış ile ölçülür. (Uçak, 2006: 3). Öyle ki, bir ülkede bu değerlerde yıldan yıla meydana gelen artışlar ekonomik büyümeyi ifade etmektedir.

Bir ekonominin ne ölçüde büyüdüğünü matematiksel veriler ışığında ifade etmek mümkündür. Bunun için ülkenin belirli bir dönemde mal ve hizmet miktarı kapasitesinin toplamını gösteren GSMH ve GSYH'deki yüzdesel değişimler kullanılır. Ekonomik büyümenin ölçülmesinde kullanılan GSYİH, üç farklı kriterde incelenmektedir. Bunlar; toplam GSYİH, kişi başına düşen GSYİH ve satın alma gücü paritesine göre GSYİH kriterleridir. Bir ülke ekonomisinde GSYH'deki bir yıl sonundaki artışın yüzdesel oranı, ülkenin yıl bazında ekonomik büyüme oranını göstermektedir. Bu artışın hesaplanmasında ise reel değerler kullanılır. Reel GSYİH

artışları, fiyat artışından arındırılmış değerler ile hesaplandığından, gelirdeki gerçek değişmeyi gösterir.

Bir ekonomideki bir yıl içinde GSYİH' nin brüt (gayrisafi) ve net (safı) büyüme oranlarının hesaplanması aşağıda (1) ve (2) nolu denklemlerde sırasıyla gösterilmiştir (Çiftci, 2009: 62-64).

$$g_t = \frac{GSYİH_t - GSYİH_{t-1}}{GSYİH_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

Denklemde;

g_t : t yılı brüt büyüme oranı (%)

$GSYİH_t$: "t" yılı gayrisafi yurtiçi hasılayı

$GSYİH_{t-1}$: "t-1" yılı gayrisafi yurtiçi hasılayı, ifade eder.

$$g^t = \frac{GSYİH_t - GSYİH_{t-1}}{GSYİH_{t-1}} \times 100 - \frac{N_t - N_{t-1}}{N_{t-1}} \times 100 \quad (2)$$

Denklemde;

g^t : t yılı net büyüme oranı (%)

N_t : "t" yılı nüfus

N_{t-1} : "t-1" yılı nüfusu, ifade eder.

Denklem (1) brüt büyüme oranının yüzdesel ifadesidir. Brüt büyüme oranı, toplam GSYİH' deki artış oranını gösterir. Bu oranın pozitif değer olarak sonuç vermesi ülke ekonomisinin yani toplumun zenginleşmesi olarak yorumlanabilir. Denklem (2)' de ise, brüt büyüme oranından nüfus artış hızı çıkarılmasıyla net büyüme oranına ulaşılmaktadır. Yani kısaca ifade etmek gerekirse; ekonomik büyümeden nüfus artış oranının çıkarılması ile net ekonomik büyüme elde edilir. Net büyüme oranı ise, kişi başına GSYİH' deki artış oranını gösterir. Ekonomik büyümenin hesaplanması ekonominin bir önceki yıla göre karşılaştırılıp analiz edilerek değerlendirilmesidir. Bu hesaplama ile ekonomik büyümenin reel üretime direk sağladığı katkı baz alınmaktadır (Çetinkaya, 2012: 5-6).

Ülkelerin ekonomik büyümelerinin uluslararası karşılaştırmalarda ortak bir döviz kuruna dönüştürülerek bulunan kişi başı reel milli gelir rakamları kullanılır. Fakat

döviz kuru farklılıkları ve ülkeler arasındaki fiyat miktarlarının farklı oluşu, bu kurlarda uluslararası farklılıklara yol açmaktadır. Ekonomik büyümenin ölçülmesi, uluslararası kur farklılıklarının giderilmesi için satın alma paritesi (SGP) yöntemi kullanılır. SGP, her ülkede aynı miktarda mal ve hizmetin satın alınması halinde kullanılan döviz kurunu ifade ederek reel satın alma gücünü gösterir. Ülkelerin para birimlerinin satın alma gücünü karşılaştırır. Yani SGP yöntemi ile ülkeler arasındaki kur ve fiyat farklılıkları ortadan kalkar. Bu yöntem ile hem ulusal hem de uluslararası olarak ekonomik büyüme ve gelişmişlik düzeylerinin gerçek hacimleri ile karşılaştırılması yapılır (Çiftci, 2009: 62-64).

Ekonomik büyüme ölçümü, sadece ulusal düzeyde değil, aynı zamanda uluslararası düzeyde refah ve gelişmişlik karşılaştırmaları yapma imkânı sunar. Bu bağlamda, ekonomik büyüme değerlendirmesi, bir ülkenin kendi içindeki ilerlemesini değerlendirmenin ötesine geçerek küresel düzeydeki konumunu anlamamıza yardımcı olur.

2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri

Ekonomik büyüme, zaman içerisinde ve ülkelerin gelişmişliklerine göre ülkeler arasında farklılıklar gösteren bir süreçtir. Ekonomik büyüme, ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleri, sermaye birikimleri ve tasarrufları, sosyal ve kültürel hatta ülkelerin beşeri sermayesi hakkında bizlere bilgiler vererek yorumlarda bulunmamızı sağlar. Ülke yönetimlerine farklı sorumluluklar yükleyen ekonomik büyüme modelleri, olumlu ya da olumsuz sonuçlarla devlete ekonomi ile ilgili göstergeler sunar. Çalışmamızın bu kısmında ekonomik büyüme modelleri açıklanacaktır.

2.2.1. Geleneksel Büyüme Modelleri

Bu kısımda geleneksel büyüme modelleri A. Smith, T. Malthus, D. Ricardo, K. Marx ve J. Schumpeter tarafından ileri sürülen görüşler çerçevesinde analiz edilmiştir. Bu düşünürler arasında farklı görüşler olsa da ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinin emek, toprak, doğal kaynaklar ve sermaye olduğu ileri sürülerek arz yönlü bir bakış açısı benimsenmiştir (Kıraçlar, 2005: 19).

Klasik Büyüme Modelinin ilk öncüsü Adam Smith, iş bölümü, uzmanlaşma ve sermaye birikimini ekonomik büyümenin temel unsurları olarak kabul etmiştir. Kâr

amacı içinde olan girişimcilerin yatırımları ile oluşan sermaye birikimi, iş bölümü ve uzmanlaşmaya neden olmaktadır. İş bölümü ve uzmanlaşmanın artışı, emeğin verimliliğini arttırarak üretim artışına, teknik ilerlemeye ve sermaye birikimine yol açmaktadır. Sonuç olarak A. Smith' e göre iş bölümü uzmanlaşmayı getirir, uzmanlaşma verimliliği arttırır, verimlilik yatırımları teşvik eder, yatırımların artışı da ekonomik büyüme ve gelişmeye katkı sağlar. Bu ekonomik büyüme modelinde, iş bölümüne dayalı emekte artan verim kanunu geçerliiyken sermaye için ise azalan verim kanunu geçerli olmaktadır (Kuyubaşı, 2009: 13-14). A. Smith' e göre ekonomik büyüme, sermaye miktarındaki artışın bir sonucu olarak gelir düzeyinin artmasına ve bu artışın nüfus-gelir ilişkisi aracılığıyla ülkenin nüfusunun artmasına neden olur. Bu genişleme süreci ekonomilerde sermaye birikimini, nüfusu ve geliri hızla arttırmaktadır. Ancak, artan verim sonsuza kadar devam etmez ve sermaye birikimi ve beraberinde nüfus ve gelir artışı durup ekonomik durgunluğa girilir. Bu durumda net yatırım sıfırlanır, nüfus artış hızı durur ve rant ise yüksek düzeye ulaşmış olur (Türlüoğlu, 2019: 27-29).

Klasik iktisadi görüşün diğer temsilcilerinden Thomas Robert Malthus temel olarak sürekli artan nüfus sorununa değinmiştir. Nüfus artış hızının kontrol altına alınamaması halinde gıda kıtlığının ortaya çıkacağına, ekonomik büyüme ve refahının tehlikeye gireceğine dikkat çekmiştir. Malthus' a göre ekonomik büyümenin sağlanması, nüfus artışının kontrolü ve teknolojik gelişmelerin dengeye alınmasıyla mümkündür. Ona göre nüfusun artması kişi başına olan çıktı miktarını azaltacak; teknolojik ilerlemelerde fiyatların düşmesine, fiyatların düşmesi ile mallara olan talebin artırdığı oranda büyümeye katkı sağlayacağını savunmuştur (Kuyubaşı, 2009: 13). Eğer nüfus artış hızı kontrol altına alınamazsa, nüfus geometrik bir şekilde artış gösterirken gıdanın artışı ise aritmetik bir şekilde olacak ve böylece bu iki durum arasındaki fark olumsuz süreçler yaratacaktır. Nüfusun geometrik bir dizi, gıdanın ise aritmetik bir dizi olarak arttığı görüşünü toprakta azalan verimler kanununa dayandırmıştır. Malthus' un ekonomik büyümeyi etkileyen nüfus artışı teorisinin ortaya koyduğu sonuçlar bazı eleştiriler almıştır. İlk eleştirisi; nüfus artışını doğum oranlarındaki artış ile ilişkilendirmiş olmasına yöneliktir. Oysa yaşadığı dönemde nüfus artış hızı ölüm oranlarının azalmasına bağlıdır. İkinci eleştiri nüfus artışı tespitini ABD' deki nüfus

artışına dayandırmasıdır. Ancak buradaki nüfus artışı doğum oranlarındaki artıştan değil göç artışından kaynaklanmıştır. Üçüncü eleştirisi ise teknolojik ilerlemelerin değerlendirmesi konusundadır. Malthus, gelişme hızının ve etkisinin önemini yeterince dikkate almamıştır. Toprak arzını sabit kabul ederek nüfus artışının devam etmesiyle tarım ürünlerinin artışının aynı oranda artmayacağını savunmuştur. Ancak teknolojik gelişmeler sayesinde tarımda verimlilik artışının olduğu görülmüştür (Gövdere ve Türkoğlu, 2016: 427-429).

Klasik büyüme modelleri çerçevesinde diğer önemli katkıyı David Ricardo yapmıştır. Ricardo' nun ekonomik büyüme modeli temelde sermaye birikimine bağlıdır. Sermaye birikimini uyarayan ise kâr güdüsüdür. Modelde, emek ve sermaye için azalan verimler kanunu geçerlidir (Şen, 2007: 19). Ricardo' nun modelinde ekonomi büyüme, önce kendiliğinden ve otomatik olarak gerçekleşir. Sonrasında ise yaşanan gelişmeler neticesinde durgun ekonomi safhasına girilecektir. Öyleyse, ekonominin büyümesi gelişme safhası ve durgun ekonomi safhası olarak iki aşama halinde ele alınabilir (Kıraçlar, 2005: 28). Ricardo' ya göre, girişimci kâr amacıyla hareket ettiğinden elde ettiği karı daha da arttırmak için sermaye birikimine yönelecek ve emek istihdam edecektir. Karın artmasıyla ücret artışı gerçekleşerek nüfus artışı yaşanacaktır. Bu artışlar, üretimde bir yükselişe işaret edecek büyüme sürecini tetikleyecektir. Artan karlar tasarrufları arttıracak ve tasarruflar, yatırıma yönlendirilerek sermaye birikimini arttıracaktır. İşçi ücretleri, bu durumdan olumlu etkilenecek ve cari ücretler asgari geçim ücretinin üzerine çıkacaktır. Ancak ücretlerdeki artış devam etmeyecek nüfus artışıyla tekrardan asgari geçim seviyesine düşecektir. Ayrıca tarım alanlarının sınırlı ve teknolojik ilerleme hızının yavaş olması, azalan verimler kanunu gereğince karların düşmesine, dolayısıyla sermaye birikiminin ve tasarrufların azalmasına yol açacaktır. Bunun neticesinde, yatırımlar düşecek ve ekonomik büyümede durgunluk yaşanacaktır (Aksu, 2018: 49-50).

Klasik yaklaşım içinde sosyalist büyüme modelinin öncülerinden olan Karl Marx büyük bir etki yaratmıştır. Marx, 19. yy' da İngiltere' nin koşullarından etkilenecek kapitalizmin hâkim olduğu bir toplumda ekonomik, siyasal ve sosyal sınıfsal yapıları, bunlarının oluşum nedenlerini ve güç mübadelelerini incelemiştir. Üretim ve bölüşüm süreçlerini analiz ederek, ortaya çıkan rekabetin zengin ile fakir arasındaki

sömürüyü nasıl işlettiğini ifade etmiştir (Yağcı, 2016: 14). Sanayi devrimi ve teknolojik ilerlemeler, kapitalistler arasında rekabeti artırmış ve ülkeleri teknolojik gelişmelere uyum sağlama yarışına sokmuştur. Ancak Marx' a göre sürekli teknolojik ilerleme, uzun dönemde karların azalmasına neden olacaktır. Girişimcilerin kar hadlerini arttırma çabaları, sermaye yatırımlarını kapitalist sistemde merkezileştirecek ve işsizliği arttıracaktır. Marx, bu durumun işçi sınıfını sefaletle sürükleyeceğini ve zamanla kapitalistlerin daha da güçleneceğini öne sürer. Devlet müdahalesi olmazsa, ekonomik bunalım kaçınılmazdır. Marx' a göre, kapitalist sistem içinde ekonomik büyüme belirli bir süre devam eder, ama sistem içindeki çelişkiler işsizliği arttırarak işçi sınıfını sefaletle sürükler. Sonunda, işçi sınıfının ayaklanarak kapitalist düzeni yıkması ve sosyalist bir düzenin hâkim olması kaçınılmazdır. Marx, üretim araçlarının kamulaştırılmasının, işçilerin sömürsünü engelleyeceğini ve işçi sınıfının maddi ihtiyaçlarını karşılamak için yüksek bir büyüme sağlayacağını vurgular (Türlüoğlu, 2019: 35). Marx' ın büyüme teorisine yönelik eleştiriler, özellikle üretim faktör payları ve kar hadleri analizindeki çelişkilere yönelik olmuştur. Ayrıca işçi ücretlerinin devamlı düşeceği, beşeri sermayenin dikkate alınmaması, orta gelirli grupları ile küçük işletmelerin zamanla kapitalist sistem içerisinde düşük gelir grubuna düşeceği varsayımları günümüz ekonomik koşullarında gerçekleşmemiştir(Aksu,2018:55).

Joseph Schumpeter klasik büyüme modelinin öncülerinden biridir. Ona göre ekonomik büyümenin temel dinamiği teknik yenilikler ve girişimcilikteki gelişmelere bağlıdır. Schumpeter yenilik kavramını, yeni üretim işlevleri yaratma süreci olarak tanımlamış ve girişimcilikle açıklamıştır. Ekonomik büyümenin temel kaynağı, yenilikler ve girişimcilerin katkısıyla gerçekleşen teknolojik gelişmelerdir. Kapitalist sistemde yenilikler, ekonomiyi hızla canlandırarak durgunluktan çıkmasını sağlar (Biçen, 2017: 28). Schumpeter' ın büyüme modeli yenilik, teknoloji ve bu gelişmelere liderlik eden girişimciler üzerine odaklanmıştır. Schumpeter, Marx'ın kapitalist sistemin başarısızlığının sosyalist bir düzenin ortaya çıkmasına neden olacağı düşüncesine karşı çıkarak, kapitalist sistemin başarılı olması durumunda kendisini sürdürebileceğine inanmıştır. “Yaratıcı yıkım” olarak adlandırdığı süreç içinde girişimcilerin getirdiği yenilikler ve teknik gelişmelerin eski olanın yerini alacağını ve böylece önemli gelişme sağlayacağını ifade etmiştir. Öyle ki bu süreç içinde yenilikler tüm ekonomik yapıyı etkileyerek sistematik bir şekilde kapitalizmi çökertir ve sosyalist bir düzenin

doğmasına neden olur (Türlüoğlu, 2019: 37). Öte yandan, Schumpeter' in iktisadi büyüme modeli, girişimcileri ve teknolojik gelişmeleri birbirinden ayrı değerlendirdiğinden bunları ekonomik büyüme için içsel bir değişken olarak görmemiştir (Mahiroğulları, 2009: 31).

Genel olarak klasik büyüme teorileri arz yanlı bir bakış açısı ile ekonomik büyümenin temelde sermaye birikimi ile sağlanacağını varsaymaktadır. Ancak sermaye birikimi ile elde edilen büyüme süreci çeşitli nedenlerle sürdürülemez. Marx'a göre büyüme süreci uzun dönemde kar hadlerinin düşmesiyle sonuçlanıp net yatırımlar azaltarak ekonomik durgunluğa yol açacaktır. Malthus' un büyüme modelinde nüfus artışı uzun dönem büyümeyi olumsuz etkileyecek dinamikler taşımaktadır. Ayrıca, klasik büyüme teorilerinin özellikle teknolojik gelişmeye dayalı ekonomik büyümeyi açıklamada önemli eksiklikler içerdikleri belirlenmektedir. Bunun yanında sahip olduğu varsayımların günümüzdeki ekonomik dinamikleri kavramada yetersizlikleri bulunmaktadır (Apaydın, 2015: 26-28). Bu yüzden günümüze kadar çok değişik başka büyüme modeller gündeme getirilmiştir. Hem büyümenin talep yönlü dinamikleri hem de teknolojiyi içsel olarak ele alan yeni yaklaşımlar ileri sürülmüştür.

2.2.2. Harrod-Domar Büyüme Modeli

Harrod-Domar büyüme modeli, 1939 yılında İngiliz iktisatçı Roy F. Harrod ve 1946 yılında Amerikalı iktisatçı Evsey D. Domar' un çalışmalarının birleşimiyle ortaya çıkmıştır. Temel olarak Keynes' in Genel Teorisi' nin ekonomik büyümedeki eksikliklerini ele alarak geliştirilmiştir. Keynes' in Genel Teorisi, yatırımların geliri arttırıcı özelliği üzerinde durmuş, yatırımların kapasiteyi arttırma işlevini dikkate almayarak ekonomik büyümeyi kısa dönemde statik olarak analiz etmiştir. Ancak Harrod-Domar Büyüme Modeli yatırımların kapasiteyi arttırma işlevini göz önünde bulundurarak uzun dönem büyüme dinamiklerini ortaya koymaya çalışmıştır. Böylece oluşturulan model kapitalist sistemde ekonomik büyümenin uzun dönemde hangi şartlarda istikrarlı olarak gerçekleşeceğini belirlemiştir (Mahiroğulları, 2009: 32).

Harrod-Domar modeli büyümeyi analiz ederken, ekonominin eksik istihdam durumundan tam istihdam dengesine geçişini sağlayan koşulları araştırmıştır. Buna göre bir önceki dönemde sağlanan üretim çıktısı bir sonraki dönemde büyümeyi sağlarsa bu

büyüme miktarı kadar net yatırım oluşarak eksik istihdamdan tam istihdam dengesine geçilmesini sağlamaktadır (Kindik, 2019: 18). Böylece, Harrod- Domar modeli yapılmış olan bugünkü net yatırımların gelecekte üretim kapasitesine nasıl etkilediğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede belirli dönemde yapılan net yatırımların bir sonraki dönemde üretim kapasitesine dolayısı ile büyümeye etkisini Keynesyen çarpan katsayısını kullanarak belirlemeye çalışmıştır (Peterson, 1994: 526-528).

Harrod-Domar modeli daha teknik bir anlatımla yatırımların ekonomide kapasite artışına etki eden gelir artırıcı ve kapasite artırıcı etkileri üzerinde durmuştur (Kuyubaşı, 2009: 20). Harrod-Domar modeline göre, yapılan yatırımlar çarpan etkisiyle geliri ve üretim kapasitesini arttırır. Bu model, yeni yatırımların üretim kapasitesini yükselterek ekonomide gittikçe artan bir üretim dinamiği yarattığını göstermektedir. Artan üretim, yatırım harcamalarını arttırır ve toplumdaki bireylerin gelirini yükseltir. Bu döngüyü sürdürmek için ise sonraki yılın yatırımının bir öncekine göre daha yüksek olması gerektiğini vurgular. Eğer üretim kapasitesi ve gelir eşitlenirse, ekonomi tam istihdam dengesini ulaşır ve istikrarlı bir büyüme yaşanır. Ekonomik büyümenin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi için, yatırımın mutlak artışının bir önceki döneme göre daha büyük olması önemlidir (Kuzucu, 2018: 38).

Harrod-Domar Modeli ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde sermaye birikimine yani net yatırımlardaki sürdürülebilir artışa önem vermiştir. Model, yatırımlara önem vererek yatırımların arttırılmasının ekonomide ön koşul olduğunu ve bu yatırımların sağlanması için var olan tasarrufların ekonomiye aktarılması gerektiğini savunmaktadır. Bu modelde sabit katsayılı üretim fonksiyonu varsayımı ile sermayenin verimliliği sabit kabul edilmiştir. Emek ve sermaye arasında ikame olasılığı olmaksızın, ekonominin bıçak sırtı dengeye ulaşacağını ve ekonomik dengesizlik durumunda tam istihdam düzeyinden uzaklaşılacağını ifade etmiştir (Özden, 2014: 28).

Harrod-Domar Modeli, ekonomik büyümeye önemli katkıları olmakla birlikte sadece ekonomik büyümeyi sermaye birikimiyle açıklaması bazı eleştirilere sebep olmuştur. Gerçekten de bu modelde ekonomik büyüme, sadece sermaye artışına bağlıdır. Ekonomik büyümeyi etkileyen içsel ve dışsal faktörler olan beşerî sermaye, teknolojik gelişmeler, siyasal ve toplumsal yapı yok sayılmıştır. Ekonomik büyümenin hesaplanması zor ve gerçeği yansıtmayan birtakım veriler kullanmayı gerektirdiğinden

sağlıklı bilgiler ortaya koymak açısından eksik kalmıştır. Gelişmiş ülke ekonomilerine hitap eden model, dışa kapalı ekonomi varsayımı sebebiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlarını açıklayamadığından ekonomik büyümede öngöründe bulunma konusunda yetersiz kalmıştır (Karaca, 2008: 32-33).

2.2.3. Solow Büyüme Modeli

Neo-klasik büyüme modeli olarak bilenen Solow Büyüme Modeli Robert Solow tarafından 1956 yılında geliştirilmiştir. Bu model, teknolojideki gelişmeler, sermaye birikimi ve işgücü verimliliğindeki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışmıştır. Solow' un büyüme modeli 1987' de Nobel İktisat Ödülüne hak kazanmıştır. Model, ekonomik büyümenin arkasındaki faktörleri ayrıntılı bir şekilde inceleyerek bu faktörlerin büyümeyi nasıl etkilediğini kapsamlı biçimde ortaya koymuştur (Jones, 2001: 18). Modele göre ekonomik büyüme teknoloji sabitken üretim faktörlerinin birinin ya da birkaçının üretimde kullanılan miktarın artması, üretimde kullanılan üretim faktörleri sabitken teknolojik gelişmelerin yaşanması, üretim faktörleri arzının artması ve teknolojik gelişmelerin aynı anda yaşanması şeklinde belirtilebilecek üç biçimde ortaya çıkmaktadır (Işık, 2019: 31).

Solow' un büyüme teorisi, ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğini, sermaye birikimi ve teknolojik gelişmeler ile bağdaştırmaktadır. Model, tam rekabet koşulları, tam istihdam ve ölçeğe göre sabit getiri gibi temel varsayımlar üzerine kurulmuştur. Ayrıca, ekonomide tek bir malın bulunduğu ve üretim faktörleri arasında ikamenin olduğu varsayılmıştır. Sermaye ve emek faktöründe azalan verimler kanunu geçerlidir. Tasarruf ve yatırımları yapanlar aynı kişilerdir, yani bu varsayıma göre tasarruf ve yatırımlar eşittir. Devletin ekonomiye müdahalesinin olmadığı dışa kapalı bir ekonomide, dışsal değişken olarak kabul edilen nüfus artışı ve teknolojik gelişmelerin ekonomik büyüme sürecinde etkili olduğu kabul edilir (Barınır, 2023: 37-39).

Arz yönlü bir yaklaşımı benimseyen Solow Büyüme Modeli, mikro ekonomik temellere dayanır. Model, dışa kapalı bir ekonomi varsayımıyla çalışır ve teknolojiyi dışsal değişken olarak kabul eder. Üretim fonksiyonu, ekonomik büyümeyi gelir, sermaye, emek ve işgücü verimliliği olarak dört değişken aracılığıyla formüle ederek

açıklar. Bu model, ekonomik büyümeyi anlamaya çalışırken sermaye birikimi ve teknolojik ilerlemeyi temel unsurlar olarak kullanır (Aksu, 2014: 372).

Solow modeli sadece teknolojik ilerlemeleri değil, aynı zamanda dışsal olan teknoloji dışındaki beşerî sermayenin artışıyla gelen eğitim ve iş tecrübesinin işgücü verimliliğine etkilerini ve kaynakların daha verimli kullanılmasıyla elde edilen faktör verimliliği artışını da içerir. Solow' un yaklaşımı, ekonomik büyümeyi teknolojik ilerlemelerle bağlantılı olarak açıklarken dışsal faktörlerinde rolünü göz ardı etmez. Bu faktörler arasında iklim koşulları, kurumlar ve diğer ekonomik büyümeyi etkileyen unsurlar bulunmaktadır. Dolayısıyla, Solow modeli, sürdürülebilir uzun vadeli büyümenin temel kaynağını teknolojik ilerlemelerle görmekle birlikte, bu büyümeyi etkileyen diğer faktörleri de ele alır (Biçen, 2017: 49-50).

Harrod-Domar ekonomik büyümede, ekonomide sadece tasarrufların artması ile ekonomik büyümenin gerçekleşeceğini savunurken Solow tasarruf artışlarıyla ekonomik büyümenin gerçekleşmediği bununla birlikte teknolojik gelişmeler ve verimliliğinde ekonomik büyümeyi etkileyen etkenler olduğunu ifade ederek ekonomik büyüme modellerine daha farklı bakış açısı getirmiştir. Ekonomik büyümenin çok boyutlu bir süreç olduğunu, sadece bir değişkenin etkisi altında olmadığını göstermiştir (Karataş, 2017: 30).

Solow büyüme modelinde teknoloji, ekonomik büyümede önemli bir etken olmasına rağmen dışsal değişken olarak değerlendirilmiştir. Teknolojik gelişmenin nasıl ortaya çıktığı, nasıl oluştuğu konusunda herhangi bir açıklama getirmemiştir. Teknolojik gelişme “cennetten düşen bir meyve” olarak görülmüş, sanki bir mucize gibi ortaya çıkmışta ekonomiye sunulmuş bir nimet olarak sayılmış ve dışsal değişken olarak kabul edilmiştir. Bu durum modelin en çok eleştirilen yönü olmuştur. Çünkü büyümenin temel kaynağı olarak gösterilen teknolojik gelişmeye ilişkin hiçbir açıklama yapılmamıştır. (Jones, 2001: 33). Bu durum, teknolojik gelişmenin adeta rastgele bir olgu gibi görüldüğü izlenimi oluşturmuş ve bu yönüyle eleştirilere maruz kalmıştır.

Solow modeli, zamanla ülkeler arasındaki gelir farklılıklarının azalacağını ve birbirine yakınlacağını savunarak “yakınsama hipotezini” ileri sürmüştür. Azalan verimler kanunu çerçevesinde, düşük sermaye birikimine sahip olan az gelişmiş

Ülkelerin gelişmiş ülkelerden daha hızlı büyüyerek zaman içinde sermaye birikimi yüksek olan bu ülkelerin gelir seviyelerine ulaşılacakları iddia edilmiştir. Ancak gerçek yaşamda modelin ngrdğ gibi, az gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ekonomide bu yakınsama gerçekleşmemiştir. Hatta lkeler arasındaki gelir eşitsizlikleri zaman içinde daha da artmıştır. Bu durum, modelin gelir eşitsizliklerini azaltma beklentisinin tam olarak gerçekleşmediğini ve düşük gelirli ülkelerin beklenen hızda büyüme sağlayamadıklarını göstermektedir (Aysu, 2007: 65).

Modele yneltlen eleştirilerden biri de modelin devletin ekonomik büyümeye olan etkisini dikkate almamasıdır. Gerçekte devlet, vergi indirimleri, sübvansiyonlar gibi teşvikler sağlayarak firmalara daha fazla yatırım yapmaları konusunda uygun şartlar yaratır. Öyle ki devletin ekonomik büyümeye etkisi sadece teşviklerle sınırlı kalmaz aynı zamanda altyapı yatırımları ve ekonomik politikalar gibi faktörlerde büyümeyi etkiler (şen, 2007: 44). Öte yandan, Solow büyüme modeli, ekonomik büyümenin temel olarak teknolojik gelişme hızı ve nüfus artış hızı tarafından belirlendiğini göstermektedir. Ama bu iki belirleyici faktör, model içinde dışsal olarak kabul edilmektedir. Solow modelinin ileri sürdüğü teknolojik gelişmenin sabit ve dışsal olduğu varsayımına karşı iktisadi büyümenin kendi iç dinamiklerini içerdiği ve teknolojik gelişmenin değişken ve içsel olduğu düşüncesi ileri sürülmüştür (Işık, 2019: 32). Bu bağlamda, Solow büyüme modeli, içsel büyüme teorilerinin ortaya çıkışına zemin hazırlamıştır.

2.2.4. İçsel Büyüme Modelleri

İçsel büyüme teorilerinin doğuşu, Neo Klasik Model' in ortaya koyduğu varsayımlara yönelik eleştirilerle başlamıştır. Neo Klasik Model' de teknolojinin ekonomik büyümeyi tetikleyici önemli bir etken olduğu ama teknolojik gelişmelerin model içinde nasıl üretildiği konusunda bir çözüm sunulamamış olması içsel büyüme teorilerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu modeller çerçevesinde teknolojik gelişmeye kaynaklık eden beşeri sermaye, bilgi birikimi, AR-GE alışmaları, teknolojik gelişmeler, artan getiriler, ölçek ekonomileri, dışsallıklar, piyasa genişliği, uzmanlaşma gibi etkenlerin önemli büyüme kaynakları olduğu ortaya konmuştur (Yağcı, 2016: 47).

İçsel büyüme modellerinden önceki dönemde büyüme süreci genellikle sermaye miktarı başta olmak üzere üretim faktörlerine bağlı olarak açıklanmıştır. Teknoloji seviyesini etkileyen faktörler ya göz ardı edilmiş ya da dışsal değişken olarak ele alınmıştır. Ancak günümüzde teknolojik gelişmelerin öneminin anlaşılması ile ekonomik geri kalmışlığın temel nedenlerinden birinin sadece sermaye yetersizliği olmadığı görülmüştür. AR-GE çalışmaları, beşerî sermaye ve bilgi birikimi gibi teknolojiyi geliştiren faktörlerin büyümede kilit rol oynadığı belirtilerek bu faktörlerin yetersizliğinin ekonomik geri kalmışlığa neden olduğu kabul edilmiştir (Yazıcı, 2019: 33).

İçsel büyüme modelleri, sırası ile Romer (1986), Lucas (1988), Barro (1996) ve Grossman ve Helpman (1991) ile Aghion ve Howitt (1992) tarafından geliştirilen yaklaşımlar çerçevesinde açıklanabilir.

Bilgi Üretimi ve Taşımlar Modeli, Romer' in 1986 yılında "Artan Getiriler ve Uzun Dönemli Büyüme" adlı makalesinde açıklanmıştır. Burada Neo Klasik İktisat yaklaşımı tarafından geliştirilen "azalan getiri oranı" görüşüne bir alternatif sunmuştur. Arrow' un 1962 yılında yayınlanan makalesindeki "yaparak öğrenme" metodunu geliştiren Romer, teknik bilgi üretimini, ülkenin mal ve hizmet üretiminde maliyetsiz bir çıktı olarak göstermiştir. Bu teknik bilgi sayesinde üretimde maliyetlerin azaldığını, kalitenin arttığını ifade etmiştir. Öyle ki, bu bilginin zamanla diğer firmalara da ulaşarak onlar üzerinde de olumlu sonuçlar yarattığını ve bu gelişmeler neticesinde ekonomik büyümenin hızlandığını ileri sürmüştür. Böylece büyümede teknolojik gelişmenin önemini vurgulayarak teknolojik gelişmenin dışsal olmadığını belirtmiştir (Bilgin, 2012: 25). Bu şekilde Romer' e göre, edinilen bilgi ve tecrübenin üretimi sürecine dönüşmesi, ekonomik büyümeyi destekler. Ona göre, bu teknik bilgi ve tecrübe, firmaların yaptığı yatırımlarla eşdeğerdir. Romer' in savunduğu görüşe göre, bir ekonomideki bilgi birikimi, o ülkenin sermaye birikimi ile paralellik gösterir. Her bilgi birikimi üretimde yeni bilgileri ortaya koyarak bir dönüşüm mekanizması tetikler. Romer' göre, ekonomik büyüme bilgi ve tecrübenin sürekli olarak birikimine, bu birikimin üretim süreçlerine entegre olmasına ve yeni fikirlerin, teknolojilerin ve ürünlerin ortaya çıkmasına dayanır (Türlüoğlu, 2019: 54).

Beşerî Sermaye Modeli, 1988 yılında Lucas tarafından kaleme alınan “İktisadi Kalkınma Mekanizmaları Üzerine” (On the Mechanics of Economic Development) isimli makalede ortaya konmuştur. Bu çerçevede teknoloji ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, “beşerî sermaye” boyutu dahil edilerek geliştirilmiştir. Lucas’ a göre sermaye, fiziksel ve beşerî olarak ikiye ayrılır. Ekonomik büyümenin gerçekleşmesini sağlayan esas güç, beşerî sermayedir. Beşerî sermaye birikiminin artması, büyüme hızının artmasına ve ivme kazanmasına önemli katkı sağlar. İyi eğitim almış işgücü, teknolojinin yardımıyla normalde iki işçinin gerçekleştireceği işi tek başına yapabilir. Eğitimle artan işgücü verimliliği, üretkenliği yükselterek ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunur. Böylelikle üretkenlik artışı, ekonomik büyümeyi destekleyerek önemli ölçüde katkı sağlar (Kaya, 2017: 10-13).

Kamu Politikası Modeli, Robert Barro (1990) tarafından geliştirilen bir içsel büyüme modelidir. Bu model, kamu harcamalarındaki artışın ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyerek büyüme sürecini açıklamaya çalışır. Barro’ ya göre, kamu harcamalarındaki artış ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyen bir faktördür. Çünkü bu harcamaların artması üretim faktörleri verimliliğini artırır. Özellikle kamu sektörü tarafından yapılan alt yapı harcamaları ile özel sektörün verimliliği artar Böylece bu model, ekonomik büyüme üzerindeki kamu harcamalarının etkilerini detaylı bir şekilde analiz ederek içsel büyüme dinamiklerine yeni bir bakış sunar (Özel, 2012: 69). Ayrıca, bu modele göre, hükümetler ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için vergi teşvikleri, sübvansiyonlar, AR-GE faaliyetleri, mülkiyet haklarının korunması gibi araçlarla özel sektörü destekleyerek etkinliğini arttırmalıdır (Bilen, 2010: 28-29). Barro ortaya koyduğu model ile, ölçeğe göre sabit getiri ve ekonomide rekabetçi piyasa varsayımı çerçevesinde verimlilik, teknolojik ilerleme ve hükümet harcamaları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri analiz etmiştir. Barro, vergilerle finanse edilen kamu harcamalarının, fert başına düşen büyüme oranı üzerinde etkisi olduğunu belirtmiştir (Yardımcı, 2006: 101-102).

AR-GE Modeli, ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için AR-GE faaliyetlerine öncelik verilmesi gerektiğini savunan ve yenilik odaklı içsel büyüme modelidir. Grossman ve Helpman (1991) ile Aghion ve Howitt (1992) yaptıkları çalışmalar ile AR-GE faaliyetlerinin büyüme üzerindeki etkisini açıkça ortaya

koymuştur. Bu çalışmalarda bilgini önemi vurgulanır ve bilgi rastlantısal olmayan önemli bir büyüme dinamiği olarak kabul edilir. Ayrıca, rekabetçi piyasa koşulları içinde teknolojik gelişmenin yatırımlarla birlikte gerçekleşeceğini savunur (Türlüoğlu, 2019: 57). AR-GE modeli bilgiye dayalı ekonomik büyümeyi destekler ve bilgi akışının ekonomik dinamikleri nasıl etkilediğini anlamaya çalışır. Böylece, bilginin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, AR-GE faaliyetleriyle birlikte düşünüldüğünde, ekonomik gelişmeyi anlamak ve yönetmek için ne kadar önemli bir araç olduğu ortaya çıkar.

Grossman ve Helpman (1991) tarafından geliştirilen modelde, içsel büyüme iki şekilde gerçekleşmektedir. Ara malların kalitesinin arttırılması ile sağlanan büyüme ve AR-GE sektörünün sürekli yeni teknolojiler üretmesi sonucu ürün çeşitliliğinin sağladığı büyümedir. Yani, bu modele göre sadece kalite artışıyla değil aynı zamanda kaliteyle birlikte teknolojik ilerleme de ekonomik büyümeyi hızlandırır (Biçen 2017: 70-71). Aghion ve Howitt (1992), ise çalışmalarında, dikey teknolojik yeniliklerin ürün kalitesindeki artışa kaynaklık ettiğini savunmuştur. AR-GE sektöründeki yeniliklerin ekonomik büyüme sürecine katkıda bulunduğunu belirtmiştir. Ekonomide yaratıcı yıkım süreci, AR-GE faaliyetleriyle eski ürünlerin ve firmaların piyasadan çekilmesine ve yenilikçi ürünlerin ve firmaların ortaya çıkmasına imkân tanımaktadır. Bu süreç, sürekli bir dönüşümü beraberinde getirir, eski kaybolur ve yerine yeni tekniklerle üretilen ürünler gelir (Bilen, 2010: 30). Özetle, ekonomik büyümenin temel kaynağı, yapılan AR-GE çalışmalarıdır ve bu çalışmaların arttırılmasıyla sürekli bir büyüme elde edilir. Böylece AR-GE odaklı içsel büyüme, ekonomik yapıyı güçlendirmekte ve uzun vadeli sürdürülebilir büyüme için güçlü bir temel oluşturmaktadır (Alper, 2019: 211).

2.3. Türkiye’ de Ekonomik Büyümenin Gelişimi

Türkiye’nin ekonomik büyüme politikaları tarihi olarak incelendiğinde cumhuriyetin kurulduğu ilk yıllarda özellikle de 1923-1929 yılları arasında liberal ekonomik ilkelerin benimsendiği görülmüştür. Ancak hem 1929 yılında yaşanan global ekonomik kriz hem de liberal politikalardan beklenen sonuçlar alınamayınca devlet müdahalesi ağırlıklı büyüme politikaları tercih edilmiştir. Bu şekilde müdahaleci büyüme politikaları 1950’lere kadar sürmüştür. Ancak 1950 yılında Demokrat Parti’nin iktidara gelmesiyle liberalleşme politikası uygulamaya başlamıştır. Bununla birlikte 1950-1960 yılları arasında Türkiye ekonomisi, döviz dar boğazı, yüksek enflasyon ve

artan dış açıklar gibi nedenlerle istikrarsız bir büyüme süreci yaşamıştır. Özellikle, 1954’ ten sonra ortaya çıkan bu ekonomik zorluklar, ülkede bir dizi ekonomik krizlere yol açarak istikrarsız bir durum yaratmıştır. Ekonomi dışa bağımlı hale gelmiş, reel gelirde düşüş ve büyüme oranlarında azalma görülmüştür (Apaydın, 2015: 56).

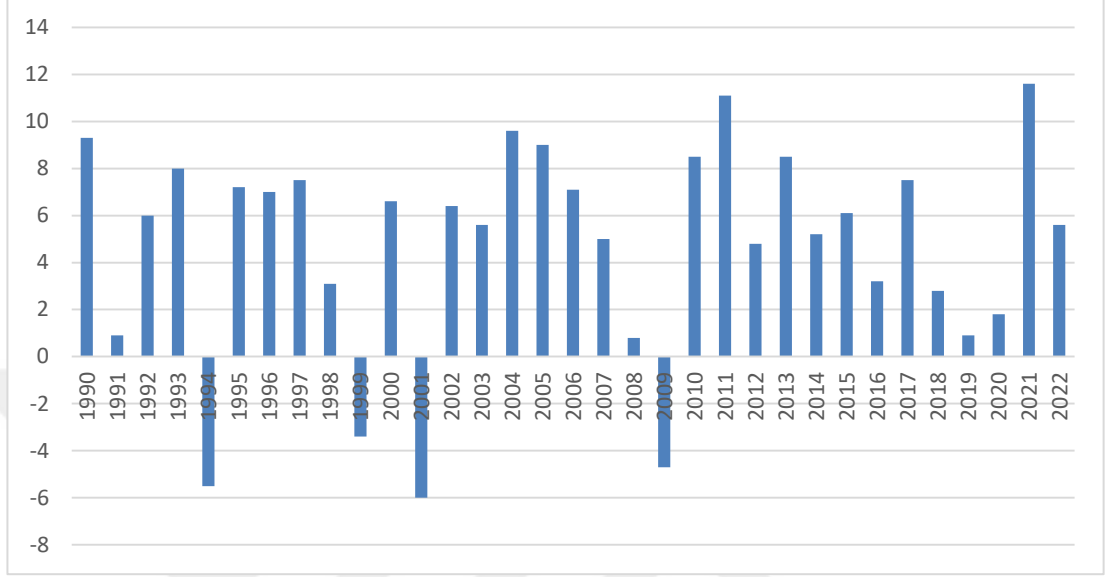
Türkiye’de 1950-1960 yılları arasında yaşanan sorunlar ekonomide planlama yoluna gidilmesi gerekliliğini gündeme getirmiştir. Büyümenin uzun dönemde ekonomik büyüme sürecinde düşüşe neden olması, sanayileşmenin sağlanması için istikrarlı bir ekonomik ortamın gerekliliği, planlı ekonomi programlarının benimsenmesinde etkili olmuştur. Bu bağlamda, 1961’ de Devlet Planlama Teşkilatı’nın kurulmasıyla birlikte Türkiye’ de müdahaleci politikalar ağırlık kazanmıştır. Yeni planlı ekonomiye geçiş programı ile Türkiye’nin ekonomik büyüme stratejisi, ithal ikameye yönelik sanayileşme politikası olarak benimsenmiştir (Dilek ve Konak, 2010: 385-389).

Korumacı politikalar Türkiye’de 1980’li yıllara kadar uygulanmıştır. Fakat bu dönemde hızla artan enflasyon ve döviz dar boğazı, 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararlarının alınmasına neden olmuştur. Bu kararlarla, ekonomide istikrarın sağlanması ve uzun dönemde ekonominin yeniden yapılanması amaçlanmıştır. 24 Ocak 1980 İstikrar Kararları ile birlikte Türkiye dışa açılma politikalarına yönelmiş ve özellikle ihracata odaklanarak önemli artışlar elde etmiştir. Ekonominin uzun dönemde yeniden yapılanması ve ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla serbest piyasa ekonomisine geçilmiştir. Fiyatların, döviz kurunun serbestçe belirlenmesi benimsenmiş, ihracata dayalı sanayileşme politikası uygulanmaya başlamıştır (Şiriner ve Doğru, 2005: 181).

Türkiye’de özellikle 1989 yılında sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması ile sermaye hareketlerine bağlı bir büyüme trendine girmiştir. Bu süreçte, bazı dönemlerde önemli ekonomik başarılar elde etmiş olsa da genel olarak sermaye hareketlerinin yol açtığı olumsuz etkilerle karşı karşıya kalınmıştır. Böylece, sermaye hareketleri ekonomik büyüme performansında sıklıkla dalgalanmalara neden olmuştur.

Türkiye’de 1990-2022 yılları arasındaki dönemde büyüme oranlarının aldığı değerler ve yaşadığı değişimler aşağıda Şekil 7’de gösterilmiştir. Türkiye’ye yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin artması ile ekonomik büyüme süreci dünya genelindeki ekonomik ve siyasi değişimlere daha duyarlı hale gelerek oldukça dalgalı

bir yol izlemiştir. Buna bağlı olarak uygulanan hükümet politikaları oldukça büyük değişimler göstermiştir.



Şekil 7: Türkiye'nin Büyüme Performansındaki Gelişmeler

Kaynak: TÜİK, Temel İstatistikler, www.tuik.gov.tr, 2023

Türkiye’ de, 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi, beraberinde bankacılık sektörünün uluslararası piyasalardan borçlanması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) yapılan portföy yatırımlarıyla sermaye girişleri hızlı artmıştır. Bu gelişmelerin etkisiyle reel döviz kuru 1989-1990 yılları arasında yaklaşık %15-20 arası oranda değer kazanmıştır. Ancak, 1991 Körfez Krizi, döviz kuru üzerinde belirsizlik yaratmış ve 1991 yılında Türk lirası reel olarak %5-7 arasında değer kaybına uğramıştır (Kızılkaya, 2012: 83). Türkiye’ nin büyüme performansı finansal serbestleşme süreçleri ile birlikte 1990 yılında %9,3 seviyesinde gerçekleşmişken, 1991 Körfez Krizi’ nin etkisiyle büyüme performansında ciddi düşüş yaşanmış ve büyüme oranı %0,90 olmuştur. Daha sonrasındaki süreçte dünya genelinde ve ülke içinde meydana gelen sıkıntılar, Türkiye ekonomisinde belirsizlik oluşturarak önemli ölçüde sermaye çıkışlarına neden olmuş, bu da Türkiye’nin büyümesi ve ihracatında olumsuz etkiler yaratmıştır. Bütün bunların sonucunda 1994’ te büyük bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Bunun yanında 1998 yılında yaşanan Güneydoğu Asya krizi de Türkiye ekonomisini oldukça olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Şekil 7’ de görüleceği üzere 1994 ve 1999’ da Türkiye’ de negatif büyüme yaşanmış ve sırasıyla ekonomi %5,5 ve %3,4

oranında küçülmüştür. Böylece 1990'lı yıllarda yaşanan Körfez Krizi, Asya ve Rusya Krizleri gibi küresel etkiler, Türkiye'nin ekonomik büyümesinde inişli çıkışlı bir seyre yol açmıştır (Ay ve Karaçor, 2006: 70-71).

Türkiye ekonomisi yabancı sermaye çıkışlarına bağlı olarak 2000'li yılların başında da önemli ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Buna göre 2000 yılı Kasım ayının son haftasında başlayan kriz, bankacılık sistemindeki çöküşün artmasıyla derinleşmiştir. Bunun sonucunda yaşanan bir siyasal kriz 19 Şubat 2001' de büyük bir ekonomik krizi tetiklemiştir. Milli Güvenlik Kurulu toplantısındaki tartışma, büyük ölçekli döviz spekülasyonunu tetikleyerek sermaye çıkışlarına bağlı olarak Türkiye toplam rezervlerinde büyük bir kayba neden olmuştur. Kurların dalgalanmasına bağlı olarak dolar kuru yaklaşık %40 oranında devalüe olmuştur. Bu zorlu dönemlerde yaşanan ekonomik krizler, bankacılık sektöründeki sorunlar ve kurdaki büyük dalgalanmalar, Türkiye' de ekonomik büyümeyi sekteye uğratarak negatif bir etki yaratmış ve ekonomiyi %6 oranında küçülmüştür (Turan, 2005: 5-7).

Türkiye ekonomisinin yeniden yapılandırılması, ekonomik krizle mücadele, istikrarlı bir ekonomik büyüme için Nisan 2001' de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya başlanarak sıkı para politikası ile ekonomik krizin etkileri aşılmaya çalışılmıştır. Bu çabaların bir parçası olarak, 2001 Mayıs ayında IMF ile yapılan anlaşma ekonomik kriz ile mücadelede etkili olmuştur. Öte yandan, 2000'li yıllarda izlenen ihracata yönelik büyüme politikası ekonominin gelişmesinde olumlu sonuçlar doğurmuştur. Aynı dönemde enflasyon hedeflemesi politikalarının uygulanması ve mali sistemin güçlenmesi yüksek büyüme oranlarına ulaşılmasını desteklemiştir. Ancak, 2008 küresel krizin etkisiyle 2009 yılında Türkiye ekonomisini de etkilemiş ve Avrupa ülkeleri ile birlikte ülkemizde de ekonomik daralma yaşanmıştır (Karakoç, 2020: 62-63). Şekil 7' de görüleceği üzere 2007 yılına kadar büyüme oranlarında artış seyri izlenmiştir. 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkisi ile birlikte 2009 yılında %4,7 oranında Türkiye ekonomisinde küçülme yaşanmıştır.

Bununla birlikte 2008 küresel krizine yönelik uygulanan politikalar mali sistemi bir süre sonra güçlendirerek yüksek büyüme oranlarına erişilmesini sağlamıştır. Ekonomide 2009 yılında yaşanan ekonomik daralmanın ardından, 2010 yılı ile birlikte yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak kredi koşullarının düzelmesiyle ekonomi

toparlanmıştır. Bunun üzerine 2010’ da %8,5’lik bir büyüme kaydedilmiş ve bu oran 2011’de %11,1 seviyesine yükselmiştir. Ancak, 2012 ve 2014’ deki jeopolitik gerginlikler, yüksek petrol fiyatları ve makroekonomik tedbirler nedeniyle büyüme oranlarında azalmalar görülmüştür. Öte yandan, 2016’ da Türkiye-Rusya gerilimi ve ülkede yaşanan darbe girişimi ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Böylece, büyüme oranı %3,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak bir yıl sonra 2017’ de özel tüketim harcamalarının desteklenmesi ve işletmelere sağlanan desteklerle büyüme performansı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir (Türmob, 2018: 43-44).

Küresel dalgalanmalar paralelinde Türkiye’de 2018 yılında kurdaki aşırı dalgalanmalar ve enflasyondaki artış iç talepte önemli bir düşüşe sebep olarak sanayi sektörü başta olmak üzere tüm sektörlerde üretimde azalmasına yol açmıştır. Bu ekonomik durgunluk süreci, 2018 ve 2019’ da Türkiye’nin ekonomik büyüme performansında ciddi düşüş yaratmıştır. Öte yandan 2020’ de Kovid-19 salgınının etkisiyle küresel ticaretin durma noktasına gelmesi, Türkiye ekonomisinde tekrar ciddi bir daralmaya yol açmıştır. Ancak, pandemiye karşı alınan genişlemeci para politikasının etkisi ile 2021’ de Türkiye ekonomisi %11,1’lik bir büyüme kaydetmiştir. Salgın etkisinin azalması için uygulanan genişlemeci para politikaları ekonomik büyümeyi desteklemiştir (Gökcü ve Kazdal, 2022: 4). Ancak 2022’ nin başında başlayan Rusya-Ukrayna savaşı, FED’ in parasal sıkılaştırma ve küresel ekonomideki daralma, Türkiye’ nin büyüme oranını bir önceki yıla göre %5,6’ ya düşürmüştür. Uluslararası ilişkilerdeki belirsizlikler ve küresel ekonomide daralma, Türkiye’ nin dış ticaretini ve finansal piyasalarını etkilemiş, bu da ekonomik büyüme üzerindeki baskıyı arttırmıştır.

Bu zorlu ekonomik koşullara rağmen, Türkiye hükümeti ekonomik büyümeyi desteklemek ve istikrarı sağlamak amacıyla çeşitli politika önlemleri almıştır. Bu önlemler arasında mali teşvikler, para politikası ayarlamaları ve yapısal reformlar yer almaktadır. Ancak, uluslararası ilişkilerdeki belirsizliklerin devam etmesi ve küresel ekonomideki daralma, Türkiye’ nin ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, finansal piyasalardaki dalgalanmalar, yatırımcı güvenini zayıflatmış ve ekonomik büyüme üzerinde baskı oluşturmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMLARIN BÜYÜMEYE ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİLER VE AMPİRİK LİTERATÜR

Ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi ve sürdürülebilmesi için gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilerde ana kaynağın fiziki yatırım seviyesindeki artış olduğu göz ardı edilemez bir gerçektir. Üretim artışı sağlayacak ana kaynak olarak yatırımların artırılabilmesi için uygun şekilde finanse edilmesi büyük önem taşımaktadır. Liberalizasyon ve teknolojik gelişmelerle küreselleşmenin artması, finansal sermayenin dünyada kolayca hareket ederek kendine en uygun getiri ortamı araması için büyük imkân sunmuştur. Böylece finansal sermaye, ekonomiler arasında kolayca hareket etmeye başlamıştır. Dolayısıyla ülkeler büyümelerini sağlayacak yatırımları finanse etmek için yabancı fon kaynaklarına daha kolay ulaşmaya başlamışlardır. Bu süreçte ülkelerdeki fiziki yatırım ve büyüme dinamikleri, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde finansal sermaye hareketlerinden daha çok etkilenmeye başlamıştır. Böylece ülkelerin ekonomik büyüme sürecinde finansal sermaye hareketlerinin etkisi önem kazanmış ve bunun üzerine geniş bir teorik ve ampirik literatür oluşmuştur.

Yukarıda belirlenen çerçevede tezin bu bölümü aşağıda belirlenen üç alt başlıktan oluşmaktadır:

İlk alt başlıkta yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki teorik çerçevede açıklanacaktır. Bu kapsamda önce hisse senedi daha sonrada borç senedi şeklindeki yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme ile ilişkisi teorik olarak belirlenecektir.

İkinci alt başlıkta yabancı diğer yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki teorik çerçevede açıklanacaktır. Bu kapsamda önce uzun vadeli daha sonrada kısa vadeli yabancı diğer yatırımlarının ekonomik büyüme ile ilişkisi teorik olarak belirlenecektir.

Üçüncü alt başlıkta portföy ve diğer yatırımların büyüme ile ilişkisini araştıran ampirik çalışmalar tanıtılacaktır. Bu kapsamda önce portföy yatırımlarının büyüme ile

ilişkisi üzerine yapılan ampirik çalışmalar tanıtılacaktır. Daha sonra diğer yatırımlarının büyüme ile ilişkisi üzerine yapılan araştırmalar ele alınacaktır.

1. YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Portföy yatırımlar sermaye kazancı, faiz ve temettü getirisi elde etme amacı ile yatırımcının kendi ülkesi dışında başka bir ülkedeki hisse senedine, özel veya kamuya ait tahviline ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlardan oluşmaktadır. Bu tür yatırımları yapan yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkenin politik ve ekonomik risk, kambiyo ve kur riski, bilgi edinme ve gerçek bilgeye ulaşma riski gibi riskleri göz önünde bulundurarak getiri talep ederler (İMKB, 1994: 8).

Portföy yatırımları şeklindeki uluslararası sermaye hareketleri hisse senetleri ve borç senetleri olarak iki gruba ayrılmaktadır. Böylece portföy yatırımlarının ülkeye girişleri ağırlıklı olarak kamu veya özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil ve bono gibi borç senetleri ile hisse senetleri aracılığıyla gerçekleşmektedir (Zehiroğlu, 2019: 10). Buradan hareketle tezin bu bölümünde portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi teorik olarak açıklanırken hisse senetleri ve borç senetlerinin ekonomik büyümeye etkisi ayrı ayrı iki alt başlıkta ele alınacaktır.

1.1. Hisse Senedi Yatırımları ve Ekonomik Büyüme

Hisse senedi piyasaları, şirket sermayesini paylara bölen, yatırımcılarına kıymetli evraklar sunan ve bu payların alınıp satılmasına aracılık eden platformlardır. Fon talep eden ile fon arz edeni etkili bir şekilde birleştirmektedir. Sermaye piyasalarındaki performans ekonomik büyüme performansını etkileyen önemli bir gösterge olarak öne çıkmaktadır (Şahin ve Durmuş, 2018: 809).

Sermaye piyasaları fon sağlama işlevi ile ekonomik aktivitenin önemli bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu bağlamda borsala hane halkı, firmalar ve devletin uzun vadeli fonlarını etkin bir şekilde yönlendiren yapılar olarak nitelendirilir. Borsaların gelişimi, büyük fonların oluşmasına olanak tanımanın yanı sıra, sermaye dağılımının etkinliğini arttırarak değer belirleme süreçlerinde doğru bilgi akışını temin eder. Bu platformlar, yatırımların miktarlarını ve kalitesini arttırarak ekonomik büyümeye ivme kazandırmakla kalmaz, aynı zamanda ekonomideki özellikli sektörlerle

kaynak sağlayarak dengeli bir ekonomik yapı oluşmasına katkıda bulunur. Böylece, borsalar, finansal sistemin dinamizmini arttırarak ekonomik büyümenin lokomotiflerinden biri olarak işlev görür (Yayla vd, 2017: 188).

Hisse senedi piyasası ile reel sektör arasındaki ilişkiyi incelemek, ekonomik büyümenin temel dinamiklerini ortaya koymak açısından anahtar bir araştırma konusu haline gelmiştir. Böylece, hisse senetleri piyasası, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik nabız tutan önemli gelişmeleri içermektedir. Özellikle küreselleşme ve bölgesel entegrasyonlardaki artış, finansal piyasaların ekonomik büyümeye etkisini daha belirgin hale getirmiştir. Hisse senetlerinin ekonomik büyümeye olan etkisi, bu dinamikler arasındaki karmaşık ilişkileri daha detaylı anlama çabalarını arttırmıştır.

Yukarıda belirlenen çerçevede yabancı hisse senedi piyasası ile büyüme arasında yapılan teorik analizler genellikle doğru orantılı nedensellik ilişkisi kurmaktadır. Bunun yanında söz konusu çalışmalarda yabancı hisse senedi yatırımlarının ani giriş çıkışlarıyla ekonomik istikrarı olumsuz etkilediği de belirlenmektedir. Ayrıca teorik literatürde ekonomik büyümeden yabancı hisse senedi yatırımlarına yönelik tersine nedensellik kuran yaklaşımlarda bulunmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında söz konusu bu teorik yaklaşımlar gözden geçirilecektir.

Hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarının büyüme üzerine olumlu etki yarattığı çok değişik kanallar vardır.

Hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri yatırımların ihtiyaç duyduğu fonlar için önemli bir kaynak sağlamaktadır. Ülkeler ekonomik büyümelerini gerçekleştirebilmek için yatırımlar yaparlar. Bu yatırımlarının finansmanı içinde sermayeye ihtiyaçları vardır. Hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, şirketlere yatırımlarını finanse etmek için gerekli finansmanı sağlayarak yatırım ve üretimi dolayısı ile ekonomik büyümeyi olumlu etkiler. Borsa kanalıyla portföy şeklinde gelmiş olan yabancı yatırımlar, ulusal firmalara sermaye sağlayarak firmaların sermaye maliyetlerinin düşürür, firmaların daha fazla yatırım yapmasına finansman yaratır ve üretim artışı ile ekonomik büyümeye katkıda bulunur (Yapraklı, 2020: 1315). Hisse senedi piyasası, finansal piyasaların önemli bir parçası olarak ekonomilere fon sağlama görevini üstlenmektedir. Bu piyasa, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik büyümeye doğrudan etki eden temel

faktörlerden biri olarak kabul edilir. Hisse senedi piyasası adeta ekonomilerin can damarı gibi işlev görerek şirketlere fon akışı sağlar. Böylece, yeniliklerin yaratılmasında ve iş hacminde genişleme gibi ekonomik büyümeyi tetikleyen unsurlara katkıda bulunur.

Hisse senedi şeklinde yatırımlarının ülkeye gelişi finansal piyasaların gelişimi için önemli bir dinamik oluşturmaktadır. Ülkenin sermaye piyasasını daha likit hale getirerek sermayenin etkinliğini artırır. Ülkeye giren yabancı portföy yatırımları, finansal sektörü derinleştirerek geliştirir ve mali piyasaların kalkınmasını sağlar. Ulusal piyasanın daha etkin ve güçlü olmasına zemin hazırlayarak uluslararası piyasalara daha hızlı adapte olup entegre bir şekilde çalışma ortamı yaratır (Yapraklı, 2020: 1315). Etkin bir finansal sistem, ekonomiye katkıda bulunan fonların düşük getirili mevduatlardan, büyük ve karlı yatırımlara dönüştürülmesine olanak sağlar. Finansal piyasaların etkin çalışması, ekonomik büyümeyi destekler. Tasarruf sahiplerinin birikimlerini etkin yatırımlara dönüştürmelerini sağlar. Yatırımcılar risk ve kar analizleriyle uğraşmadan, yatırımlarını koruyarak kar elde etme amacıyla ekonomik büyümeye katkıda bulunurlar. Bu da ekonomik büyümeyi artırarak genel ekonomiye katkı sunar. Bu sayede, hisse senedi piyasası, kaynakların etkin kullanımı ve ekonomideki verimliliğin artırılmasıyla ekonomik büyümeyi destekleme potansiyeline sahiptir. Hisse senedi piyasalarının ekonomiyi olumlu yönde etkilemesi genel olarak ekonomik literatürde geniş kabul gören bir tespittir (Hoque ve Yakob, 2017: 4-5).

Sermaye hareketleri bağlamında hisse senedi şeklinde sermaye girişleri ulusal sermaye piyasasının etkinliğini artırarak ulusal tasarrufların artmasını özendirir. Bunun ötesinde sermaye piyasasında kaynakların daha verimli ve etkin kullanılmasına katkıda bulunur. Portföy ürün çeşitliliği sağlar ve böylece yerli yatırımcılara daha iyi fırsatlar sunarak tasarrufların artırılmasını ve finansal yatırım yapılmasını teşvik eder (Yapraklı, 2020: 1315). Dışa açık sermaye piyasaları, yatırımcıların uluslararası projelere ve şirketlere yatırım yapmalarına olanak tanır, bu da ekonominin küresel ölçekte rekabet gücünü arttırabilir. Ayrıca, ulusal sermaye piyasalarının entegrasyonu, finansal sistemde daha fazla likidite ve şeffaflık sağlayarak ekonomik büyümeyi destekleyebilir.

Hisse senedi şeklindeki yabancı yatırımlardaki artışlar ülke ekonomisine olan güveni artırır ve böylece ekonomik büyümeyi destekler. Bu durum, yerel ve uluslararası

yatırımcılar arasında olumlu bir algı oluşturabilir. Ülkenin ekonomik potansiyeline olan inancını güçlendirir ve böylece hisse senedi şeklinde finansmana talebi artırır. Bu durum, aynı zamanda ülkedeki diğer finansal araçlara olan talebi arttırabilir ve böylece büyüme sürecini destekler (Vita ve Kyaw, 2009: 277).

Ülkeye yönelik hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri ev sahibi ülkede yaşanan döviz kıtlığının giderilmesinde önemli bir rol oynar. Özellikle az gelişmiş ülkelerde ulusal üretimde kullanılan ve ülke içinde üretilemeyen ara mal ithalatının daha kolay ve hızlı olarak yapılmasını sağlar. Portföy yatırımları, cari açığın finansmanında ve yatırımların arttırılmasında, böylece üretim kapasitesinin genişlemesinde katkı sağlar. Ülkeye gelmiş olan döviz finansmanı üretim kapasitesinde artışa yardımcı olup nihai mal üretim sürecini hızlandırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar. Üstelik yabancı hisse senedi yatırımları ile cari açığı finanse etmek ülke borçlarını arttırmaz. Böylece yabancı hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, ülkelerin dış borçlanma ihtiyacını azaltarak, kendi kaynaklarına ek finansman sağlar (Genç, 2015: 93).

Yabancı hisse senedi yatırımlarındaki artışlar Tobin' in Q teorisi çerçevesinde de ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesi üzerine olumlu katkılar sağlamaktadır. James Tobin' Q oranını firmanın değerini yansıtan bir gösterge olarak değerlendirmiştir. Yatırımcılar için bu oran, karar verme sürecinde önemli bir kıstastır. Q oranı şirketin borsadaki hisse senedi değerinin defter ya da muhasebe değerine oranlanması ile bulunur. Q oranının 1' den büyük olması durumunda, firmanın piyasa değeri varlık değerinden daha yüksek olduğundan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılmasını tavsiye eder. Tersine, Q oranının 1' den küçük olması durumunda, yani firmanın varlıkları piyasa değerinden daha değerli olduğunda yatırım yapılmasının uygun olmadığına işaret etmektedir (Canbaş vd., 2005: 24-25). Yabancı hisse senedi yatırımlarının artması ile Q oranı birden yüksek değer alırsa şirketler hisse senedi çıkararak daha fazla kaynak elde eder. Böylece ülkede yatırımlar artar ve ekonomik büyüme hızlanır. Bu durum aynı zamanda tasarruf yapmaya teşvik eder. Çünkü bu şirketlerin değerli projeleri finanse etme kapasitesine sahip olduğunu gösterir. Artan tasarruflar, ülkedeki yatırım seviyelerini ve ekonomik büyümeyi destekler. Yüksek Tobin Q oranları, şirketlerin değerli varlıklara sahip olduğunu ve bu varlıkların verimli bir şekilde kullanılabileceğini gösterir. Bu durum, ekonomide yapılan yatırımların

verimli olduğuna işaret ettiğinden ekonomiye olan güveni genel olarak artırır. Güvenin artması, tüketicilerin harcamalarını arttırmasına ve yatırımcıların daha fazla yatırım yapmasına neden olabilir. Bu olumlu etkileşim, ekonomik büyümeye katkı bulunabilir (Brealey vd., 1997: 480).

Hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarının büyüme üzerine olumsuz etki yarattığını ileri süren görüşlerde bulunmaktadır.

Hisse senedi şeklindeki yabancı portföy yatırımları özellik olarak kısa vadeli yüksek kazanç sağlamayı hedefleyen yatırımcılar tarafından gerçekleştirilir. Küreselleşme ve teknolojik gelişmeler, uluslararası finansal piyasalarda yatırımcıların menkul kıymetlere yatırım yapmasını kolaylaştırarak hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarının hacimsel olarak büyümesini sağlamıştır. Bunun sonucunda, hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları uluslararası sermaye yatırımları içinde giderek daha fazla paya sahip olmuştur. Ayrıca, teknolojik gelişmeler sayesinde bu yatırımlar, ülkeler arasında hızla yer değiştirebilen bir esnekliğe sahip olmuştur. Böylece, bu tür yatırımlar, likidite hızı yüksek sermaye girişleri sağladıklarından sıcak para olarak da adlandırılmıştır (Aksoy, 2014: 1). Yüksek likidite hızına sahip olması ekonomik, siyasi ve sosyal riskler ortaya çıktığında bu yatırımlara ev sahibi ülkeyi aniden terk edebilme özelliği kazandırmaktadır. Böylece aniden çıkışa geçebilen yabancı hisse senedi yatırımları ev sahibi ülke ekonomisinde kriz yaratma potansiyeli ile ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Hasbi, 2022: 101-103).

Yabancı hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları döviz piyasasında kurlar üzerinde dalgalanmaları artırarak da cari işlemler dengesinde istikrarsızlara yol açabilmektedir. Portföy yatırımları, ülkelerin döviz piyasalarında yerli para birimine dönüştükten sonra ilgili sermaye piyasalarına giriş yaparlar. Böylece hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri döviz piyasasında kurların düşmesine yani ev sahibi ülkenin parasının değerlendirilmesine yol açmaktadır. Başka bir ifade ile hisse senedi şeklindeki sermaye girişi ev sahibi ülkede dövizli bollaştırarak ulusal paranın değerlendirilmesine neden olur. Bu şekilde ulusal paranın değer kazanması ile ithalatın artmasına ve ihracatın azalması neticesinde cari açık büyümektedir. Ayrıca, ithalatın artması, yerel üreticilere olan talebi azaltabilir ve bu da iç piyasadaki işletmeleri etkiler. Yerel üreticilerin talep kaybı yaşaması iş gücü istihdamında azalmaya ve sektörel dengesizliklere yol açabilir

(Keskin, 2014: 78). Öte yandan, hisse senedi şeklindeki portföy yatırımlarındaki çıkışlar ev sahibi ülke döviz piyasasında kurların yükselmesine neden olmaktadır. Bu durumda döviz piyasasındaki dalgalanmalarla ekonomi hızlı bir biçimde parasal kriz içine girebilmektedir (Aydoğmuş 2023: 73-74).

Ülkeler hisse senedi şeklinde portföy yatırımlarını çekmek için çeşitli politikalar uyguladılar. Bunun sonucunda da ülkeye yönelik hisse senedi yatırımları artarak ekonominin finansmanı için önemli bir kaynak oluşturabilir. Ancak, ülkeye hisse senedi şeklinde büyük miktarda sermaye girişi ile birlikte büyük döviz alım-satım işlemleri gerçekleştirildiğinden yerel kur üzerinde yarattığı dalgalanmalara dikkat edilmelidir. Ayrıca, hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri faiz oranlarını etkileyerek merkez bankasının para politikasını sınırlandırabilir. Bütün bunların neticesinde hükümetlerin makroekonomik göstergeleri yönetmek için uyguladıkları iktisat politikalarının etkinliği azalabilir. Bu durum ülkenin iktisadi politika bağımsızlığının kısıtlanmasını neden olur (Hasbi, 2022: 102). Başka bir ifade ile yabancı hisse senedi yatırımları ülkenin ekonomik politika ve merkez bankası bağımsızlığına etki ederek iktisadi politika açısından özerkliği kısıtlayabilir. Ev sahibi ülkede iktisat politikalarının etkinliğinin azalması aynı zamanda ekonominin dış gelişmelere karşı korunmasını da azaltabilir. Bunun sonucunda ekonomik sistem işleyişi uluslararası finansal krizlere karşı daha hassas hale gelebilir. Uluslararası finansal dalgalanmalar kolaylıkla ev sahibi ülkenin finansal piyasalarında bozulmalara yol açabilir ve bu da ülke ekonomisini olumsuz etkileyebilir. Bunun için hisse senedi piyasalarında yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde yarattığı olumlu etkiler yanında olumsuz etkilerde yaratabileceği göz ardı edilmemelidir.

Ekonomik büyüme de yabancı hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları üzerinde olumlu etkiler yaratabilir. Bu durumda nedensellik ilişkisi ekonomik büyümeden yabancı hisse senedi yatırımlarına doğru işlemektedir.

Yabancı finansal sermaye yatırımları yüksek getiri sağlamak amacı ile bütün dünyadaki hisse senedi piyasalarını potansiyel yatırım alanı olarak görmektedir. Bu yüzden genellikle dinamik ve hızlı büyüyen pazarlara yönelir. Çünkü yüksek büyüme hızına sahip ülkeler daha yüksek getiri potansiyeli taşır. Böylece uluslararası hisse senedi yatırımlarının ana hedefi gelişme potansiyeli yüksek ekonomilerden pay alarak

bu büyümeye ortak olmaktır (İslamoğlu, 1996: 14). Yani, bir ülke ekonomisinin hızlı bir oranda büyüme göstermesi, ülkeye portföy yatırımlarının girişini olumlu yönde etkiler. Bu bağlamda Türkiye’de BIST getiri değişkeninin yüksek kazanç sağladığı dönemlerde yabancı portföy yatırımlarında artış görülmektedir. Buna göre BIST, Türkiye’de ekonomik büyüme ile birlikte diğer piyasalara kıyasla daha yüksek getiri sunması durumunda yabancı portföy yatırımlarını çekme olasılığı artmaktadır (Çetenak, 2006: 42). Böylece, ekonomik büyüme, genellikle bir ülkenin potansiyel getirisini ve yatırım fırsatlarını arttırarak uluslararası yatırımcıları çekebilir. Ekonomik büyümenin yabancı yatırımcı ilgisini artırması, genellikle ülke makroekonomik göstergelerinin iyileşmesiyle ilişkilidir. Büyüme, şirket karlarını arttırabilir, iş fırsatlarını çoğaltabilir ve genel olarak yatırım ortamını güçlendirebilir. Bütün bu gelişmeler hisse senedi piyasalarına olan talebi doğrudan etkileyebilir.

Ekonomik büyüme süreçlerine eşlik eden özelleştirme uygulamaları ile de hisse senedi şeklinde yabancı portföy yatırımlarının arttığı belirlenmektedir. Özelleştirme, üretimdeki verimliliği arttırmak için özel hisse senedi mülkiyetini genişleterek devletin etkinliğini azaltmayı amaçlayan bir stratejidir. Son dönemde, ekonomiler serbest piyasa anlayışına bağlı büyüme politikaları çerçevesinde piyasa mekanizmasına odaklı politikalar uygulayarak önemli büyüme oranlarına ulaşmıştır. Bu kapsamda geniş özelleştirme programları başlatılmıştır. Özelleştirme sürecinde sıkça kullanılan bir yöntem olarak şirketlerin hisse senetleri borsalarda satışa sunulmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede, özelleştirilen şirketlerin hisse senetlerinin yabancılar tarafından alınmasını sağlayan bu yöntem, yabancı sermayenin bu ülkelere girmesini hızlandırmıştır (Kim ve Singal, 2000: 27). Ayrıca özelleştirme, şirketlerin rekabet gücünü arttırarak sermaye piyasalarını canlandırmış ve yabancı hisse senedi yatırımcılarının ilgisini arttırmıştır.

Ekonomik büyümeye çoğu zaman eşlik eden teknolojik gelişmeler aynı zamanda hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri için önemli bir avantaj oluşturmaktadır. Öyle ki, finansal piyasalardaki işlemlerin daha hızlı, verimli ve erişilebilir olmasını sağlayarak piyasaların büyümesine katkıda bulunmaktadır. Çünkü teknolojik altyapının gelişmesi, finansal piyasalardaki işlemlerin daha etkin ve şeffaf bir şekilde gerçekleşmesine olanak tanıyarak yatırımcıların güvenini arttırabilir. Gelişmiş teknoloji,

işlemlerin daha verimli ve maliyeti düşük olarak gerçekleşmesine katkıda bulunabilir. Bu da hisse senedi piyasalarında likidite ve işlem hacminin artmasına, dolayısıyla yatırımcıların çeşitli finansal araçlara erişimini kolaylaştırarak portföy çeşitlendirme ve yatırım yapma esnekliğine katkı sağlayabilir (Gündoğdu, 2014: 11).

1.2. Borç Senedi Yatırımları ve Ekonomik Büyüme

Yabancı portföy yatırımları içinde hisse senedi yanında bono ve tahvil şeklindeki borç senetleri de önemli bir yer tutmaktadır. Ayrıca finansal türev ürünler ile para piyasası araçlarını da portföy yatırımlarının içine dahil edilmektedir. Bu yatırım araçları, borcun devredilebilmesi ve belgelendirilme özelliği olduğundan borç senetleri olarak ifade edilmektedir. Borç senetlerinin alt kategori sınıflandırılmasında tahvil, bono ve diğer borçlanma senetleri, para piyasası ya da paraya çevrilebilme likiditesi olan borç araçları ile finansal türevleri ve ayrıca ikincil borç araçları yer almaktadır (IMF, 2012: 91-92).

Tahvil, bono, mevduat sertifikaları ile diğer menkul kıymetler, portföy yatırımları içerisinde önemli bir paya sahiptir. Bu yatırım araçları, yatırımcılara farklı risk ve getiri profilini sunar ve genellikle ekonomik koşullara bağlı olarak değerleri değişebilir. Bu yatırım araçları yatırımcısına alacak hakkı sağlar ve içlerinde de en yaygın olarak tercih edilen de tahvillerdir. Borç senetleri olarak nitelendirilen bu yatırım araçları uluslararası piyasalara, devletler ve de işletmeler tarafından ihraç edilirler. Geri ödenmesinin garanti edilmesi ve ikinci el piyasada işlem görmesi bu yatırım araçlarına olan cazibeyi daha da artırır. Bundan dolayı risk almaktan kaçınan yatırımcılar tarafından hisse senedi şeklindeki sermaye piyasa araçlarına göre borçlanma senetlerinin tercih edilme olasılığı daha yüksektir (Ustaoglu, 2020: 44).

Uluslararası sermaye hareketlerinde, genel olarak portföy yatırımlarının içerisinde özellikle yabancı hisse senedi yatırımlarının payının daha fazla olduğu kanısı hakimdir. Ancak buna rağmen son zamanlarda hazine bonusu ve devlet tahvillerinin payının önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Ülkeye döviz girişini sağlamak ve iç piyasanın kısıtlarından kurtularak borçlanma maliyetlerini minimize etmek için ülkeler borçlanma senetleri yolu ile yabancı yatırımcılardan kaynak sağlamaya ağırlık vermişlerdir. Böylece uluslararası piyasalarda tahvil ve bonolar üzerinden yapılan

işlemler önemli miktarda aratarak çok büyük hacimlere ulaşmıştır. Bu bağlamda özellikle gelişmekte olan ülkelerde tahvil ihraçlarında hızlı gelişmeler görülmüştür. Bunun sonucunda uluslararası piyasalarda portföy yatırımları içerisinde kamu ve özel tahvil ve bono gibi borçlanma araçlarının hisse senetlerine göre payını gittikçe arttığı belirlenmektedir (Vural, 2009: 19-20).

Şirket veya devletlerin yabancı piyasalarda tahvil ihraç etmeyi seçmelerinin üç önemli sebebi bulunmaktadır. Birincisi yurtdışında yapılacak tahvil ihracının daha fazla talep göreceği düşüncesidir. İkincisi firmalar belirlenmiş bir para birimi cinsinden bir projenin finansmanını karşılamayı isteyebilirler. Bu açıdan da söz konusu para biriminin en sık kullanıldığı fonları elde etmeye yönelirler. Üçüncüsü ise faiz oranı düşük bir para birimine yatırım yapmak kur riskine karşı herhangi bir koruma sağlamasa da yatırım maliyetinin düşmesine olanak sağlamaktadır (Madura, 2012: 70).

Tahvilleri talep eden fon yatırımcıları açısından da tahvil yatırımları önemli avantajlar sunmaktadır. Uluslararası tahvil piyasasında büyük miktarda ihraç edilmiş olan tahviller daha çok işlem görür ve likidite hızları da yüksektir. Uluslararası tahvil piyasasında gelişmiş swap tekniği ile yatırımcılar faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki dalgalanmalardan oluşacak olan risklere karşı korunma sağlanabilmektedir. Bu özelliği yatırımcıların tahvillere olan ilgisini artırmıştır. Uluslararası tahvil piyasasında tahviller vergiden muaftır. Tahvillerin hamiline yazılı olması ve ikincil piyasalarda işlem görme olanağı sağlaması yabancı yatırımcıların tahvillere olan taleplerini arttırmaktadır. Tahvillerde riskin daha az olması da tahvillerin tercih edilme sebepleri arasında gösterilebilir (Karacaer, 2009: 74-79).

Borç senedi şeklinde yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine olumlu etki yarattığı kanallar aşağıdaki gibi belirlenebilir.

Tahviller, ihraç edilen ülkenin ya da kurumun finansal güvenilirliğini göz önüne koyan borçlanma aracıdır. Tahvilin bu özelliği gelişmekte olan ülkelerde etkin makroekonomik düzenlemelerin daha da artmasını sağlamış ve bu nedenle de ekonomik büyümelerine katkı sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler, tahvil ihracıyla uluslararası finans piyasalara açılarak dış finansman sağlayabilirler. Bu, özellikle kalkınma projeleri gibi büyük ölçekli yatırımları desteklemek için önemlidir. Tahvillerin finansal

güvenilirliği yansıtmaya özelliği, yatırımcıların bu ülkelerin ekonomik potansiyeline olan güvenini arttırabilir (Esen 2008: 6). Bu durum, söz konusu ülkelerin ekonomik büyüme hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olabilir. Finansal güvenilirliği yüksek tahviller, yatırımcıların bu ülkedeki varlık değerlerine inanmalarına ve uzun vadeli finansman kaynaklarını bu ülkelerle paylaşmalarına olanak tanır. Bu da daha sürdürülebilir büyümeyi destekleyebilir ve ekonomik istikrarın sağlanmasına katkıda bulunabilir.

Uluslararası tahviller, uluslararası sermaye piyasalarının uzun vadeli finansal enstrümanlarıdır. Kuruluşlar ya da hükümetler tarafından finansman ihtiyaçlarını karşılamak için uzun vadede kaynak bulmak amacıyla yurtdışı piyasalara tahvil ihraç etmeleri en fazla başvurulan yöntemlerden biridir. Uluslararası tahviller, dünya genelinde uzun vadeli likidite sağlayarak finansal piyasalarda istikrarın korunmasına da katkıda bulunur. Özellikle sürdürülebilir hızlı büyüme oranlarının uzun vadeli yatırımlara ihtiyaç duyduğu göz önüne alındığında tahvil şeklindeki yabancı sermaye girişlerinin önemi kolayca anlaşılabılır.

Uluslararası tahvil ihraçları taşıdığı özellikler itibarı ile çok çeşitli yatırımcı profiline ulaşmayı sağlar. Çünkü yatırımcılar için farklı risk ve getiri profili sunar. Bu bağlamda yatırımcılar açısından finansal yatırımın çeşitlenmesine yardımcı olur. Böylece yabancı yatırımcılar, portföylerine hazine bonusu ve devlet tahvillerini ekleyerek risklerini düşürmeyi amaçlar. Likidite derecesi yüksek olan bu finansal araçlar piyasa dalgalanmalarına karşı direnç gösterme eğilimindedir. Böylece yatırımcılara önemli bir güven düzeyi sunar. Ayrıca, risksiz varlıklar olarak kabul edilmeleri, belirli bir getiri sağlamaktan ziyade sermayeyi koruma odaklı yatırımcılar için çekici niteliktedir. Hazine bonusu ve devlet tahvilleri, portföy çeşitlendirme stratejisinde önemli rol oynayabilir. Çünkü düşük riskleri ve likidite avantajları, yatırımcılara farklı piyasa koşullarına karşı korunma sağlama imkânı tanır.

Ülke ekonomisine fon sağlamak için hükümetler yabancı tahvil ihraç ederek yurt içi fon piyasasındaki talep baskısını azaltmaktadır. Bu durum özel sektör finansal dışlanmasının önüne geçebilir (Benzie, 1992: 16). Özel sektörün finansal piyasalardan dışlanmasının azaltılması ile ekonomik büyüme için daha uygun imkânlar ortaya çıkmaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkelerde, kamu kurumları, temel alt yapı yatırımlarını tamamlamak için borçlanma yolu ile finansmana gitmektedir. Bu durumda

cari büyüme oranını etkileyen özel yatırımların finansmanı için gerekli olan kısıtlı fonları devlet kendine çekmektedir. Bunun sonucunda özel sektör finansmanı ve yatırımları dışlandığından cari büyüme oranları çok düşük seviyede kalmaktadır. Ancak az gelişmiş ülkelerde devletin yabancı tahvil ihracı ile dış kaynaklara yönelmesi sonucu özel sektörün finansal ve reel olarak dışlanması önüne geçilmektedir. Böylece az gelişmiş ülkelerde cari büyüme oranları kamunun yarattığı finansman kısıntısından kurtulmaktadır.

2. YABANCI DİĞER YATIRIMLAR BE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Diğer yatırımlar, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve rezerv varlıkları dışındaki finansal faaliyetleri kapsayan sermaye hareketlerini içerir. Bu sermaye hareketleri içerisinde vadeli mal alım satımı şeklinde ticari krediler, efektif mevcutları ve yabancı para cinsi olan hesaplarda bulundurulanan mevduat hesapları ile diğer varlık ve yükümlülükler yer alır (Efe, 2008: 55).

Diğer yatırımlar, TCMB ödemeler bilançosunda varlık ve yükümlülük hesapları şeklinde alt kalemlerden oluşmaktadır. Diğer yatırımların alt kaleminde yer alan varlıklar kısmında yurtiçinde yerleşik olan kişilerin yurtdışındaki yerleşik kişilere sağladığı ticari ve nakit krediler ve aynı zamanda bankaların yurtdışındaki muhabirlerinde bulunan döviz varlıkları izlenmektedir. Yükümlülükler alt kalemi kısmında ise yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden temin ettiği ticari ve nakit krediler ile Merkez Bankası ve bankalarda yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları izlenmektedir (İpek, 2013: 18).

Uluslararası sermaye hareketleri içinde portföy yatırımlar ile karşılaştırıldığında, diğer yatırımların yabancı yatırımcılar açısından genellikle daha düşük bir tercih edilme seviyesine sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum, diğer yatırımların genellikle daha az çekici bulunduğu ve yatırımcılar arasında daha düşük talep gördüğüne yönünde izlenimler oluşturmaktadır (Hodzhaniyazov, 2016: 18). Ancak böyle bir değerlendirme yapmadan önce uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak diğer yatırımları daha ayrıntılı bir şekilde sınıflandırıp analiz etmek daha doğru olacaktır.

Öte yandan, diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin büyüme üzerine etkisi literatürde oldukça tartışılan bir konudur. Çünkü diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin büyüme üzerine etkisi konusunda tam bir fikir birliğine varılamamıştır. Bir kısım çalışma ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve bir kısım çalışmada ise olumsuz etkileri olduğu görülmüştür. Bu noktada da özelliklerindeki büyük farklılıklar yabancı diğer yatırımların uzun vadeli ve kısa vadeli perspektiflerle değerlendirilmesini gerektirmektedir. Buna uygun olarak çalışmamızın bu bölümünde, diğer yatırımları uzun ve kısa vadeli yatırımlar şeklinde sınıflandırarak, ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz edilecektir.

2.1. Uzun Vadeli Diğer Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme

Uzun vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan ve bir yıldan daha uzun vadeye sahip olan yurtiçi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri kapsar. Bu tanım içerisindeki borç türleri, özellikle sermaye piyasası araçlarına dayanmayan, kamu ve özel sektöre ait krediler, banka mevduatları ve diğer alacak-borç ilişkilerini içermektedir (Keskin, 2008: 31). Uzun vadeli sermaye hareketleri daha çok geleneksel finansal araçlara dayalı borçlanma ve yatırım stratejisidir.

Uzun vadeli yabancı diğer yatırımların büyüme üzerine olumlu etki yarattığı kanallar aşağıdaki gibi belirlenebilir.

Uzun vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıldan daha fazla olan ve ulusal sınırları aşarak ülkeye gelen ya da ülkeden çıkan sermaye akışlarını ifade eder. Bu tür hareketler, genellikle bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri içerir. Uluslararası yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından oluşturulan konsorsiyumlar ve diğer finansal kuruluşlar uzun vadeli sermaye hareketlerinin ana kaynaklarını oluştururlar. Bu tür yatırımlar, istikrarlı bir yapıya sahip olup çeşitli projelere uzun vadeli kaynak sağlar. Bunun için bu sermaye giriş türünde ani çıkışı sorunu genellikle yaşanmaz. Başka bir ifade ile uzun vadeli oluşları ekonomi de istikrarsız bir yapının oluşmasına engel olur (Ergün, 2011: 42-43). Bunun için bu tür kredilerin etkileri, kullanım yeri ve amacı doğru tespit edilip kullanıldığı takdirde

verimlilik sağlar (Gül, 2022: 14). Uzun vadeli sermaye hareketleri, ekonomik büyüme sürecinde özellikle de gelişmekte olan ülkeler için büyük avantajlar sağlamaktadır. Bu sayede, ekonomik dengenin güçlenmesine ve verimli bir yapı oluşmasına katkıda bulunur.

Diğer uzun vadeli sermaye girişleri, mevduatları, hane halkı ve tüketici kredileri ile toplam sabit sermaye yatırımlarını pozitif yönde etkileyerek ekonomik büyüme sürecini destekler. Genellikle bankalar tarafından kullanılan bu uzun vadeli sermaye akışı, ev sahibi ülkede yatırımları ve tüketimi artırma noktasında önemli bir etki yaratır (İnsel ve Sungur, 2003: 22). Ayrıca ekonomik dengelerin kurulması ve iyileştirilmesi amacıyla kullanılmaları söz konusudur. Bu bağlamda ekonomik verimliliği artıran ve kaçış riski minimize olan bir sermaye akımını temsil eder (Karahan ve İpek, 2013: 302).

Diğer uzun vadeli sermaye girişleri çoğunlukla ev sahibi ülkede proje finansmanında kullanılmaktadır. Bu nedenle yapısal politikaların uygulanması için önemli bir kaynak sağlamaktadır. Dolayısı ile bu sermaye hareketleri genellikle kamu politikalarının etkinliğini sarsmaz. Tam tersine ekonomide verimli yapıyı güçlendirerek uygulanacak politikalarda etkinliği artırır. Reel sektörün gelişimine yönelik kullanılması sonucunda uzun vadeli getirileri ile makroekonomik dengenin kurulması açısından önemli avantajlar sağlamaktadır (Çetin, 2012: 34). Öyle ki, bu krediler genellikle proje finansmanı kapsamında verimliliği artıracak alanlarda kullanıldığından özel sektöre çok olumlu katkılar sunar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için ekonomik büyümeyi destekler ve yapısal politikaların uygulanmasına önemli bir kaynak sağlar.

Uzun vadeli yabancı diğer yatırımların büyüme üzerine olumsuz etki yarattığı kanallar aşağıdaki gibi belirlenebilir.

Uzun vadeli sermaye hareketleri daha istikrarlı bir yapıda olduğundan, genellikle giriş yaptığı ülkede istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümeyi destekler. Ancak ülkede yaşanan çok ciddi politik istikrarsızlık veya küresel ortamda ortaya çıkan ekonomik kriz koşullar gibi faktörler bu tür sermaye hareketlerinin etkinliğini azaltabilir. Bu çerçevede uzun vadeli sermaye hareketleri, yapılan birçok çalışmadan görüleceği üzere, normal koşullarda ülke ekonomisine çok olumlu katkılar sağlamaktadır. Böylece, özellikle az gelişmiş ülkelerin kalkınma programlarında kullanılabilecek

faaliyetler için önemli miktarda kaynak sunma potansiyeline sahiptir (Kovusova, 2018: 22). Bununla birlikte gerek ev sahibi ülkede ve gerekse uluslararası koşullarda yaşanan siyasi ve ekonomik karışıklıklar uzun vadeli sermaye girişlerinin ekonomi üzerine olumsuz etki yaratmasına yol açabilmektedir.

Öte yandan uzun vadeli diğer yatırım şeklindeki sermaye girişleri hedeflere uygun şekilde kullanılmadığında ev sahibi ülke için maliyeti oldukça yüksek olumsuz sonuçlar doğurabilir. Uzun vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ev sahibi ülkenin dış yükümlülüğünü artırdığı unutulmamalıdır. Dolayısı ile bu tür sermaye girişleri ile dış borçlanmadaki artışlar makroekonomik dengeleri bozma potansiyeli taşıdığı gerçeği göz ardı edilmemelidir (Çetin, 2012: 34). Eğer bu şekilde alınana kaynaklar amacına uygun kullanılmazsa geri ödeyememe riski artar. Bunun sonucunda ev sahibi ülke ekonomisi ciddi krizlere sürüklenebilir. Bu yüzden uzun vadeli sermaye yatırımlarının yönetimi ve denetimi ev sahibi ülke için önemlidir (Gül, 2022: 28)

2.2. Kısa Vadeli Diğer Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme

Kısa vadeli diğer yatırımlar genellikle ülkeler arasındaki kur ve faiz farklarından hızlı şekilde yüksek kazanç elde etmek amacıyla yapılan yabancı sermaye hareketleridir. Bu tür yatırımlar, yatırımcıların piyasa koşullarını sürekli takip etmesini ve olaylara hızlı tepki verip gerekli önlemleri almasını gerektirmektedir. Bunun için kısa vadeli diğer yatırım şeklindeki sermaye girişleri makroekonomik göstergelere karşı hassas olup çoğu daha fazla spekülasyon amaçları taşırlar (Alakbarov, 2021: 13).

Kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri ile portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketleri arasında ayırt edici farklar bulunmaktadır. Portföy yatırımları genellikle hisse senedi ve tahviller gibi finansal enstrümanları içerirken, kısa vadeli sermaye hareketleri ticari krediler, ticari banka kredileri gibi daha kısa vadeli ve likit yatırım araçlarına odaklanır (Genç, 2015: 14). Her iki yatırım stratejisi de farklı risk profilleri ve vade beklentileri taşımaktadır. Kısa vadeli diğer yatırımlar ile uzun vadeli diğer yatırımlar arasında da önemli farklar vardır. Uzun vadeli yatırımlar daha istikrarlı ve proje odaklı iken, kısa vadeli yatırımlar daha dinamik ve dolayısı ile ulusal ve global gelişmelere karşı duyarlıdır.

Kısa vadeli yabancı diğer yatırımların büyüme üzerine olumlu etki yarattığı kanallar aşağıdaki gibi belirlenebilir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, genellikle bir yıla kadar vadeli olan ve finansal işlemlerde likidite ihtiyacını önemli ölçüde finanse eden sermaye hareketleri olarak ifade edilmektedir. Bu kapsamda, ticari krediler, bir yıldan az vadeli diğer banka kredileri, yerel ve yabancı para cinsinden kısa vadeli özel ve kamu borçlarını içermektedir (Rodrik ve Velasco, 1999: 12). Kısa vadeli sermaye hareketleri, finansal işlemlerdeki likidite ihtiyacını etkili bir biçimde karşılayarak ekonomik büyümeyi destekler. Kısa vadeli sermaye hareketleri, piyasa şartlarına hızlı bir şekilde adapte olabilme ve ekonomik dalgalanmalara çabuk tepki verebilme özelliğine sahiptirler. Böylece, piyasa şartlarına hızlı adapte olabilme ve ekonomik dalgalanmalara çabuk tepki vermesi nedeni ile ekonomide uzun vadeli büyüme dinamiklerini desteklemesi söz konusu değildir. Bu bakımdan kısa vadeli ekonomik büyümeye için kısa vadeli diğer yatırımları önemli bir kaynak olarak görmek gerekir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, uzun dönemde etkisi olabilecek şekilde ekonomik büyümeye katkıda bulunma kapasiteleri sınırlıdır. Bu sermaye genellikle geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarının finansmanına yöneliktir. Başka bir ifade ile kısa vadeli sermaye hareketleri ancak kısa vadeli bütçe ve dış ticaret açıklarının finansmanı sağlamak için kullanılabilir. Bunun için kısa vadeli diğer yatırımlar şeklinde sermaye girişleri için ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları ve ihracat kredileri gibi finansal araçlar kullanılır. Vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri ve yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanma araçları gibi çeşitli finansal araçlar aracılığıyla oluşan sermaye hareketleri de kısa vadeli sermaye hareketleri kategorisine dahil edilebilir. Kısa vadeli diğer yatırımlar piyasa koşullarındaki kur ve faiz değişimlerine oldukça duyarlıdır ve kolayca bir ülkeden diğerine geçiş yapabilmektedir. Bu yüzden söz konusu göstergeleri yöneterek dış kaynak sağlanması ve büyümenin kısa dönem finansmanı için kullanılabilen önemli bir kaynaktır (Has, 2007: 5). Yüksek faiz ve düşük döviz kur uygulayarak spekülasyon arbitraj fırsatları sunan ülkeler, kısa vadeli sermayeyi ülkelerine çekerek kısa vadeli büyüme süreçlerini finanse edebilirler.

Gelişmekte olan ülkelerde ödemeler bilançosunun yıllık denkleştirilmesinde kısa vadeli sermaye akımları önemli bir rol oynamaktadır. Bir ekonominin genel denge durumunu analiz etmek için ödemeler bilançosundaki sermaye hareketleri dengesi ile cari işlemler dengesi birlikte değerlendirilmelidir. Eğer ekonominin genel dengesinde fazla ya da açık varsa, bu farkı dengelemek için rezerv hareketleri hesaba katılmalıdır. Eğer bir ülkenin cari işlemler dengesi açık veriyorsa, genellikle bu açığı kapatmak için ülkeye kısa vadeli sermaye girişi almaya çalışılır. Bunun için kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermayenin teşvik edilmesi gerekmektedir. Kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri, kamu veya özel sektörün uluslararası borçlarında önemli bir artış ifade etmesinin yanında ödemeler bilançosunda fazla verilmesi ya da dengenin sağlanması anlamına da gelir (Baran ve Tuncay, 2017: 192-193). Böylece, özellikle cari işlemler hesabında sürekli açık veren az gelişmiş ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketleri ile dış ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması büyük önem arz etmektedir. Bu sayede cari açığa dayalı kısa dönem büyüme dinamikleri etkin bir şekilde sürdürülebilmektedir. Bu sermaye hareketleri uzun vadede büyümeye sınırlı bir katkı sağlamaktadır. Genellikle de ödemeler dengesi ve kamu açıklarının finansmanına odaklıdır.

Kısa vadeli yabancı diğer yatırımların büyüme üzerine olumsuz etki yaratacak bazı dinamikler de taşımaktadır.

Kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketleri, faiz oranlarındaki farklardan kaynaklanan arbitraj olanaklarını değerlendirme prensibi üzerine dayanır ve bu yüzden oldukça istikrarsızdır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, genellikle kalıcı olma özelliği az olan ve spekülasyon amaçları taşıdığı için sıcak para olarak da ifade edilebilir. Sıcak para şeklindeki yabancı yatırımcılar kısa vadeli fonları başka bir ekonomiye transfer edip yerel para birimine dönüştürerek, yerel para birimindeki arbitraj avantajlarından yararlanmayı amaçlar (Efe, 2008: 56). Bu durum kısa vadeli diğer yatırımları ev sahibi ülke için kriz yaratan bir dinamik haline getirebilmektedir. Çünkü bu sermaye girişleri genellikle spekülasyon amaç güder. Dolayısı ile hızlı bir şekilde ülkeden çıkış yapabilirler ve bu da ekonomi için önemli bir istikrarsızlık kaynağı oluşturabilir. Bu sebeplerden dolayı, kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye akımları ülkeler için yönetilmesi zor ve istikrarsızlık yaratabilen bir özelliğe sahiptir.

(Karahan ve İpek, 2013: 302). Böylece kısa vadeli diğer yatırımlar zaman zaman gittikleri ülkede finansal krizlere neden olabilirler. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye akımlarının ani giriş-çıkışları sonucunda bir çok finansal ve reel ekonomik krizler yaşanmıştır (Gül, 2022: 28).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, gittikleri ülkelerin ekonomik büyümesine ve istihdam düzeyine olumlu bir katkı sağlamayıp aksine ekonomik piyasa koşullarından faydalanmak amacıyla kısa süreli olarak hareket eden ve ülkeyi hızla terk edebilen sermaye akımıdır. Başka bir ifade ile, bu tür sermaye akımları konjonktürel, oynak, kararsız ve kolayca geri dönebilme bir özelliğe sahiptir. Bu özelliğinden dolayı kısa vadeli sermaye hareketleri, ev sahibi ülkede istikrarlı bir ekonomik büyümenin önünde engel teşkil eden önemli bir faktör olarak öne çıkmaktadır (Kont, 1998: 68). Ayrıca bu tür sermaye girişi ülkede daha çok tüketim harcamalarını artırır dolayısı ile tasarrufları azaltır. Böylece ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye, tüketime dayalı büyümeyi arttırmaktadır (Albayrak, 2019: 34). Son yıllarda finansal serbestleşme özellikle gelişmekte olan ekonomilerde bu riskli sermaye girişlerinin miktarını artırmıştır. Bunun sonucunda diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri ev sahibi ülkelere sorun yaratmış ciddi krizlere sürüklemiştir.

Kısa vadeli diğer yatırımların, arbitraj olanaklarını değerlendiren ancak aynı zamanda istikrarsızlık ve kriz yaratma potansiyeli taşıyan spekülasyon bir niteliği vardır, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ani giriş çıkışlarıyla ekonomik istikrarı tehdit etmektedir.

3. YABANCI PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMZ İLE BÜYME İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK LİTERATÜR

Çalışmanın bundan sonraki kısmında portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerine etkilerini araştıran ampirik çalışmalar gözden geçirilecektir. Önce portföy yatırımları daha sonra ise diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkilerini araştıran ampirik çalışmalar ele alınacaktır.

Yabancı portföy yatırımları ve yabancı diğer yatırımlarla ilgili yapılan çalışmalarda 1970'lerden 1990'lı yıllara kadar teorik odaklı çalışmalar daha fazla öne

çıkarmakta iken, daha sonraki yıllarda yapılan çalışmalarda ise ampirik nitelikli çalışmalar ön plana çıkmıştır. Uluslararası piyasalardaki ve finansal sistemdeki değişimlere paralel olarak, yabancı portföy yatırımları ve yabancı diğer yatırımlarla ilgili çalışmaların nitelik ve kapsamlarında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Söz konusu yabancı yatırım türlerini etkileyen faktörlerin analizine yönelik çalışmalar yanında yabancı yatırımların yarattığı ekonomik etkiler konusunda da önemli sayıda araştırmanın gerçekleştirildiği belirlenmektedir.

Bu bölümde yabancı yatırımların büyüme üzerine yarattığı etkiler Türkiye’ de yapılmış çalışmalar ve diğer ülkelere yönelik araştırmalar kapsamında gözden geçirilecektir. Portföy ve diğer yatırım girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, panel veri ve zaman serisi analizleriyle detaylı bir şekilde araştırılmaktadır. Mevcut literatürdeki çeşitli çalışmaların ampirik sonuçlarını incelendiğinde genel olarak portföy ve diğer yatırım girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yarattığı belirlenmektedir. Bununla birlikte, bazı durumlarda negatif ve anlamsız sonuçlara da ulaşılmıştır. Çalışmaların çoğunda kullanılan ekonomik büyüme verileri gayri safi yurt içi hasılaya göre belirlenmiştir. Portföy yatırımları hisse senetleri ve borç senetleri, diğer yatırımlar ise kısa ve uzun vadeli diğer yatırımlar türlerine göre büyüme üzerinde farklı etkiler yaratabilmektedir. Ayrıca araştırılan döneme ve ülkelere bağlı olarak farklı sonuçlara ulaşılabilmektedir. Ama genel bir ifade ile yabancı portföy yatırımları ile diğer yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, özellikle kısa dönemde, olumlu yönde değerlendirilmektedir.

3.1. Portföy Yatırımları ile Büyüme İlişkisine Yönelik Çalışmalar

Literatürde ekonomik büyüme sürecinde yabancı sermaye hareketlerinin oynadığı rol sıklıkla araştırılmıştır. Özellikle de yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine etkisine büyük önem atfedilmektedirler. Bu bağlamda, 1990’ların sonrasında portföy yatırımlarının büyüme üzerine etkilerine ilişkin uygulamalı çalışmaların sayısında artış gözlemlenmiştir. Genel olarak bu çalışmalarda, zaman serisi analizlerinin kullanıldığı ve değişkenler arasındaki ilişkinin farklı boyutlarda incelendiği görülmektedir.

Portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair literatürde birçok çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmaların çoğu yabancı portföy yatırımlarının kısa dönem ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği tezini savunurken, diğer bazı araştırmalar bu iki değişken arasında bir etkileşimin olmadığını belirtmekte ve hatta bazıları negatif bir ilişkinin bulunduğunu ileri sürmektedir. Böylece, ekonomik büyümenin, portföy yatırımlarının türlerine ve yatırım yapılan ülke gruplarına bağlı olarak olumlu ve olumsuz yönde etkilenebileceğine ilişkin farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Dolayısı ile ampirik çalışma sonuçlarında portföy yatırımların yönetime ilişkin farklı çıkarımlarında bulunulduğu da gözlemlenmiştir.

Mosley vd. (1987), gelişmekte olan 83 ülke için 1960– 1983 yılları arasındaki verileri kesit iki aşamalı EKK tahmin yöntemini kullanarak yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisini incelemişlerdir. Yatay ve kesit regresyon analizleri ile portföy yatırımlarının ve dış yardımların ekonomik büyümeye etkisi farklı dönemlere ayırarak analiz edilmiştir. Genel olarak, çoğu az gelişmiş ülkede sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisinin negatif ve anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bölge ve gelir gruplarına göre veri setini analiz ettiklerinde, Asya'daki gelişmiş ülkelerde açıklayıcı değişkenlerin ekonomik büyümeye katkısının olumlu ve anlamlı bir katkı sağladığı, geliri düşük ülkelerde ise bu etkinin negatif ve anlamsız olduğu gözlemlenmiştir.

Bekaert ve Harvey (1998), portföy yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmada, ABD tarafından 17 tane gelişmekte olan ülkeye yönelik portföy yatırımlarının etkisini incelemiştir. GARCH modeli kullanılarak yapılan zaman serisi ile analiz sonucunda söz konusu gelişmekte olan ülkelerdeki tahvil ve hisse senedi şeklinde gerçekleşmiş olan portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Böylece, ülkeye yabancı portföy yatırımlarının çekilmesinde ağırlıklı olarak borsa performansının kritik bir role sahip olduğunu vurgulamışlardır. Borsa getirilerinin yükselmesi, ekstra kar peşinde koşan yabancı yatırımcıları ülkeye yatırım yapılması konusunda dikkatlerini çekmekte ve borsaya olan güvenlerini daha da artırmaktadır. Bu bağlamda, yapılan çalışmada hisse senedi piyasalarına olan güven ve ülke ekonomisindeki serbestleşme politikalarının da etkisiyle portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi arttırdığı vurgulanmıştır.

Rodrik ve Velasco (1999), sermaye hareketlerini 100 ülke üzerindeki etkisini 1975–1989 dönemi için panel veri analizleri ile incelemişlerdir. Finansal sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında gerçek anlamda anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği yönünde etkilerin olduğunu ortaya koymuşlardır. Sanılanın aksine sermaye hareketleri içerisinde, sıcak para hareketleri olarak ifade edilen yabancı portföy hareketlerinin ekonomik büyüme sürecinde güçlü bir performans sergilemediği belirlenmiştir.

Reisen ve Soto (2001), portföy yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 44 tane gelişmekte olan ülke için 1986-1997 dönemi verileri ile Genelleştirilmiş Momentler yöntemini kullanarak dinamik panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda 44 gelişmekte olan ülke'deki portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Böylece söz konusu ülkelerde portföy yatırımlarına yönelik uygulamalar ekonomik büyümeyi hedefleyen politikalar için tercih edilebilir sonucu vurgulanmıştır.

Mc Lean ve Shrestha (2002) yaptıkları çalışmada, Asya, Afrika ve Latin Amerika'da yer alan 40 gelişmekte olan ülke için 1976-1994 dönemi yıllık verileri kullanarak panel veri analizi ile incelemişlerdir. Portföy yatırımlarının 40 gelişmekte olan ülke'deki ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Daha spesifik olarak belirtmek gerekirse doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Ancak diğer yabancı yatırımlar kapsamında yer alan ticari kredilerin büyümeyi olumsuz etkilediği belirlenmiştir.

Durham (2003), doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi nasıl etki ettiğini 1977-2000 yılları arasındaki verileri kullanarak 88 ülke için regresyon analizi ve sınır testi ile araştırmıştır. Ampirik bulgular doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olmadığını ortaya koymuştur. Doğrudan yabancı yatırımlarının aksine, portföy ve diğer yabancı yatırımların ilgili ülkelerin ekonomik büyümesine herhangi bir katkıda bulunmadığını, aksine olumsuz etki yaptığını ortaya koymaktadır.

Yalçın (2005), çalışmasında, 31 gelişmekte olan ülkedeki 1982-2003 yılları arasındaki yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde etkisini analiz etmiştir. Panel Veri Analizi yöntemi kullanılarak, elde edilen sonuçlar ışığında doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımların ekonomik büyümeye pozitif katkı sağladığı, yabancı kredilerin ise büyümeye negatif yönde etki ettiği belirtilmiştir.

Karaca ve Abasız (2007), gelişmekte olan 25 ülkede portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisini 1980-2005 yılları arasındaki veriler için analiz etmişlerdir. Elde edilen verilere göre, düşük gelire sahip olan ülkelerde portföy yatırımlarda %1'lik artışın ekonomik büyümeyi %1,11 oranında arttırdığı belirlenmiştir. Öte yandan, yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde portföy yatırımlarında %1'lik artışın ekonomik büyümeyi %0,248 oranında yükselttiği ortaya konmuştur.

Ferreira ve Laux (2009) yaptıkları çalışmada, 1988-2001 yılları arası veriler ile 50 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki portföy ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile test etmişlerdir. Elde ettikleri sonuca göre, portföy yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki katsayı pozitif yönlü ve anlamlı olduğunu belirtmişlerdir. Böylece portföy yatırımlarının ülkeye çekilmesine yönelik uygulamaların büyüme için etkin bir politika seçeneği olduğu ortaya konmuştur.

Vita ve Kyaw (2009), gelişmekte olan 126 ülke üzerinde yaptığı çalışmada portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1985-2002 dönemi için panel veri metodu ile analiz etmişlerdir. Çalışmada ele aldıkları ülkeleri düşük gelirli, orta gelirli ve yüksek gelirli olmak üzere üç gruba ayırmışlardır. Ampirik bulgular orta gelirli ülkelerde portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir etkileşim olduğunu göstermiştir.

Duasa ve Kassim (2009), yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Malezya örneğinde incelemiştir. Üçer aylık veriler 1991-2006 yılları arası dönem için Granger ile Toda ve Yamamoto Nedensellik testleri kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, ekonomik büyümenin yabancı portföy yatırımlarında değişikliğe neden olduğu ve yabancı portföy yatırımlarının ülkeye çekilmesinde en önemli faktörün ekonomik büyüme olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Choong vd. (2010), gelişmekte olan 51 ÷lkede yaptığı çalışmada 1988 ve 2002 yılları arasında doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve dış borçların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelenmiştir. Panel veri metodu kullanılarak yapılan analizlere göre doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine negatif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Vergil ve Karaca (2010), gelişmekte olan 25 ÷lkede doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımlar ve kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Panel Veri Analizi kullanarak 1980-2005 dönemi için incelenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Bunun yanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi negatif olarak etkilediği sonucuna varılmıştır.

Elboiashi (2011), yabancı doğrudan yatırımlar ile portföy ve diğer yatırımların, 31 gelişmekte olan ÷lkede büyüme üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmada 3 Aşamalı Kareler yöntemi uygulanmış ve 1980-2005 arası dönemdeki veriler analiz edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte portföy yatırımları ve diğer yatırımların ekonomik büyüme üzerine pozitif yönlü etkisi olduğu bulunmuştur. Böylece gelişmekte olan ÷lkeler için yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi etkin bir politika aracı olarak belirlenmiştir.

Michael (2014), yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde yarattığı etkileri Nijerya ekonomisinde saptamaya çalışmıştır. Araştırmada 1986-2011 yılları arasındaki veriler kullanmıştır. Dickey- Fuller birim kök testleri ve Johansen eşbütünleşme testleri ve Parsimonious hata düzeltme modeli ile analiz etmiştir. Portföy yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği ve böylece önemli bir büyüme dinamiği olduğu belirlenmiştir.

MacDonald (2015), doğrudan yabancı sermaye, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine etkisini 117 ÷lke üzerinden panel ver analizi ile 1980-2010 yılları arasındaki verileri kullanarak analiz etmiştir. Ampirik bulgular doğrudan sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi desteklediğini ortaya koymuştur. Portföy yatırımları ve banka sendikasyon kredilerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir.

Albulescu (2015), Bulgaristan, Hırvatistan, Kıbrıs, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Malta, Polonya, Romanya, Slovakya ve Slovenya'nın bulunduğu 13 Orta ve Doğu Avrupa ülkesi için 2005-2012 yılları arasındaki dönemde portföy yatırımlarının büyüme üzerine etkisini analiz etmiştir. GMM yaklaşımını kullanarak elde edilen ampirik bulgular portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kamacı ve Konya (2016), Kırılğan Beşli (BIITS- Brezilya, Endonezya, Hindistan, Türkiye ve Çin) ülkelerindeki portföy yatırımları ile büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Panel veri yöntemiyle 1994-2013 dönemi arasındaki veriler kullanılarak yapılan analiz sonucunda FED' in tahvil alımlarını azaltma açıklamasının ardından, tahvillerin büyüme üzerine herhangi bir etkisi yokken, hisse senetlerinin büyümeyi pozitif yönde etkilediği belirtilmiştir

Bulut vd. (2017), portföy yatırımlarının büyüme üzerine etkisini 16 yükselen piyasa ekonomisinde 2007- 2015 dönemini kapsayan veriler kullanılarak Arellano-Bond panel GMM tahmin yöntemiyle incelemişlerdir. Ampirik bulgular portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini göstermiştir. Riskli küresel yatırım ortamında güvenli limanlar arayışında olan portföy yatırımcıları için yükselen ekonomilerin önemli bir ev sahipliği yaptığı ve bu ülkelerde büyümeyi olumlu etkilediği tespit edilmiştir.

Kuzucu (2018), doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 52 gelişmekte olan ülke için araştırmıştır. Statik ve dinamik panel veri analizlerinin 2005-2015 yılları arasındaki verilere uygulanması ile elde edilen sonuçlar portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olmadığını sonucunu göstermiştir.

Ezeanyoji ve Maureen (2019), portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Nijerya ekonomisi üzerinde analiz etmiştir. Eşbütünleşme ve nedensellik analizleri yöntemi kullanılarak 1986-2017 yılları arasındaki dönem için yapılan analizlerde portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı ortaya konmuştur. Böylece portföy yatırımları ekonomik büyüme politikaları için önemli bir alternatif olarak belirlenmiştir.

Sugözü ve Yaşar (2020), portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 2001-2018 dönemine ait verilerle 23 OECD ülkesi için araştırmıştır. Panel veri analiz yöntemi uygulanarak elde edilen bulgulara göre portföy yatırımlarının kısa dönemde ekonomik büyümeyi pozitif şekilde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak portföy yatırımları şeklindeki sermaye girişlerinin uzun dönemde büyüme üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ile ilgili Türkiye ekonomisi üzerine de çok çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Yabancı hisse senetleri ve borç senetleri şeklindeki portföy yatırımları, gerçekleştirilen çalışmalarda genellikle toplu bir biçimde ele alınıp analiz edilmiştir.

Kula (2003), Türkiye için 1980-2000 döneminde portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi korelasyon analizini kullanarak incelemiştir. Ülkeye gelen dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile portföy yatırımlarının Türkiye ekonomisindeki üretimi nasıl etkilediği araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü korelasyonun olduğu ortaya konmuştur. Başka bir deyişle Türkiye’de portföy yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demir (2007), uluslararası doğrudan yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımlarının Türkiye’de ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olup olmadığını incelemiştir. Çalışmada, 1996– 2005 periyodunda aylık veriler Johansen eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda uluslararası doğrudan yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

Gündoğdu (2014), Türkiye’de ekonomik büyüme ile portföy yatırımları arasındaki uzun vadeli ilişki 1987-2014 dönemi için 3 aylık verilere dayanarak Granger nedensellik analizi ile incelenmiştir. Elde edilen bulgular portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Böylece, Türkiye ekonomisinde büyümenin portföy yatırımları şeklinde sermaye girişleri ile pozitif yönlü ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Yapraklı (2020), Türkiye ekonomisinde 1986-2019 dönemine ait verileri kullanarak, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ele almıştır. Çalışmada birim kök, çoklu yapısal kırılma ve eşbütünleşme testleri ile hata düzeltme modeli kullanarak ekonometrik analiz yapılmıştır. Eşbütünleşme analizine göre, uzun dönemde ekonomik büyüme ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Ancak ekonomik büyüme üzerinde yabancı portföy yatırımlarının etkisinin oldukça düşük olduğunu belirtmiştir.

Özetlemek gerekirse literatür çalışmalarında, yabancı portföy yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında genellikle pozitif yönlü bir ilişki olduğu doğrulanmaktadır. Buna göre Bekaert ve Harvey (1998), Reisen ve Soto (2001), Mc Lean ve Shrestha (2002), Yalçın (2005), Karaca ve Abasız (2007), Ferreira ve Laux (2009), Vita ve Kyaw (2009), Chang vd. (2010), Elboiashi (2011), Michael (2014), Albulescu (2015), Bulut vd. (2017), Ezeanyejı ve Maureen (2019), tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu bulunmuştur. Öte yandan, sınırlı sayıda da olsa, literatürde yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğine ilişkin sonuçlara da ulaşılmıştır. Buna göre Rodrik ve Velasco (1999), Durham (2003), Vergil ve Karaca (2010), MacDonald (2015), Kuzucu (2018), Sugözü ve Yaşar (2020) çalışmalarında portföy yatırımların ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye ilişkin kesin bir fikir birliğine ulaşılmamıştır. Demir (2007) ve Gündoğdu (2014) Türkiye'ye yönelik yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir. Öte yandan, Kula (2003) ve Yapraklı (2020) Türkiye'de yabancı portföy yatırımlarını ya olumsuz yönde etkilediğini ya da aralarında çok zayıf ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

3.1. Diğer Yatırımlar ile Büyüme İlişkisine Yönelik Çalışmalar

Diğer yatırımlar vadeleri bakımından uzun vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi tartışmalıdır. Uzun vadeli sermaye

hareketlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisini araştıran çalışma sayısı ise oldukça sınırlıdır.

Gruben ve McLeod (1998), Latin Amerika ve Asya'da 18 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada, kısa vadeli sermaye hareketlerinin, portföy yatırımlarının ve uluslararası doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde oluşturdukları etkileri 1971–1994 dönemi yıllık veriler kullanılarak İki Aşamalı En Küçük Kareler yöntemi ile analiz etmiştir. Araştırmada ortaya çıkan sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişleri, ekonomik büyüme göstergesi olan gayri safi milli hasıla üzerinde etkili bir rol oynamaktadır. İstatistiksel veriler ışığında kısa vadeli yatırımların doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlara göre ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Soto (2000), gelişmekte olan 44 ülke üzerinde 1986-1997 yılları arasındaki verileri kullanarak yapılan analizde özel sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Dinamik panel veri yöntemi sonuçları kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki negatif yönde bir etki oluşturduğunu bulmuştur. Böylece diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme için önemli bir politika aracı olarak kullanılamayacağı sonucuna ulaşılmıştır. Bunun için sermaye hareketlerinin yönetiminde uzun vadeli sermaye girişlerinin özendirilmesi gerektiği belirtilmiştir.

Reisen ve Soto (2001), gelişmekte olan 44 ülkenin verilerini 1986–1997 dönemi için panel veri analizi kullanarak analiz etmiştir. Ampirik bulgular normal koşullarda uzun ve kısa vadeli sermaye girişleri ekonomik büyüme üzerinde belirgin bir etki yapmadığını göstermiştir. Ancak bankacılık sisteminin güçlendirilmesi durumunda uluslararası sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Çalışmanın önemli bir sonucu, menkul kıymet piyasasına gelen portföy yatırımların ekonomik büyüme üzerinde etkili olumlu olduğudur.

McLean ve Shrestha (2002), Asya, Latin Amerika ve Afrika kıtalarındaki 40 ülkeyi, 1976-1995 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Ampirik bulgular, toplam sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi pozitif bir şekilde etkilediğini göstermiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar ve

portföy yatırımlarının, diğer yatırımlara göre ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylece, doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekmek ekonomik büyüme açısından etkili bir politika olarak belirlenmiştir.

Baharumshah ve Thanoon (2006), Doğu Asya ülkelerinin 1982–2001 dönemine ait verilerini Granger nedensellik testi ve dinamik genelleştirilmiş EKK tahmin yöntemini kullanarak incelemiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amacı ile gerçekleştirilen analizlerde kısa vadeli sermaye girişlerinin ülkenin ekonomik büyümesini pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış yapmaları halinde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna da ulaşılmıştır.

Vergil ve Karaca (2010), gelişmekte olan 25 ülkede uluslararası sermaye hareketleri içerisindeki doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımlar ve kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Panel Veri Analizi kullanarak 1980-2005 dönemi için analiz etmiştir. Portföy ve doğrudan yabancı yatırımların, ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ise ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Böylece kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyüme amacı ile kullanılamayacağı tespit edilmiştir.

Aizenman vd. (2011), sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini 100 ülke üzerinde 1990-2010 yılları arası verileri kullanarak panel veri analiziyle test etmişlerdir. Ampirik bulgular 2008 yılı öncesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermiştir. Ancak, 2008 krizi sonrası kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide küçülmeye neden olduğu belirlenmiştir. Dolayısı ile ekonomik krizlere bağlı olarak sermaye çıkışlarının ekonomik daralmayı daha da artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Wang, vd. (2015), Çin' in 2000-2012 dönemi yıllık verileri ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini SVAR modeli ile analiz etmişlerdir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ilk etapta ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir yönlü etkisi olsa da ilerleyen süreçte ülkeyi krize sürüklediği sonucuna

ulaşmışlardır. Öyle ki, sermaye girişleri ile varlık piyasası karşılıklı olarak birbirini etkilemektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, daha sonra krize yol açacak şekilde emlak piyasasındaki balonun oluşmasında ve hisse senetleri piyasasındaki dalgalanmalarda etkili olmaktadır.

Biçen (2017), Nijerya, Endonezya, Ekvator, Meksika, Mısır, Türkiye, Çin, Peru, Kolombiya, Hindistan, Pakistan, Bangladeş ve Brezilya gibi ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerin etkilerini analiz etmişlerdir. Çalışmada 2004-2014 dönemi verileri kullanılarak, düşük ve yüksek dışa açıklık seviyelerine sahip 26 ülkenin ekonomileri incelenerek kısa vadeli sermaye ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi otoregresif panel veri analiziyle test edilmiştir. Analiz sonuçları düşük dışa açıklık düzeyine sahip olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi daha güçlü etkilediğini ortaya koymuştur.

Kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ile ilgili Türkiye ekonomisi üzerine de çok çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Gerçekleştirilen çalışmalar ağırlıklı olarak kısa ve uzun vadeli diğer yatırım girişleri diğer yatırımlar şeklinde toplu bir biçimde ele alınıp analiz edilmiştir. Bazı çalışmalarda da sadece kısa vadeli diğer yatırımlar analizlere katılmıştır. Bu bakımdan Türkiye üzerine yapılan çalışmalarda diğer yatırımların uzun ve kısa dönem olarak ayrılarak analizi yapılan bir araştırma bulunmamaktadır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye’de 1989-1999 yılları arasındaki verileri kullanarak uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini VAR model ile incelemiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi etkilemediği sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde düşüş etkisi yaratarak yerli paranın değerlenmesine sebep olduğunu, akabinde bu durumun Türkiye’ nin cari işlemler dengesini bozduğunu belirtmiştir. Dolayısı ile kısa vadeli sermaye girişleri ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratmadığı gibi yerli paranın aşırı değerlenmesine ve bunun sonucunda da cari açığın artmasına neden olmuştur.

İnsel ve Sungur (2003), Türkiye’de 1989-1999 dönemi içerisinde sermaye akımlarının ekonomik göstergelerle ilişkisini Granger nedensellik testi ile analiz etmiştir. Modellerin tahmininde En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ve Koşullu Varyans

(ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmadığını belirtmiş, ancak bu tür sermaye hareketlerinin cari açıklara, kamu borcu faiz oranı artışına ve enflasyon gibi faktörlere doğru bir etkisi olduğu ortaya konmuştur.

Iwata ve Tanner (2003), Türkiye için sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerini incelenmiştir. Çalışmalarında, Türkiye için ise 1987-1993 ve 1994-2001 dönemlerine ait aylık verilerden yararlanılmıştır. Zaman serisi analizlerde, birim kök testleri ile VAR analizi kullanılmıştır. Türkiye için yapılan analiz sonucuna göre, sermaye hareketleri 1987-1993 dönem bazında ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi dört ay gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Öte yandan 1994-2001 döneminde ise sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin iki ay gecikmeli olarak yansıdığı ve yine pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca diğer yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin, doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımlara nazaran düşük olduğunu belirtmişlerdir.

Kula (2003), Türkiye ekonomisine ait olan verileri kullanarak 1980-2000 yılları arasındaki dönem için kısa vadeli sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini korelasyon analiziyle araştırmıştır. Yapılan inceleme sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir korelasyonun olduğu tespit edilmiştir. Yani, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artışlar ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.

Şimşek (2007), Türkiye’ de 1992-2005 yılları arasındaki verilerle kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler, ekonomik büyüme üzerinde etkisini Granger nedensellik testi ve VAR modelini kullanılarak incelemiştir. Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketleri girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde Türkiye ekonomisinde büyümeye olumlu etki yaptığı belirlenmiştir. Ama kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkış olduğunda ise Türkiye ekonomisinde küçülme yaşandığı dolayısı ile olumsuz etki yarattığı tespit edilmiştir.

Takım (2008), Türkiye’ de yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini 1992–2006 dönemini kapsayan verilerle analiz etmiştir. Analizde ARDL yöntemi ve sınır testi yaklaşımı uygulanmıştır. Diğer yabancı yatırımlar, ekonomik büyümeyi kısa vadede olumlu bir şekilde etkilerken, uzun vadede ekonomik

büyümeyi olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Böylece kısa vadeli sermaye girişlerinin büyüme üzerinde etkisinin kısa ve uzun dönemde ciddi şekilde farklılaştığı ortaya konmuştur.

Aslan, vd. (2014), Türkiye’de 1998-2001 yılları arasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru ile büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Ancak reel döviz kuru ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin iki yönlü bir ilişkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Yani, kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi etkilerken, reel döviz kuru ile aralarında karşılıklı bir etkileşim olduğu gözlemlenmiştir. Böylece, Türkiye’de ekonomik büyümeyi kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkilediği görülmektedir.

Sağın (2018), Türkiye’nin 1994-2017 yılları arası verilerini kullanarak sabit sermaye yatırımları, işgücüne katılım oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, net dış ticaret gelirleri, kısa vadeli sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ARDL analizi ile test etmiştir. Kısa vadeli dönemde, Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi arttırmada etkili olduğu belirlenmiştir. Uzun vadeli dönemde ise Türkiye ekonomisinin büyümesinde istatistiksel olarak anlamlı tek değişkenin doğrudan yabancı yatırım olduğu tespit edilmiştir.

Yünel (2022), Türkiye ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada 1998-2019 döneminde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisini ARDL sınır testi ve Wald Granger Nedensellik testi yöntemi ile test etmiştir. Ampirik bulgular kısa vadeli sermaye girişlerinin büyümeyi negatif yönde etkilediği ve bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermiştir. Bununla birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyebilmesi için, gelecek sermaye yatırımları için güvenilir bir ortamın sağlanması, siyasi ve ekonomik istikrarın oluşturulmasının önemli olduğuna işaret edilmiştir.

Gül (2022), Türkiye’de 2010-2022 yılları arasında gerçekleşmiş olan kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkilerini araştırmıştır. Değişkenler, ADF testi ve PP testi ile durağan hale getirilmiş ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testi

uygulanmıştır. Ampirik sonuçlar kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye olumlu etki yaratmadığını göstermiştir. Buna göre kısa vadeli sermaye girişleri ülkede borçlanmayı artırarak ekonomik krizlere karşı kırılganlığa yol açmaktadır. Dolayısı ile Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişleri ekonomiye olumlu etki yaratmaktan daha çok istikrarsızlık kaynağı olmaktadır.

Yapılan analizlere göre, diğer yatırımlar birçok çalışmada uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak bir ayrıma tabi tutulmamıştır. Çalışmalarda ağırlıklı olarak sadece kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik etkileri analiz edilmiştir. Uzun ve kısa vadeli diğer sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, çeşitli gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çok farklı dönemlerinde incelenmiştir. Kullanılan veri setleri ve ekonometrik modeller arasında çeşitlilik bulunmakla birlikte, genel olarak nedensellik analizleri yapılmıştır. Çalışmalarda dönem, ülke gelişmişlik seviyelerine göre farklılıklar olmuş olmakla beraber zaman serisi çalışmaları ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye girişlerinin etkileri üzerinde durmuştur.

Yabancı ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda genellikle diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif ya da hiç etki yaratmadığı belirlenmiştir. Bu çerçevede Soto (2000), Reisen ve Soto (2001), Baharumshah ve Thanoon (2006), Vergil ve Karaca (2010), (2003), Aizenman, vd. (2011) ile Wang vd. (2015) çalışmasında kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi negatif yönde ya da hiç etkilemediği sonucuna ulaşmışlardır.

Yabancı ülkeler üzerinde gerçekleştirilen az sayıda çalışmada diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Bu çerçevede Gruben ve McLeod (1998), McLean ve Shrestha (2002) ile Biçen (2017) diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Böylece, bu sonuçlar özellikle az gelişmiş ülkeler açısından kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin büyüme hedefi doğrultusunda kullanılabileceğine işaret etmiştir.

Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda ise genellikle diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu

çerçevede İnsel ve Sungur (2003), Iwata ve Tanner (2003), Kula (2003), Şimşek (2007), Takım (2008), Arslan vd. (2014), Sağın (2018) Türkiye'ye yönelik diğer yatırımlar şeklinde sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye olumlu katkı sağladığını belirlemişlerdir. Böylece, Türkiye üzerine yapılan çalışmalar kısa dönemli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin büyümeye yönelik önemli bir politika aracı olabileceğini göstermektedir.

Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine negatif etki yarattığını tespit eden sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Buna göre Akçoraoğlu (2000), Yünel (2022) ile Gül (2022) yaptıkları analizlerde diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin Türkiye ekonomisini negatif yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Bu çalışmalara göre Türkiye'ye yönelik kısa dönemli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri büyüme politikaları çerçevesinde değerlendirilemez.

Türkiye ekonomisine yönelik yapılan çalışmalarda genel olarak diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin olumlu etki yarattığı belirlenmekle birlikte bazı çekinceleri burada ortaya koymak gerekmektedir. Buna göre diğer yabancı yatırımlar, ekonomik büyümeyi kısa vadede olumlu bir şekilde etkilerken, uzun vadede ekonomik büyümeyi olumsuz bir şekilde etkile potansiyeli bulunmaktadır. Kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri, kısa vadede yarattığı bazı etkiler neticesinde uzun vade de ekonomik sorunlara yol açabilmektedir.

Genel bir değerlendirme ile kısa vadeli sermaye girişlerinin ilk etapta ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin olduğu görülmüş olsa da uzun vadeye bakıldığında ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki yaratması mümkündür. Diğer yatırım türleri kategorisi altında yer alan kısa vadeli diğer yatırım şeklindeki sermaye girişleri özellikle gelişmekte olan ülkelerde uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaratma potansiyeli taşımaktadır. Özellikle Türkiye gibi az gelişmiş ülkelerde, kısa vadeli sermaye girişlerinin kısa dönemde ekonomik büyüme sürecini olumlu yönde etkilerken uzun dönemde bu etkinin negatife dönüşebileceği gözden kaçmamalıdır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PORTFÖY VE DİĞER YATIRIMLARIN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Tezin bu kısmında Türkiye’ye yönelik portföy ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerine yarattığı etkiler ampirik olarak analiz edilecektir. Bunun için 2003 ve 2022 yılları arasındaki çeyrek dönemlik veriler Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testleri ile analiz edilecektir. Bu kapsamda öncelikle araştırma modelleri tanıtılacaktır. Daha sonra araştırmada kullanılan veri seti hakkında bilgiler verilecektir. Bu bölümün üçüncü kısmında araştırmada kullanılan ekonometrik yöntem hakkında açıklamalarda bulunulacaktır. Son kısımda ise ekonometrik analizden elde edilen bulgular aktarılacak buna dayalı olarak bazı yorumlar yapılacaktır.

1. ARAŞTIRMA MODELLERİ

Çalışmanın bu bölümünde ekonometrik analizi yapılan modeller hakkında bilgi verilecektir. Portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi analiz edilirlerken hem portföy hem de diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri alt başlıkları ile ele alınacaktır. Buna göre portföy yatırımları toplu olarak ele alınmak yerine hisse senedi ve borç senedi şeklindeki sermaye girişlerinin etkileri ayrı ayrı incelenecektir. Ayrıca diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişleri de kısa ve uzun vadeli sermaye girişleri olarak iki gruba ayrılarak büyüme üzerine yarattığı etkiler analiz edilecektir. Böylece genel araştırma modeli aşağıdaki eşitlikte belirtildiği şekilde oluşturulmuştur.

$$EB = f(YHS, YBS, KVDY, UVDY)$$

Yukarıdaki eşitlik çerçevesinde ekonomik büyümenin (EB) yabancı sermaye girişleri ile ilişkisi yabancı hisse senedi (YHS), yabancı borç senedi (YBS), kısa vadeli diğer yatırımlar (KVDY) ve uzun vadeli diğer yatırımlar (UVDY) tarafından yaratılan etkiler bağlamında belirlenecektir. Bu çerçevede oluşturulan dört modele ait tahminler Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testleri yardımı ile yapılacaktır.

MODEL 1: Yabancı Hisse Senedi (YHS) ve Ekonomik Büyüme (EB) İlişkisi

Hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri yatırımların ihtiyaç duyduğu finansman için önemli bir kaynak sağlamaktadır. Bunun yanında hisse senedi şeklinde yatırımlarının ülkeye geliş finansal piyasaların gelişimi için önemli bir dinamik sağlamaktadır. Öyle ki bu tip sermaye girişleri sermaye piyasasının etkinliğini artırarak ulusal tasarrufların artmasını özendirir. Ülkeye yönelik hisse senedi şeklindeki sermaye girişleri ev sahibi ülkede yaşanan döviz kıtlığının giderilmesinde önemli bir rol oynar. Özellikle az gelişmiş ülkelerde üretimde kullanılan ve ülke içinde üretilmeyen ara mal ithalatının daha ucuz ve hızlı olarak yapılmasını sağlar. Ayrıca hisse senedi şeklinde yabancı yatırımlardaki artışlar Tobin' in Q oranını yükseltir. Yüksek Tobin Q oranları, şirketlerin değerli varlıklara sahip olduğunu ve bu varlıkların verimli bir şekilde kullandığını gösterir. Bu durumda ülke ekonomisine olan güveni artar ve ekonomik büyümeyi destekler. Öte yandan ekonomik büyüme de yabancı hisse senedi girişlerini teşvik edebilir. Yüksek büyüme hızına sahip ülkeler daha yüksek hisse senedi getiri potansiyeli taşır. Bu yüzden uluslararası hisse senedi yatırımcıları gelişen ekonomilerin potansiyel büyümelerinden pay almak için bu ülkelere yönelik yatırım yaparlar. Ayrıca, ekonomik büyüme süreçlerine eşlik eden özelleştirme uygulamaları ile de hisse senedi şeklinde yabancı portföy yatırımları yükseliş gösterebilmektedir.

MODEL 2: Yabancı Borç Senedi (YBS) ve Ekonomik Büyüme (EB) İlişkisi

Yabancı tahvil ihracı ihraç yapan ülkenin ya da kurumun finansal güvenilirliğini göz önüne koyar. Tahvilin sahip olduğu bu özellik gelişmekte olan ülkelere makroekonomik politikalara güvenin artmasını sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sunar. Uluslararası tahvil piyasaları uzun vadeli likidite sağlayarak sürekli büyüme için gerekli olan finansal piyasa istikrarının korunmasına da katkıda bulunur. Ayrıca sürdürülebilir hızlı büyüme oranlarının uzun vadeli yatırımlara ihtiyaç duyduğu göz önüne alındığında tahvil şeklindeki yabancı sermaye girişlerinin önemi kolayca anlaşılabilir. Uluslararası tahvil ihraçları taşıdığı özellikler itibarı ile çok çeşitli yatırımcı profiline ulaşmayı sağlayarak büyümenin finansmanı için kaynak çeşitliliği yaratır. Hükümet tarafından yabancı tahviller çıkarılması yurt içi fon talebine baskıyı azaltarak özel sektörün finansal dışlanmasının önüne geçip büyüme sürecini olumlu etkileyebilir.

MODEL 3: Kısa Vadeli Diğer Yatırım (KVDY) ve Ekonomik Büyüme (EB) İlişkisi

Kısa vadeli sermaye hareketleri, genellikle bir yıla kadar vadeli olan ve likidite ihtiyacını önemli ölçüde finanse eden sermaye hareketleridir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, piyasa şartlarına hızlı bir şekilde adapte olabilir ve ekonomik dalgalanmalara çabuk tepki verebilir. Böylece, kısa vadeli sermaye hareketleri, finansal işlemlerdeki likidite ihtiyacını etkili bir biçimde karşılayarak ekonomik büyümeyi destekler. Sağladığı likidite ile ekonomik birimlerin piyasa şartlarına hızlı adapte olabilme ve ekonomik dalgalanmalara çabuk tepki verebilme imkanlarını artırır. Böylece büyüme sürecindeki kısa dönemli şoklara karşı sürdürülebilir ekonomik büyüme için istikrar sağlayıcı önemli bir kaynaktır. Ayrıca geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Bu anlamda özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamunun ve ödemeler bilançosunun denkleştirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Cari işlemler hesabında sürekli açık veren az gelişmiş ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketleri ile dış ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması hayati öneme sahiptir. Bu sayede cari açığa dayalı kısa dönem büyüme dinamiklerinin aksamadan etkin bir şekilde sürdürülebilmesini sağlar.

MODEL 4: Uzun Vadeli Diğer Yatırım (KVDY) ve Ekonomik Büyüme (EB) İlişkisi

Uzun vadeli diğer yatırımlar vadesi bir yıldan daha fazla olan yabancı sermaye hareketleridir. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından oluşturulan konsorsiyumlar tarafından sağlanır. Bu tür yatırımlar, istikrarlı bir yapıya sahip olup çeşitli projelere uzun vadeli kaynak sunar. Bunun için bu tür kredilerin etkileri, kullanım yeri ve amacı doğru tespit edilip kullanıldığı takdirde ülkede verimliliği artırır. Özel sektör üretim faaliyetlerinin etkinliğini artırır. Böylece ülkede uzun dönem ekonomik büyüme için önemli bir dinamik oluşturur. Bu çerçevede uzun vadeli sermaye hareketleri, ekonomik büyüme sürecinde özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük avantaj sağlamaktadır. Diğer uzun vadeli sermaye girişleri aynı zamanda toplam sabit sermaye yatırımlarına pozitif katkı sağlayarak ekonomik büyüme potansiyelini destekler. Çoğunlukla proje finansmanında kullanılmak amacıyla sağlanan bu fonlar ülkede makroekonomik dengeyi düzenlemede büyük rol oynar. Ayrıca, bu tür

sermaye hareketleri genellikle kamu politikalarının etkin şekilde yürütülmesini destekleyen alt yapı yatırımları için güçlü bir kaynak oluşturur.

2. VERİ SETİ

Çalışmada araştırma dönemi, Türkiye’ de Enflasyon Hedeflemeli istikrar Programı’nın uygulamaya başlandığı dönemin sonrasındaki 2003 yılı itibariyle başlatılmıştır. Bu bağlamda, 2003:1-2022:4 yıl aralığındaki çeyrek dönemlik zaman serilerine ait veriler kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Çeyrek dönemlik verilerin tercih edilmesinin sebebi ise analize dahil edilen tüm verilerin üçer aylık dönemlerde daha kolay ulaşılmasıdır. Türkiye’ de ekonomik büyüme dinamiklerinin araştırılması için kullanılan değişkenler ile bu değişkenlere ait bilgiler Tablo 1’ de gösterilmiştir.

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımı

Değişkenin Adı	Değişkenin Sembolü	Kaynak
Ekonomik Büyüme	EB	TCMB-EVDS
Hisse Senedine Şeklinde Yabancı Sermaye Girişi	YHS	TCMB-EVDS
Borç Senedine Şeklinde Yabancı Sermaye Girişi	YBS	TCMB-EVDS
Kısa Vadeli Diğer Yatırım Şeklinde Yabancı Sermaye Girişi	KVDY	TCMB-EVDS
Uzun Vadeli Diğer Yatırım Şeklinde Yabancı Sermaye Girişi	UVDY	TCMB-EVDS

Çalışmada bağımlı değişken Ekonomik Büyüme (EB) değişkeni TCMB EVDS portalından alınmış olup 2003 ve 2022 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verileri kapsamaktadır. Ekonomik büyümeyi temsilen GSYİH verileri kullanılmıştır. Harcamalar cinsinden Gayri Safi Yurt içi Hasıla verileri çalışmada ele alınmıştır. Portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketlerinin etkisi hisse senedi ve borç senedi şeklinde incelenmiştir. Diğer yatırımlar şeklindeki sermaye hareketlerinin etkisi de kısa vade ve uzun vade şeklinde analiz edilmiştir. Bu veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Ödemeler Dengesi Ayrıntılı Sunum (6. El Kitabı), Finans Hesabında yer alan verilerden USD olarak temin edilmiştir. Döviz kuru, 05.12.2024 tarihli döviz kuru

satış olarak 1 \$=29,7714 TL olarak alınmış olup ilgili değişkenler TL cinsine dönüştürülmüştür.

3. EKONOMETRİK ANALİZ YÖNTEMİ

Çalışmanın ekonometrik metodolojisi doğrultusunda, ilk aşamada verilere Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi uygulanmış ve ardından Johansen eş bütünleşme ile Granger nedensellik yaklaşımı kullanılarak Türkiye’ de ekonomik büyüme üzerinde etkili olan portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin etkileri ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu bağlamda, Johansen eş-bütünleşme yaklaşımı çerçevesinde değişkenler arasındaki uzun dönemli etkileşim araştırılmış, daha sonra ise Granger nedensellik testi ile değişkenler arası nedensellik ilişkisi belirlenmiştir. Bu bölümün devamında, kullanılan ekonometrik yöntemlere ilişkin teorik açıklamalar verilmiştir.

3.1. Durağanlık Analizi: Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi

Durağanlık, bir zaman serisinin sabit bir ortalama, sabit bir varyans ve belirli bir gecikme seviyesine bağlı kovaryansa sahip olduğu anlamına gelir. Buna göre durağan seriler, ortalamadan sapmaların zamanla arttığı veya azaldığı durumlarda, bu sapmaların zamanla ortalama değerine geri dönme eğiliminde olduğunu gösterir (Gujarati vd., 2016: 798). Ekonometrik çalışmalarda, zamana bağlı olarak değişkenlik gösteren yani durağan olmayan serilerle çalışmak, analizlerde bazı hatalara neden olabilir. Bu tür serilerin analize dahil edilmesi, benzer bir eğilime sahip oldukları için regresyon sonuçlarının gerçekçiliğini kaybetmesine ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan değişkenler arasında yanıltıcı bir ilişki gösterilmesine sebep olabilir. Böylece, durağan olmayan serilerin analizde kullanılması, istatistiksel anlamlılık ve modelin açıklayıcılık derecesi gibi faktörlerde yanıltıcı sonuçlara neden olabilir (Tarı, 2019: 387).

Zaman serileri arasında sahte regresyon sorunu, yani yanıltıcı seviyede yüksek R^2 ve t istatistik değeri problemleri, serilerin durağan olmamasından kaynaklanmaktadır. Serilerin durağanlığını sağlamak, ekonometrik analizlerin güvenilirliğini artırır. Durağanlık elde etmek için, bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini belirlemek ve değişkenlerin durağanlık derecesini yani kaçınıcı mertebede durağan olduğunu anlamak için birim kök testleri uygulanır. Çalışmamızda, zaman serilerinin durağanlık düzeylerini belirlemek amacıyla tercih edilen ve literatürde

yaygın olarak kullanılan birim kök testi olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) yöntemi uygulanacaktır.

Dickey ve Fuller (1979 ve 1981) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) bir birim kök testidir. Bu test, durağanlık analizlerinde güvenilir sonuçlar elde etmek amacıyla sıkça başvurulmuş ve yaygın kabul gören bir metodoloji olarak öne çıkmaktadır. Bu test, birim kökün varlığını kontrol ederek, zaman serisinin istikrarlılık özelliklerini anlamamıza yardımcı olur, ADF testinin genişletilmiş versiyonu, otokorelasyonlu hata terimlerini ele alarak daha güvenilir sonuçlar elde etmemizi sağlar. Öyle ki, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini eşitliğin sol tarafına ekleyerek otokorelasyon sorununu çözer (Kılıç, 2020: 136). Yani, ADF testi, zaman serisi analizinde hata terimlerinin birbirleriyle ilişkili olma durumunu değerlendirmek için tasarlanmıştır.

Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen birim kök testleri, serilerin durağanlığını değerlendirmek amacıyla kullanılmıştır. Bu testlerin bilinen adıyla Dickey-Fuller testi, gözlenen değişimlerin otoregresif bir süreç olduğu varsayımıyla gerçekleştirilmektedir. Aşağıdaki denklemde ϵ_t stokastik bir hata terimini P , ise serinin aldığı değere göre Y_t serisinin durağan olup olmadığını gösterir.

$$Y_t = PY_{t-1} + \epsilon_t \quad (3)$$

Yapılan hesaplamalar sonucunda $P=0$ olduğu belirlenirse Y_t serisi durağan özellik gösterir. $P=1$ olarak belirlenirse, Y_t serisi durağan değildir. Bu durumda, serinin ekonometrik analizlerde kullanılması mümkün değildir (Türkmenoğlu, 2012: 53-55).

Birim kök sorunuyla başa çıkmak için, (3) numaralı denklem üzerinde fark alma işlemi uygulanabilir. Bu işlem, denklemin her iki tarafından Y_{t-1} çıkarılarak aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$Y_t - Y_{t-1} = PY_{t-1} - Y_{t-1} + \epsilon_t \quad (4)$$

$$\Delta Y_t = (P-1)Y_{t-1} + \epsilon_t \quad (5)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 Y_{t-1} + \epsilon_t \quad (6)$$

Eğer (P-1) katsayısı β adlandırılırsa; P katsayısı bir olduğunda serinin durağan olmadığı sonucuna varılır. Bu durumda, “ β ” katsayısı 0 olarak bulunur ve yine aynı şekilde $\beta=0$ olduğunda, seri durağanlık özelliği göstermez.

Bir serinin durağan olmayan özellikleri, serinin fark alınarak durağan hale getirebileceği varsayımıyla incelenir. Bir serinin seviyesinde durağan olup olmadığını belirlemek için $I(0)$ göstergesi kullanılır. Eğer seri seviyesinde durağan değilse, birinci farkı alınarak durağan olup olmadığı araştırılır. Seri birinci farkında durağan özellik gösteriyorsa, $I(1)$ ile ifade edilir. Ancak, seri birinci farkında durağan değilse, diğer fark seviyelerinde durağanlığı incelenir. Seri d seviyesinde durağan ise d’ inci dereceden bütünleşik olduğu söylenir ve $I(d)$ şeklinde ifade edilir (Tarı, 2019: 387-388).

Zaman serilerinde durağanlık sınaması için kullanılacak ADF testinin hipotezleri şu şekildedir.

$H_0: \beta = 0$; seri birim kök içermekte ve durağan değildir.

$H_1: \beta > 1$; seri birim kök içermemekte ve durağandır.

Bu hipotezler, “Dickey Fuller Birim Kök Testi” olarak adlandırılan bir yöntemi tanımlar. Hipotezleri test etmek için gerekli olan kritik değerler, MacKinnon (1996) tarafından ortaya konmuştur. Serinin durağanlığına dair karar verebilmek için β katsayısının t istatistiğinin mutlak değeri, MacKinnon tablo değeri ile karşılaştırılır. Eğer hesaplanan t istatistiği MacKinnon tablo değerinden büyükse; temel hipotez özelliğine sahip H_0 hipotezi reddedilir ve seri durağan kabul edilir. Ancak, bulunan t istatistiği tablo değerinden küçükse, H_0 hipotezi kabul edilir ve seri birim kök içerdiği, yani durağan olmadığı sonucuna varılır. Eğer seri düzeyinde yani $I(0)$ seviyesinde durağan elde edilmezse, serinin birinci farkı alınarak durağanlık sağlanana kadar durağanlık testi yinelenir (Kutlar, 2009: 317-335).

Denklem (3)’ de $|p|= 1$ olduğunda serinin durağan olmadığı belirlenir, ancak bu durumda hata teriminde otokorelasyon sorunu ortaya çıkar, güvenilir olmayan sonuçlar ortaya çıkarır. Bu sorunu gidermek için Dickey-Fuller, denklemi dönüştürerek (7) numaralı denklemi elde etmiş ve bu modele “Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi” adını

verilmiştir. Bu test, otokorelasyon problemlerinden arındırılmış ve daha güvenilir sonuçlar elde etme için kullanılır (Tarı, 2019: 388-389).

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t + \beta Y_{t-1} + \alpha_i \sum \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (7)$$

Birim kök testlerinin sonuçlarına bağlı olarak, serilerin düzey değerlerinde durağan olduğu durumda katsayılar En Küçük Kareler yöntemiyle tahmin edilebilir. Tahmin sonuçları yine aşağıda belirtilen hipotezlere göre değerlendirilir.

H0: $\beta = 0$; seri birim kök içermekte ve durağan değildir.

H1: $\beta > 1$; seri birim kök içermemekte ve durağandır.

Tahmin sonuçları verilerin tamamını I(1) düzeyinde durağan gösterdiğinde Engle ve Granger veya Johansen bütünleşme ve nedensellik testleri kullanılabilir. Bu bakımdan çalışmamızda kullanılan veriler ADF testine tabii tutularak uygulanacak ekonometrik yöntemeye uygun hale getirilmiştir.

3.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi

Johansen eşbütünleşme testi, Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından geliştirilmiştir. Seviyelerinde durağanlık göstermeyen zaman serilerin durağan bir kombinasyonunu belirleyen eşbütünleşme kavramını test etme amacıyla kullanılan bir modeldir. Bu yöntemlerden yararlanılabilmek için, modelde yer alan tüm değişkenlerin başlangıç seviyesinde durağanlık sergilememesi ve ancak birinci farkları alındığında durağan bir yapıya sahip olmaları gerekmektedir (Hamad, 2022: 59). Eşbütünleşme testi değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiyi ortaya koyarak belirli bir zaman sürecinde değişkenlerin ortak hareket edip etmediklerini belirlemektedir. Bu kapsamda değişkenler arası daha ileri düzey analizler için önemli bir bilgi sunmaktadır.

Johansen eşbütünleşme testi, içsel olarak bağlı değişkenleri kabul eden ve birden fazla eşbütünleşme durumuna izin veren bir yöntemdir. Bu yöntem, çok denklemlili Vektör Otoregresif (VAR) modeline dayanan eşbütünleşme denklemini içerir. Denklem aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Tarı, 2019: 427-429).

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \epsilon_t \quad (8)$$

X_t : t gecikmesi olan kx1 biçiminde içsel değişkeni,

Π : Katsayıları ifade eden (n*n) boyutlu matrisi,

ε_t : Sıfır ortalamalı hataları,

Gecikmeli değerlerin ve durağan olmayan X_t vektörünün birinci derece farkı alındıktan sonraki aşamada VAR modeli şu şekilde formüle edilebilir.

$$\Delta X_1 = \Gamma \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-1+k-1} + \Pi X_{t-k} + \varepsilon_t \quad (9)$$

Denklemden;

Γ_i : kısa dönem ilişkileri ifade eder.

Π : X_t ' deki uzun dönem değişimleri ifade eder.

Buradaki Π matrisinin rankı, eşbütünleşme vektörlerinin bağımsız sayısını gösterir. Bir matrisin rankı; bir $A = [a_{ij}]_{m \times n} \neq 0$ matrisin içerdiği karesel alt matrisler arasında, determinantı sıfırdan farklı olan ve mertebesi en büyük olan matrisin rankıdır. Matrisin rankı, matrisin içerdiği bağımsız satır veya sütun sayısını temsil eder ve Rank (A) olarak ifade edilir.

Rank (Π) = 0 ise, seriler arasında uzun dönem bir ilişkiden bahsedilemez.

Rank (Π) = 1 ise, serilerin doğrusal ve bağımsız bir kombinasyonu ifade eder ki bu durumda seriler arasında tek bir uzun dönemli ilişkinin varlığını gösterir.

Rank (Π) > 1 ise, seriler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisi var olduğu anlaşılır. Yani birden fazla uzun dönemli ilişkinin bulunduğunu ifade eder.

Seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkilerini değerlendirmek için iki önemli test istatistiği bulunmaktadır: İz İstatistiği (Trace Test Statistic) diğeri Maksimum Özdeğer Test İstatistiği (Maximum Eigenvalue Test Statistic). İz testi istatistiği, Π matrisinin rankını inceleyerek matris rankının r' ye eşit veya r' den küçük olduğunu ifade eden H_0 hipotezi test eder.

$$\lambda_{iz}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i) \quad (10)$$

r : Eşbütünleşme vektör sayısı,

λ_i : Tahmin edilen Π matrisinden tahmin edilen karakteristik veya kendi değerlerinin kökleri,

T : Kullanılabilir gözlem sayısı.

Maksimum Özdeğer Test istatistiği (Maximum Eigenvalue Test Statistic), eşbütünleşme vektörünün r olduğunu ifade eden H_0 hipotezini, $r+1$ olduğunu belirten alternatif hipoteze karşı test eder. Yani, bu test istatistiği, eşbütünleşme derecesinin belirli bir değerle sınırlı olup olmadığını değerlendirir.

$$\lambda_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1-\lambda_{r+1}) \quad (11)$$

Denklemde;

t : Kullanılabilir gözlem sayısını,

r : Eşbütünleşme vektör sayısını,

λ_{r+1} : Tahmin edilen π matrisinden tahmin edilen karakteristik veya kendi değerlerinin köklerini ifade etmektedir.

Elde edilen veriler kritik verileri aşarsa, değişkenler arasındaki eşbütünleşme vektörlerinin sayısı belirlenmiş olduğunu gösterir. Hesaplanan iz ve maksimum özdeğer istatistik değerleri, tablo kritik değerleri ile karşılaştırılarak değişkenler arasındaki eşbütünleşme vektörünün varlığı ve varsa kaç tane olduğu belirlenir. İstatistiksel olarak anlamlı olduğu kabul edilen eşbütünleşik vektör veya vektörler, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını gösterir (Ulutaş, 2021: 55).

Maksimum Özdeğer Testi ve İz testi genellikle benzer sonuçları ortaya koysa da bazen iki test arasında farklı sonuçlar doğabilir. Bu şekilde potansiyel bir ters düşme durumunda Maksimum Özdeğer Testi İstatistiği, İz testi istatistiğine göre daha güvenilir kabul edilir. Bunun için olası ters düşme durumlarında, Maksimum Özdeğer Testi tercih edilmesi daha uygundur.

3.3. Granger Nedensellik Testi

Değişkenler arasındaki nedensellik yönünü test etmek için literatürde çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Ancak, Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger nedensellik testi,

kolay uygulanabilir olması nedeniyle tercih edilen yöntemdir. Granger nedensellik testi için serilerin durağan olması zorunludur (Çeştepe ve Gençel, 2019: 142).

Granger (1969) tarafından öne sürülen nedensellik testi kriterlerine göre, eğer Y değişkeninin geçmiş dönemlere ait bilgileri, X değişkeninin gelecekteki değerlerini tahmin etmede önemli bir rol oynuyorsa, Y değişkeni X' in Granger nedeni değildir. Granger nedensellik testine yönelik regresyon denklemleri aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür (Zivot ve Wang, 2003: 167).

$$\Delta Y_t = k + \sum_{i=1}^a \beta_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^b m_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (12)$$

$$\Delta X_t = l + \sum_{i=1}^c n_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^d w_i \Delta Y_{t-i} + V_t \quad (13)$$

Denklemlerde k ve l sabit terimi, β , m , n ve w , bağımlı ve bağımsız değişkenlerin katsayılarını a, b, c, d , söz konusu optimal bağımlı ve bağımsız değişken gecikme uzunluğunu ϵ_t ve V_t ise hata terimlerini göstermektedir. Nedensellik ilişkisi, temel ve alternatif hipotezlerin (H_0 , H_1) sınanmasıyla değerlendirilir. Bu bağlamda, $\square_0$: $\square_i, w_{\square} = 0$, ve $\square_1$: $\square_i, w_{\square} \neq 0$ hipotezleri sınanmaktadır. H_0 hipotezinin kabul edilmesi durumunda x, y ' nin Granger nedeni olmadığı anlamına gelir. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda ise x, y ' nin Granger nedeni olduğu sonucuna varılır (Yaşar, 2022: 54-55). Bu bulgular, ekonometrik analizin güvenilirliğini artırarak, verilerin daha derinlemesine incelenmesini ve önerilerin modellerin etkinliğinin değerlendirilmesi için temel oluşturabilir.

Granger nedensellik analizi sonuçlarına ortaya çıkan durumlar şunlardır:

- X değişkeninden Y değişkenine yönelik tek yönlü Granger nedensellik,
- Y değişkeninden X değişkenine yönelik tek yönlü Granger nedensellik,
- X ve Y değişkenleri arasında iki yönlü Granger nedensellik,
- X ve Y değişkenleri arasında Granger nedenselliğin olmaması durumu.

Serilere Eşbütünleşme Testi uygulandıktan sonra değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa Granger (1988)' e göre nedensellik analizinde hata düzeltme (Vector Error Correction Model - VECM) modeli kullanmak daha uygun olacaktır. Bu yaklaşım, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini hem kısa hem de uzun dönemli olarak ayırmamızı sağlayarak, ayrı ayrı analiz etmemize yardımcı olur. Bağımsız

değişkenlerdeki gecikme değerleri kısa dönemli nedensellik etkisini, hata düzeltme terimi ise uzun dönemli nedensellik etkisini temsil eder (Love ve Chandra, 2005: 136).

Bu nedensellik testi için geliştirilen modeller, hata düzeltme terimini içerecek şekilde aşağıdaki denklemlerde ifade edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \alpha_0 \Delta X_t + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta X_{t-i} + \sum_{k=1}^m \beta_k \Delta Y_{t-k} + \lambda_1 ECT_{t-1} + u_t \quad (14)$$

$$\Delta X_t = \varphi_0 + \delta_0 \Delta Y_t + \sum_{i=1}^m \varphi_i \Delta X_{t-i} + \sum_{k=1}^m \delta_k \Delta Y_{t-k} + \lambda_2 ECT_{t-1} + v_t \quad (15)$$

Buradaki denklemlere ait verileri değerlendirdiğimizde, kısa ve uzun dönemli nedensellik ilişkileri arasında ayırım bulunmaktadır. Bağımsız değişkenlerin gecikme değerleri, kısa dönemli nedensellik ilişkilerini ifade etmektedir. Kısa dönemde Granger nedensellik testleri, α ve δ katsayı gruplarını Wald testiyle (Block Exogeneity Wald Test) ile değerlendirir ve bu test “değişkenler arasında nedensellik ilişkisi yoktur” temel hipotezi ile “değişkenler arasında nedensellik ilişkisi vardır” alternatif hipotezi arasında test edilir. Hata düzeltme terimi katsayıları ise uzun dönemli nedensellik etkilerini simgeler. Burada λ_1 ve λ_2 değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının tespiti çok önemli bilgiler sunar. Eğer λ_1 istatistiksel olarak anlamlı ise X ve Y’ ye doğru uzun dönemli bir nedensellik olduğunu, λ_2 ’ nin istatistiksel olarak anlamlı olması ise Y’ den X’ e doğru uzun dönemli nedensellik ilişkisinin varlığını gösterir. Böylece, ECT temelli nedensellik testleri kısa ve uzun dönem etkileşimi ortaya koyma bilgisine sahip olmaktadır.

Bütün ekonometrik modellerde olduğu gibi tanısal testleri Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model - VECM) tabanlı Granger nedensellik analizi bağlamında da büyük önem taşımaktadır. Buna göre değişkenler arasındaki ilişkileri incelemek için gerçekleştirilen tanısal test sonuçları oldukça kritik bir öneme sahiptir. Bu bağlamda yapılan analizlerde her bir açıklayıcı değişkenin gecikmeli değerlerine uygulanan F veya Wald X^2 (ki-kare) testinin anlamlı çıkması gerekmektedir. Ayrıca, gecikmeli hata düzeltme terimine uygulanan t testi istatistiksel olarak anlamlılığı işaret etmelidir. Tüm açıklayıcı değişkenlerin gecikmeleri ile gecikmeli hata düzeltme terimine birlikte uygulanan F veya Wald X^2 (ki-kare) testi sonuçları istatistiki anlamlılığı yansıtmalıdır. Bu testlerden elde edilen anlamlı sonuçlar, değişkenler

arasındaki karmaşık ilişkinin doğru bir şekilde değerlendirilmesini sağlar ve analizin güvenilirliğini artırır (Kıran, 2007: 273).

4. AMPİRİK BULGULAR VE YORUM

Çalışmamızda zaman serilerinin düzey seviyelerine uygulanan ADF birim kök testi sonuçları Tablo 2’ de gösterilmiştir. Sonuçlar değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddedilemeyeceği çünkü serilerin hesaplanan t-istatistik değerinin kritik değerlerden büyük olduğu görülmüştür. Böylece değişkenlerin seviye değerlerinde durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Düzey Sonuçları

Değişkenler	Düzey					
	Sabit		Sabit+Trend		Sabitsiz ve Trendsiz	
	T-İstatistik	Olasılık	T-İstatistik	Olasılık	T-İstatistik	Olasılık
EB	0.8383	0.9941	-2.3583	0.3980	3.3635	0.9998
YHS	-2.4577	0.1298	-2.2907	0.4338	-0.7952	0.3685
YBS	-1.9282	0.3179	-0.8588	0.9550	-0.1197	0.6393
KVDY	-1.6253	0.4650	-2.1397	0.5156	0.6726	0.8591
UVDY	-2.7880	0.0646	-2.8240	0.1933	0.1047	0.7130

**** Birim kök testi Schwarz Info Criterion (SIC)’ e göre yapılmıştır.

Serilerin birinci farkları alındığında ise Tablo 3’de görüldüğü gibi t-istatistik değeri, MacKinnon kritik değerden küçük olduğu tespit edilmiştir. Böylece, değişkenlerin birinci farklarında durağanlaştığı yani $I(1)$ oldukları dolayısı ile Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testlerinin uygulanmasının mümkün olduğu belirlenmiştir.

Tablo 3: ADF Birim Kök Testi 1. Fark Sonuçları

Değişkenler	1. Fark					
	Sabit		Sabit+Trend		Sabitsiz ve Trendsiz	
	T-İstatistik	Olasılık	T-İstatistik	Olasılık	T-İstatistik	Olasılık
EB	-4.6112	0.0003	-4.7618	0.0013	-2.1518	0.0311
YHS	-8.6601	0.0000	-8.7187	0.0000	-8.7019	0.0000
YBS	-9.4973	0.0000	-9.8937	0.0000	-9.4758	0.0000
KVDY	-10.4224	0.0001	-10.3692	0.0000	-10.2252	0.0000
UVDY	-12.2987	0.0001	-12.5276	0.0001	-12.2312	0.0000

**** Birim kök testi Schwarz Info Criterion (SIC)’ e göre yapılmıştır.

Hisse senedine yönelik yabancı sermaye girişlerinin (YHS) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisi Model 1 çerçevesinde ve Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

$$EB = f(YHS) \quad \textbf{(Model 1)}$$

Hisse senedine yönelik yabancı sermaye girişlerinin (YHS) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisine analiz eden Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçları Tablo 4’de gösterilmiştir. Trace ve Max- Eigen istatistik değerleri %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden yüksek olduğundan, sıfır hipotezi reddedilir ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu kabul edilir. Böylece, hisse senetlerine yönelik yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli etkileşim vardır.

Tablo 4: Model 1 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Koentegre Vektör Sayı	Trace İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Max-Eigen İstatistiği	Kritik Değer (%5)
Yok, (r=0)*	19.337547	17.08745	18.12575	15.14756
En fazla 1, (r ≤1)	1.212426	3.584156	1.212426	3.584156

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespit edilmesinin ardından hata düzeltme modele (ECM) dayalı olarak Granger nedensellik testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 5’ de gösterilmiştir. Elde edilen olasılık değerleri incelendiğinde, hisse senetlerine yönelik yabancı sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisi reddedilirken, ekonomik büyümeden hisse senetlerine yönelik yabancı sermaye girişlerine doğru nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye’ de büyüme, hisse senetleri şeklinde yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir.

Tablo 5: Model 1 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H ₀ Hipotez	Test Değeri	Olasılık	Karar
YHS, EB nedeni değildir	2.035485	0,42535	H ₀ Hipotezi ret edilemez.
EB, YHS nedeni değildir	20.158456	0.0001	H ₀ Hipotezi ret edilir.

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Borç senedine yönelik yabancı sermaye girişlerinin (YBS) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisi Model 2 çerçevesinde ve Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

$$EB = f(YBS) \quad \textbf{(Model 2)}$$

Borç senedine yönelik yabancı sermaye girişlerinin (YBS) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisine analiz eden Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçları Tablo 6’da gösterilmiştir. Trace ve Max- Eigen istatistik değerleri %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden yüksek olduğundan, sıfır hipotezi reddedilir ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu kabul edilir. Böylece, borç senetlerine yönelik yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli etkileşim vardır.

Tablo 6: Model 2 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Koentegre Vektör Sayı	Trace İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Max-Eigen İstatistiği	Kritik Değer (%5)
Yok, (r=0)*	15.758641	12.45876	16.025876	13.45767
En fazla 1, (r ≤1)	1.421234	2.874566	1.421234	2.874566

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespit edilmesinin ardından hata düzeltme modeline (ECM) dayalı olarak Granger nedensellik testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 7’ de gösterilmiştir. Elde edilen olasılık değerleri incelendiğinde, borç senetlerine yönelik yabancı sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisi reddedilmektedir. Ekonomik büyümeden hisse senetlerine yönelik yabancı sermaye girişlerine doğru nedensellik ilişkisi ise ret edilmemektedir. Dolayısıyla Türkiye’ de büyüme, borç senetleri şeklinde yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir.

Tablo 7: Model 2 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H ₀ Hipotez	Test Değeri	Olasılık	Karar
YBS, EB nedeni değildir	2.04524	0,3552	H ₀ Hipotezi ret edilemez.
EB, YBS nedeni değildir	22.56434	0.0000	H ₀ Hipotezi ret edilir.

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Kısa vadeli diğer yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişlerinin (KVDY) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisi Model 3 çerçevesinde ve Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

$$EB = f(KVDY) \quad \textbf{(Model 3)}$$

Kısa vadeli diğer yatırımlar (KVDY) ile ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisine analiz eden Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçları Tablo 8’de sunulmuştur. Trace ve Max- Eigen istatistik değerleri %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden yüksek olduğundan, sıfır hipotezi reddedilir ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi kabul edilir. Böylece, kısa vadeli diğer yatırımlara yönelik sermaye girişleri ile büyüme arasında uzun dönemli etkileşim vardır.

Tablo 8: Model 3 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Koentegre Vektör Sayı	Trace İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Max-Eigen İstatistiği	Kritik Değer (%5)
Yok, (r=0)*	22.147374	20.246745	21.754731	20.757865
En fazla 1, (r ≤1)	0.598458	3.615475	0.598458	3.615475

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespit edilmesinin ardından hata düzeltme modeline (ECM) dayalı olarak Granger nedensellik testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 9’ da gösterilmiştir. Elde edilen olasılık değerleri incelendiğinde, kısa vadeli diğer yatırımlar ile ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisi kabul edilirken, ekonomik büyümeden kısa vadeli diğer yatırımlara doğru nedensellik ilişkisinin var olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla kısa vadeli diğer yatırımlar şeklinde yabancı sermaye girişleri, Türkiye’ de büyümeyi etkilemektedir.

Tablo 9: Model 3 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H ₀ Hipotez	Test Değeri	Olasılık	Karar
KVDY, EB nedeni değildir	0.6385	0.0154	H ₀ Hipotezi ret edilir.
EB, KVDY nedeni değildir	0.2873	0.9875	H ₀ Hipotezi ret edilemez.

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Uzun vadeli diğer yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişlerinin (UVYD) ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisi Model 4 çerçevesinde ve Johansen Eşbütünleşme Testi ile Granger Nedensellik Testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

$$EB = f(UVDY) \quad \textbf{(Model 4)}$$

Uzun vadeli diğer yatırımlar (UVDY) ile ekonomik büyüme (EB) üzerindeki etkisine analiz eden Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçları Tablo 10’da sunulmuştur. Trace ve Max- Eigen istatistik değerleri %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden yüksek olduğundan, sıfır hipotezi reddedilir ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi kabul edilir. Böylece, kısa vadeli diğer yatırımlara yönelik sermaye girişleri ile büyüme arasında uzun dönemli etkileşim vardır.

Tablo 10: Model 4 için Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Koentegre Vektör Sayı	Trace İstatistiği	Kritik Değer (%5)	Max-Eigen İstatistiği	Kritik Değer (%5)
Yok, (r=0)*	41.49339	15.49471	41.42996	14.26460
En fazla 1, (r ≤1)	0.063436	3.615475	0.063436	3.615475

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespit edilmesinin ardından hata düzeltme modeline (ECM) dayalı olarak Granger nedensellik testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 11’ de gösterilmiştir. Elde edilen olasılık değerleri incelendiğinde, uzun vadeli diğer yatırımlardan ekonomik büyümeye doğru nedensellik ilişkisi ret edilirken, ekonomik büyümeden uzun vadeli diğer yatırımlara doğru nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye’ de büyüme, uzun vadeli diğer yatırımları şeklinde yabancı sermaye girişlerini etkilemektedir.

Tablo 11: Model 4 için Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H ₀ Hipotez	Test Değeri	Olasılık	Karar
UVYD, EB nedeni değildir	3.1452	0.3225	H ₀ Hipotezi ret edilemez.
EB, UVDY nedeni değildir	21.2540	0.0000	H ₀ Hipotezi ret edilir.

Not: Gecikme uzunluğu LR, FPE, AIC, SC ve HQ’ ya göre 5 olarak seçilmiştir.

SONUÇ

Ekonomik büyüme bir ülkede toplumsal refahı etkileyen en önemli makroekonomik göstergelerden bir tanesidir. Bunun için politika yapıcıların en büyük amacı ülkede yüksek büyüme oranlarına ulaşmaktır. Bu bağlamda az gelişmiş ülkelerdeki politika yapıcılar için uzun süreli yüksek büyüme oranlarına ulaşarak gelişmiş ülke aşamasına yani daha yüksek refah seviyesine toplumu taşımak büyük bir amaçtır. Bunun için sürekli olarak ülkedeki yatırım kapasitesini yükselterek üretimi artırmak gerekmektedir. Bu ise ancak yatırımları finanse edecek geniş finansal fon kaynaklarına sahip olmak ile sağlanabilir. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkeler ciddi yapısal sorunlar nedeni ile önemli bir tasarruf eksikliği dolayısı ile finansal fon kıtlığı ile karşı karşıyadır.

Finansal liberalizasyon hareketleri ile birlikte global sermaye hareketlerinin artması sonucu az gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümelerini finanse etmek için dış tasarruflardan veya fon kaynaklarından faydalanmak için önemli bir fırsat doğmuştur. Öyle ki, portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki finansal sermaye hareketleri günümüzde oldukça büyük boyutlara ulaşmıştır. Böylece, ekonomik büyümenin sağlanmasında belirleyici faktör olarak uluslararası sermaye hareketleri literatürdeki yerini hızla almıştır. Bu gelişmeler tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’ de sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için birçok imkân sunmuştur. Böylece uluslararası sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme sürecinin etkileşimini analiz ederek buna göre politikalar belirlemek, azgelişmiş ülkeler için stratejik önem kazanmıştır.

Yukarıda yapılan tespitlerden hareketle bu çalışma kapsamında portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi araştırılmıştır. Bunun için portföy yatırımları hisse senedi ve borç senedi olarak iki alt gruba ayrılarak büyüme üzerindeki etkileri incelenmiştir. Aynı zamanda diğer yatırımlar kısa ve uzun dönem olarak iki alt başlığa ayrılarak büyüme üzerindeki etkileri incelenmiştir. Böylece tez kapsamında dört model çerçevesinde Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda oluşturulan dört model 2003-

2022 dönemleri arasındaki çeyrek dönemlik veriler kullanılarak Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testi ile analiz edilmiştir.

Aşağıda tez kapsamında tahmin edilen her bir modele ilişkin elde edilen sonuçlar ayrı ayrı sunulmuştur.

Model 1 çerçevesinde hisse senedi şeklindeki yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Değişkenler arasında Johansen eşbütünleşme test sonuçları uzun dönemli bir etkileşim olduğunu ortaya koymuştur. Buradan hareketle Hata Düzeltme Modeline (Error Correction Model – ECM) göre Granger Nedensellik Testi ile değişkenler arası ilişki incelenmiştir. Sonuçlar Türkiye’de ekonomik büyümeden hisse senedi şeklindeki yabancı sermaye girişlerine yönelik bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir.

Model 2 kapsamında borç senedi şeklindeki yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Değişkenler arasında Johansen eşbütünleşme test sonuçları uzun dönemli bir etkileşim olduğunu belirlemiştir. Bunun üzerine Hata Düzeltme Modeline (Error Correction Model – ECM) göre Granger Nedensellik Testi ile değişkenler arası ilişki araştırılmıştır. Sonuçlar Türkiye’de ekonomik büyümeden borç senedi şeklindeki yabancı sermaye girişlerine yönelik bir nedensellik ilişkisi olduğunu belirlemiştir.

Model 3 kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Veriler arasında Johansen eşbütünleşme test sonuçları uzun dönemli bir etkileşim olduğunu göstermiştir. Buradan hareketle Hata Düzeltme Modeline (Error Correction Model – ECM) göre Granger Nedensellik Testi ile değişkenler arası ilişki araştırılmıştır. Sonuçlar Türkiye’de kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye yönelik bir nedensellik ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Model 4’de uzun vadeli diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Değişkenler arasında Johansen eşbütünleşme test sonuçları uzun dönemli bir etkileşim olduğunu göstermiştir. Bunun üzerine Hata Düzeltme Modeline (Error Correction Model – ECM) göre Granger Nedensellik Testi ile değişkenler arası ilişki analiz edilmiştir. Sonuçlar Türkiye’de

ekonomik büyümeden uzun vadeli diğer yatırımlar şeklindeki yabancı sermaye girişlerine yönelik bir nedensellik ilişkisi olduğunu belirlemiştir.

Ekonometrik analiz sonuçları neticesinde hisse senedine yönelik yabancı sermaye girişleri, borç senedine yönelik yabancı sermaye girişleri ile uzun vadeli diğer yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Öte yandan, tam aksine, Türkiye’deki ekonomik büyümeden, hisse senedine yönelik yabancı sermaye girişleri, borç senedine yönelik yabancı sermaye girişleri ile uzun vadeli diğer yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişlerine doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Böylece söz konusu sermaye girişlerinin Türkiye’de ekonomik büyümeyi hedefleyen politikalar çerçevesinde temel bir seçenek oluşturmadığı görülmektedir.

Ampirik bulgular Türkiye’de sadece kısa vadeli diğer yatırımlar şeklindeki sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir. Başka bir ifadeyle, Türkiye’deki büyüme süreci üzerinde sadece kısa vadeli diğer yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişlerinin olumlu etkisi tespit edilebilmiştir. Bu durum kısa vadeli diğer yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme hedefi doğrultusunda önemli bir politika aracı olarak yönetilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Çünkü kısa vadeli diğer yatırımlar taşıdıkları özellikler itibarı ile oldukça spekülasyon dolayısı ile istikrarsız yabancı sermaye hareketleridir. Bunun için bu tür yabancı sermaye girişleri ev sahibi ülkelere önemli miktarda likidite sağlayıp kısa dönemde büyüme süreçlerini destekleyecekleri gibi aniden ülkeyi terk ederek çok ciddi ekonomik krizlere de yol açabilirler. Böylece kısa vadeli diğer yatırımlar şeklinde sermaye girişlerinin etkin şekilde yönetilmesi büyük önem kazanmaktadır. Bu bağlamda özellikle söz konusu sermaye girişlerinin Türk parasını aşırı değerlendirerek çok büyük boyutta sürdürülemez cari açığa yol açmasını engelleyecek tedbirlerin alınması büyük önem kazanmaktadır.

KAYNAKÇA

- AGHION, P. ve Howitt, P. (1992). "A Model of Growth Through Creative Destruction". **Econometrica**, 60 (2), 323-351.
- AİZENMAN, J.; D. PARK, Y. JINJARAK (2011) "Capital Flows and Economic Growth In The Era Of Financial Integration And Crisis 1990-2010" **NBER Working Paper Series** Working Paper No: 17502 .
- AKÇOROĞLU, A. (2000) "An Analysis of Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Evidence from Turkey", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** , 2 (1), 61-74.
- AKDEMİR, N. B. (2017) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri: 2011 Türkiye Krizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Medeniyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- AKİŞOĞLU, B. (2013) "Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması" Ankara: Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü**.
- AKSOY, E. E. (2014) **Uluslararası Portföy Yönetimi**. Detay Yayıncılık, İstanbul.
- AKSU, L. (2018) **İktisadi Büyüme İktisat Okullarının Bakış Açısı ve Türkiye**. İKSAD Yayıncılık, Ankara.
- AKSU, L. (2014) "İktisat Ekollerinin İktisadi Büyüme Konusundaki Düşünceleri ve Modellerinin Analizi", **Türk Dünyası Araştırmaları Vakfı**, 208, ss. 351-392.
- ALAKBAROV, B. (2021) "Yabancı Portföy Yatırımların 2005-2020 Dönemi BİST 100 Endeksi Üzerine Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- ALBAYRAK, H. (2019) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Balıkesir.
- ALLBULESCU, C. T. (2015) "Do Foreign Direct And Portfolio Investments Affect Long-Term Economic Growth In Central And Eastern Europe?", **Procedia Economics And Finance** , 23, ss. 507-512.
- ALPER, F. Ö. (2019) "Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri: Yapısal Kırılmalar Altında Türkiye Örneği", **Fiscaeconomia**, Cilt 3, sayı 1, ss. 202-227.
- ANGUN, F. (2019) "1980 Sonrası Türkiye' nin Dışa Açılma Süreçleri ve Sermaye Hareketlerinin İncelenmesi". Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Edirne.

- APAYDIN, Ş. (2015) "Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Kuramsal Bir Değerlendirme", **Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, ss. 115-139.
- ASLAN, N.; N. TERZİ, E. SIAMPAN (2014) "Türkiye' de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi" **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt 5, Sayı 10, ss. 15-32.
- ATİK, M. (2020) "Uluslararası Sermaye Hareketliliği İle Sağlanan Yabancı Yatırımcı Oranındaki Değişimin Borsa İstanbul Üzerine Etkisi", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, Cilt 12, Sayı 4, ss. 4097-4112.
- AY, A.; Z. KARAÇOR (2006) "2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 16, ss. 67-86.
- AYDOĞUŞ, Ö. (2023) "Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımlarının Seçilmiş Makroekonomik Değişkenler ile İlişkisi", Doktora Tezi, **T.C. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Afyonkarahisar.
- AYSU, A. (2007) "Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri
- BAHARUMSHAH, A. Z.; M. A. THANON (2006) "Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries", **China Economic Review** , Cilt 17, Sayı 1, ss. 70-83.
- BARAN, D.; Ö. TUNCAY (2017) "Gelişmekte Olan Ekonomilerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Optimizasyonu", **Kesit Akademi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 7, ss.190-207.
- BARINIR, İ. (2023) "AR-GE Harcamalarına Yönelik Mali Teşvikler ve AR-GE Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi". Doktora Tezi, **T.C. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- BAŞOĞLU, U. (2000) "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", **Bahkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı 4, ss. 88-99.
- BARRO, R. J. (1990). "Government Spending in a simple Model of Endogenous Growth". **Journal of Political Economy**, 98, 103-125.
- BEKAERT, G.; C. R. HARVEY (1998) "Capital Flows And The Behavior Of Emerging Market Equity Returns", **Graduate School of Business**, ss. 1–81.
- BENZİE, R. (1992) "Development of the International Bond Market", **BIS Economic Papers** No: 32.

- BİÇEN, Ö. F. (2017) "Küreselleşme Sürecinde Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Girişleri ve İktisadi Büyüme İlişkisinin Analizi": Doktora Tezi, **T.C. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Balıkesir.
- BİLEN, İ. E. (2010) "Araştırma - Geliştirme (AR-GE) ve Ekonomik Büyüme: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Erzurum.
- BİLGİN, D. (2012) "İçsel Büyüme Modelleri ve 1980 Sonrası Türkiye' de Kalkınma Politikaları", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Uşak.
- BREALEY, A. R.; C. S. MYERS, A. J. MARCUS (1997) "**İşletme Finansının Temelleri**".
- BULUT, A. E. (2021) "Finansal İstikrar ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri: Panel Veri Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir.
- BULUT, E.; B. DEMİREL, N. Ç. AKAR (2017) "2008 Krizi Sonrası Fed' in Faiz Artırımının Yükselen Piyasa Ekonomilerindeki Portföy Yatırımları Üzerine Etkileri", **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1, ss. 35-58.
- BULUOĞLU, K. (2000) "**100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye**", İstanbul, Gerçek Yayınevi.
- CANBAŞ, S.; H. DOPUKANLU, H. DÜZAKIN, Ö. İ. İSKENDEROĞLU (2005) "Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB ' de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 28, ss. 24-36.
- CANİKLİ, S. (2010) "Türkiye' de Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Dönemsel Değerlendirilmesi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- CENGİZ, V.; R. KARACAN (2015) "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Cilt 0, Sayı 15, ss. 327-344.
- CHOONG, C. K.; Z. AHMAD, Y. ZULKORNAIN, M. S. HABİBULLAH (2010) "Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis", **Japan and The World Economy**, Cilt 22, Sayı 2, ss. 107-117.
- ÇELİK, İ. E.; K. USLU, M. HODZHANIYAZOV (2015) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere ve Bankalara Etkileri", **International Conference on Eurasian Economies**.

- ÇELK, Y. (2023) "Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Enflasyon ve İİşsizlik Arasındaki İlişki", Yüksek Lisans Tezi, **T. C. Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Zonguldak
- ÇETENAK, E. H. (2006) "Yabancı Portföy Yatırımlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama",Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Adana.
- ÇETİN, M. Ş. (2008) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Isparta.
- ÇETİN, N. (2012) "Uluslararası Doğrudan Yatırımların Türkiye Ekonomisine Etkileri (Unilever-Türkiye Örneği)", Doktora Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul
- ÇETİNER, M.; E. SEVER (2019) "Dünya Ekonomisi Ve Türkiye'nin Yeri: Tarihsel Süreç, Ekonomik Göstergeler Ve Geleceğe Yönelik Tahminler", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 24, Sayı 2, ss. 333-347.
- ÇETİNKAYA, A. T. (2012) "Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Belirleyicileri 1975-2012", Yüksek lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- ÇİFTÇİ, F. (2009) "Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Muğla.
- DADUSH, U.; D. DASGUPTA, D. RATHA (2000) "The role of short-term debt in recent crises", **Finance and Development**, Cilt 37, Sayı 4, ss. 54-57.
- DEMİR, Y. (2007) "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi", **Muhasebe ve Finans Dergisi**, Sayı 34, ss. 152-162.
- DİCKEY, D.A: W.A. FULLER (1979). "Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root", **Journal of the American Statistical Association**, 74, 427-431.
- DİLEK, S.; A. KONAK (2010) "Türkiye' de İktisat Politikaları ve Ekonomik Büyüme (2000-2021)", Ankara, Gazi Kitabevi.
- DUASA, J.; SALINA (2009) "Foreign Portfolio Investment And Economic Growth In Malaysia", **The Pakistan Development Review**, Cilt 48, Sayı 2, ss.109-123.
- DURHAM, J. B. (2003) "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth", **International Finance Discussion Papers** (257).

- EFE, G. (2008) "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Kurumsal Kalite ve Ekonomik Büyüme", Yüksek Lisans Tezi, **T.C Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Erzurum.
- ELBOİASHİ, H. A. (2011) "The Effect of FDI and Other Foreign Capital Inflows on Growth and Investment in Developing Economies. **PhD thesis. University of Glasgow.**
- ERGÜN, M. E. (2011) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- ESEN, Ö. (2008) "Türkiye' de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kocaeli.
- EZEANYEJİ, C. I.; I. MAUREEN (2019) "Foreign Portfolio Investment on Economic Growth of Nigeria: An Impact Analysis", **International Journal of Academic Management Science Research (IJAMSR)**, Cilt 3, Sayı 3, ss. 24-36.
- FERNANDEZ-ARIAS, E.; R. HAUSMANN (2001) "Is foreign direct investment a safer form of financing?", **Emerging Markets Review**, Cilt 2, Sayı 1, ss. 34-49.
- FERREİRA, M. A.; P. A. LAUX (2009) "Portfolio flows, volatility and growth", **Journal Of International Money And Finance**, Cilt 28, Sayı 2, ss. 271-292.
- GEDİKLİ, A. (2010) "Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme , Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki", International Conference on Eurassian Economies, ss. 173-182.
- GENÇ, E. (2015) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği", Doktora Tezi, **T.C. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Afyonkarahisar.
- GENÇEL, H.; H. ÇEŞTEPE (2022) "Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye İçin Nedensellik Analizi", **Balkan Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 8, Sayı 16, s.s. 139–146.
- GORDON, R. J. (2000) **Economics**. United States, Addison Wesley Longman: Eighth Edition.
- GROSMANN, G.M. ve HELPMAN, E. (1991). **Innovation and Growth in the Global Economy**, Cambridge: MIT Press.
- GÖKCÜ, M.; A. KAZDAL (2022) "Büyüme Kompozisyonunda Sürdürülebilir Bileşenlerin Payı", **T.C. Merkez Bankası Ekonomi Notları**.

- GÖVDERE, B.; M. TÜROĞLU (2016) "Malthus' un Nüfus Teorisine Şarkılı İtiraz: Dickens Yaklaşımı", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 21, Sayı 2, ss. 427-439.
- GRUBEN, W. C.; D. MCLEOD (1998) "Capital flows, savings, and growth in the 1990s", **Quarterly Review of Economics and Finance**, Cilt 38, Sayı 3, ss. 287-302.
- GUJARATI, D. N.; N. DAWM (2016) "**Temel Ekonometri**", İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- GÜL, Y. (2022) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisindeki Seçilmiş Makroekonomik Büyüklükler Üzerine Etkileri (2010-2022)", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Yalova Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**, Yalova
- GÜNDOĞDU, H. (2014) "Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Hatay
- GÜRCÜN, D.; N. CÖMERTLER (2020) "Türkiye' nin 2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Kovid-19 Kriziyle Mücadelesi", **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 8. İktisadi ve İdari Bilimler, ss. 305-316.
- HAS, H. (2007) "Spekülatif Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Türkiye için Politika Önerileri", Yeterlilik Etütü, **Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi**, İstanbul.
- HODZHANIYAZOV, M. (2016) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizler ve Bankalara Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü**, İstanbul.
- HOQUE, M. E.; N. A. YAKOB (2017) "Revisiting stock market development and economic growth nexus: The moderating role of foreign capital inflows and exchange rates", **Cogent Economics and Finance** , Cilt 5, Sayı 1, ss. 3700-3732.
- IMF. (2012) "Balance of Payments Manual", **International Monetary Fund**.
- IMF. (1991) "International Monetary Fund". **Annual Report**, (s. 77). Washington.
- İNSEL, A.; N. SUNGUR (2003) "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989: III-1999:IV", **Türkiye Ekonomi Kurumu**, İstanbul.
- İPEK, E. (2013) "Türkiye' ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi", Doktora Tezi, **T.C. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Balıkesir.

- İSLAMOĞLU, İ. (1996) "Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımları", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- İŞİK, Ç. Y. (2019) "Bilgi Ekonomisi ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Analiz", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Tekirdağ.
- IWATA, S.; E. TANNER (2003) "Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime and Capital Account Volatility in Emerging Markets", **International Monetary Fund**.
- JAFARLI, F. (2022) "Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki:Türkiye Üzerine Zaman Serisi Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- JOHANSEN, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, Journal of Economic Dynamics and Control, 12 (2-3), ss. 231- 254.
- JOHANSEN, S.; K. JUSELIUS (1990). Maksimum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-with Applications to The Demand for Money, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52 (2), ss.169–210.
- JONES, J. C. (2001) "İktisadi Büyümeye Giriş", (S. Ateş, & İ. Tuner, Dü) Literatür Yayınları.
- KAMACI, A.; S. KONYA (2016) "Kırılgan Beşli Ülkelerinde Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi", **Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 2, ss. 136-155.
- KARACA, C. (2008) "Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Analizi (1980-2005)", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Zonguldak.
- KARACA, C.; T. ABASIZ (2007) "Gelir ve Bölge Ayırımına Göre Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz", **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 12, Sayı 1, ss. 1-19.
- KARACAER, B. (2009) "Uluslararası Tahvil Piyasaları ve Türkiye' nin Tahvil İhraç Performansı", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- KARAHAN, Ö.; E. İPEK (2013) "Türkiye' ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 11, Sayı 21, ss. 299-299.
- KARAKOÇ, S. (2020) "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları - İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Analiz: 1980-2018", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kars.

- KARATAŞ, M. B. (2017) "Türkiye Ekonomisinde İktisadi Büyüme ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- KAYA, A. (2011) "Türkiye' de Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri ve Menkul Kıymet Piyasasına Etkileri", Doktora Tezi, **T.C. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Erzurum.
- KAYA, Ö. F. (2017) "İçsel Büyüme Sürecinde AR-GE, Beşeri Sermaye ve Sosyal Sermayenin Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- KILIÇ, M. (2020) "Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Yeni Sanayileşen Ülkeler Örneği", **Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 7, Sayı 8, ss. 45-55.
- KİM, E. H.; V. SINGAL (2000) "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies", **The University of Chicago Press Journals**, Cilt 73, Sayı 1, ss. 25-66.
- KİNDİK, N. (2019) "Türkiye' de Hisse Senedi Piyasasının Ekonomik Büyümeye Katkısı". Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Nevşehir.
- KIRAÇLAR, F. K. (2005) "Ekonomik Büyüme Modellerinde Beşeri Sermaye: İçsel Büyüme Modelinin Analizi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kayseri.
- KIRAN, B. (2007) "Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 22, Sayı 1, ss. 269-283.
- KIZILKAYA, O. (2012) "Reel Döviz Kuru, Yabancı Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği", Doktora Tezi, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Konya.
- KONT, B. (1998) "Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru", İstanbul, **TÜSİAD**.
- KOVUSOVA, Ş. (2018) "Uluslararası Sermaye Akımlarının Makroekonomik Göstergeler ile İlişkisi" Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Burdur.
- KULA, F. (2003) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, ss. 141-154.
- KUTLAR, A. (2009) "Uygulamalı Ekonometri", İstanbul, Nobel Yayın Dağıtım.

- KUYUBAŞI, U. (2009) "Beşeri Sermayeye dayalı Ekonomik Büyüme Modelleri ve Gemmell'in Beşeri Sermaye Modeline Yönelik Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Eskişehir.
- KUZUCU, S. (2018) "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Ekonomik Büyümeyi Teşvik Eder mi? Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıt", **Pressacademia**, Cilt 5, Sayı 4, ss. 331-338.
- LOVE, J.; R. CHANDRA (2005) "Asia, Testing Export-led Growth in South", **Journal of Economic Studies**, Cilt 32, Sayı 2, ss. 132-145.
- LUCAS, R.E. (1988). "On the Mechanics of Economic Development" **Journal of Monetary Economics**, 22, 3-42.
- MACDONALD, M. (2015) "Patterns Of International Capital Flows And Productivity Growth: New Evidence", **Queen's Economics Department Working Paper**, Cilt 23, Sayı 5, ss. 846-872.
- MADURA, J. (2012) "**Uluslararası Finansal Yönetim I**", Kısaltılmış. İstanbul, Nobel Akademik Yayıncılık.
- MAHİROĞULLARI, B. H. (2009) "İktisadi Büyümeye Etki Eden Faktörlerin Ekonometrik İncelenmesi ve Türkiye Uygulaması (1980-2006)", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- McLean, B., & Shrestha, S. (2002) International Financial Liberalization and Economic Growth. Research Discussion Paper No. 2002-03 .
- Michael, B. (2014) Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria (1986-2011). International Journal of Business and Social Science , 11 (1).
- HAMAD, M. R. (2022) Doğrudan Yabancı Yatırımların Ödemeler Bilançosu Dengesi Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi, T.C. Karabük Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Eğitim Enstitüsü.
- MOSLEY, P. (1987). "Foreing Aid: Defense and Reform", **The University Press of Kentucky**, Cilt 97, Sayı 87, ss. 41-616.
- ORHANGAZI, Ö. (2023) "'Türkiye Modeli" - 2021 ve Sonrası: Rastgele hedefler, gerçekleştirmeler ve bir bilanço", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Sayı 50, ss.171-194.
- ÖZAKDAĞ, S. (2009) "Yabancı Sermaye, Türkiye' de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yabancı Sermayeli Bankalar", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü**, İstanbul.
- ÖZDEN, M. (2014) "İktisadi Büyüme Ve Kalkınma Olgusunda Dış Ticaretin Yeri Ve Önemi: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Namık Kemal Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü**, Tekirdağ.

- ÖZEL, H. A. (2012) "Ekonomik Büyümenin Teorik Temelleri", **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İİBF Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, ss. 63-72.
- PETERSON, W. C. (1994) "**Gelir İstihdam ve Ekonomik Büyüme**", Ed.: T. Güllap, Erzurum, Atatürk Üniversitesi Yayınları.
- RODRİK, D.; A. VELASCO (1999) "Short-Term Capital Flows", **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, MA .
- ROMER, P.M. (1986). "Increasing Returns and Long-Run Growth". **Journal of Political Economy**, 94(5), 1002-1037.
- SAGIN, A. (2018) "Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Brics-T Ülkeleri Analizi", **İş Ahlakı Dergisi**, Cilt 11, Sayı 2, ss. 359-376.
- SALGUT, D. (2023) "Doğrudan Yabancı Yatırımların Finansal Belirleyicileri: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", Yüksek Lisans Tezi, **T. C. Şırnak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**, Şırnak.
- SBB. (2021) "**Yıllık Ekonomik Rapor 2021**", T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı.
- SBB. (2022) "**Yıllık Ekonomik Rapor 2022**", T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı.
- SEYİDOĞLU, H. (2017) "**Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulaması**", İstanbul, Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2018) "**Uluslararası İktisat Teorisi**", T.C. Anadolu Üniversitesi.
- SHUKUR, T. (2020) "Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**, İstanbul.
- SOTO, M., & Reisen, H. (2001) "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", **International Finance**, Cilt 4, Sayı 1, ss. 1-14.
- SÖNMEZ, G. (2014) "Finansal Serbestleşme, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- SUGÖZÜ, İ. H.; S. YAŞAR (2020) "Portföy Yatırımları İle Ekonomik Büyüme İlişkisi: 23 OECD Ülkesi İçin Panel Veri Analizi", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, Cilt 23, Sayı 1, ss. 198-207.

- ŞAHİN, D.; S. DURMUŞ (2018) "Türkiye’de Ekonomik Büyüme, İhracat ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi", **Avrasya Uluslararası Araştırma Dergisi**, Cilt 6, Sayı 15, ss. 808-825.
- ŞAHİN, S. (2013) "**Avrupa Birliği Ülkeleri ve Türkiye’ de Yabancı Yatırımlar**", Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- ŞEN, F. (2007) "Büyüme ve Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir.
- ŞİMŞEK, A. R. (2007) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, **Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Balıkesir.
- ŞİRİNER, İ.; Y. DOĞRU (2005) "Türkiye Ekonomisi’ nin Büyüme Dinamikleri Üzerine Bir Değerlendirme", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, ss. 162-182.
- TAKIM, A. (2008) "Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri Türkiye Üzerine Bir Uygulama: 1992–2006", Doktora Tezi, **T.C. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Erzurum.
- TANÖREN, D. (2009) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Adana.
- TARI, R. (2019) "**Ekonometri**", 14. Baskı, İstanbul, Umuttepe Yayınları.
- TATAR, H. (2022) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Gelişme Sürecine Katkısı ve Ülke Borsaları Üzerindeki Etkisi:Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği", Doktora Tezi, **T.C. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Gaziantep.
- TEZCANLI, M.; S. K. BAYRAKTAR, O. ERDOĞAN, H. GÖRGÜNAY, E. TAN, E. UYTUN (1994) "Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", İstanbul, **İMKB Araştırma Yayınları. No: 3.**
- TİRYAKİ, N. (2017) "OECD ve G-20 Ülkelerde Sermaye Hareketleriyle Seçilmiş İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Panel Veri Analizi", Doktora Tezi, **T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Eskişehir.
- TOKUŞOĞLU, S. (2023) "Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Borç ve Ekonomik Büyüme İlişkisi", Yüksek Lisans Tezi, **T. C. Zonguldak Bülent Ecevit Üniveristesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Zonguldak.
- TURAN, Z. (2005) "**Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizleri**", TÜHİS Yayınları, Ankara.

- TÜRKMENÖĞLU, M. (2012) "Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Van.
- TÜRLÜOĞLU, E. (2019) "Türkiye' de Ekonomik Büyüme Dinamikleri: Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaret İlişkisi Nedensellik Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Edirne.
- TÜRMOB (2018) "**Ekonomik Rapor 2018**", İstanbul.
- TÜTÜNCÜ HASBİ, D. (2022) "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını ve Portföy Yatırımlarının Ekonomik Etkileri:Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Analiz", Doktora Tezi, **T.C. Aydın Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Aydın.
- TÜTÜNCÜ HASBİ, D.; U. EVLİMOĞLU (2023) "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketleri ve Etki Eden Faktörler", **ISPEC International Journal of Social Sciences & Humanities**, Cilt 7, Sayı 2, ss. 542-573.
- UÇAK, A. (2006) "Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi", Doktora Tezi, **T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- ULUTAŞ, H. E. (2021) "Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği (2002-2019)", Yüksek Lisans Tezi, **T. C. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Bursa.
- USTAOĞLU, E. (2020) "Yabancı Yatırım, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi", Doktora Tezi, **T.C. Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**, Bolu.
- VERGİL, H.; C. KARACA (2010) "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi". **Ege Akademik Bakış (Ege Academic Review)**, Cilt 10, Sayı 4, ss. 1207-1216.
- VİTA, G. D., & Kyaw, K. S. (2009) "Growth Effects of FDI and Portfolio Investment Flows to Developing Countries: A Disaggregated Analysis by Income Levels", **Applied Economic Letters**, Cilt 16, Sayı 3, ss. 277-283.
- VITA, G. D.; K. S. KYAW (2008) "Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis", **Journal of Economic Studies**, Cilt 35, Sayı 4, ss. 304-322.
- VURAL, G. (2009) "Türkiye' de Portföy Yatırımlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.

- YAĞCI, S. (2016) "İktisadi Büyüme Teorileri: 1980 Sonrası Türkiye’de Makroekonomik Değişkenlerin İktisadi Büyümeye Etkisi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- YAKUT, K.; Ö. OBUZ, F. TEPECİK, S. AÇIKALIN (2019) "**Türkiye Cumhuriyeti İktisat Tarihi**", Eskişehir, Anadolu Üniversitesi.
- YALÇIN, E. (2005) "İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma", Ankara, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**.
- YAPRAKLI, S. (2020) "Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 24, Sayı 3, ss. 1313-1329.
- YARDIMCI, P. (2006) "İçsel Büyüme ve Türkiye’de İçsel Büyümeyi Etkileyen Faktörlerin Ampirik Analizi", Doktora Tezi, **T.C. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Konya.
- YAŞAR, S. (2022) "Finansal Gelişme ve Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Şırnak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**, Şırnak.
- YAYLA, N.; C. REŞAT, İ. ÇEVİŞ (2017) "Türkiye’de Hisse Senetleri Piyasası ile Ekonomik Büyüme İlişkisine ARDL Yaklaşımı", **Social Sciences**, Cilt 12, Sayı 4, ss. 185-198.
- YAZICI, H. (2019) "İçsel Büyüme ve AR-GE Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Panel Veri Analizi ile İncelenmesi", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Manisa.
- YILDIZ, A. (2012) "Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 26, Sayı 1, ss. 23-37.
- YÜNEL, B. (2022) "Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Zonguldak.
- ZEİROĞLU, A. F. (2019) "Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **T.C. Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Gaziantep.
- ZİVOT, E.; J. WANG (2003) "Modeling Financial Time Series with S-PLUS", **Further reproduction prohibited without permission.**

ZÍVOT, E., & Wang, J. (2015) Vector Autoregressive Models For Multivariate Time Series with S-Plus. **Modeling financial time series with S-PLUS**, ss. 385-429.



EKLER

EK-1: JOHANSEN EŞBÜTÜNLEŞME TESTİ İÇİN UYGUN GECİKME UZUNLUKLARININ BELİRLENMESİ

EB ile YHS

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	2.36e+27	68.70436	68.76712	68.72937
1	-	223.9800	1.07e+26	65.61424	65.80250	65.68926
2	-	3.964315	1.13e+26	65.66553	65.97929	65.79057
3	-	47.26142	6.17e+25	65.05904	65.49830	65.23409
4	-	69.67429	2.32e+25	64.07996	64.64474	64.30504
5	-	21.66241*	1.83e+25*	63.84016*	64.53044*	64.11525*
6	-	5.902424	1.86e+25	63.85138	64.66716	64.17648
7	-	1.073155	2.04e+25	63.94246	64.88375	64.31758

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EB ile YBS

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	6.28e+27	69.68250	69.74525	69.70751
1	-	288.8577	1.13e+26	65.66555	65.85381	65.74057
2	-	2.128216	1.22e+26	65.74384	66.05760	65.86888
3	-	48.01753	6.60e+25	65.12589	65.56516	65.30095
4	-	77.58459	2.19e+25	64.02322	64.58799	64.24829
5	-	23.18494*	1.69e+25*	63.75886*	64.44914*	64.03395*
6	-	3.424689	1.78e+25	63.81137	64.62715	64.13647
7	-	1.771981	1.94e+25	63.89041	64.83169	64.26553

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EB ile KVDY

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	2.64e+27	68.81449	68.87724	68.83949
1	-	248.4698	8.45e+25	65.37451	65.56276	65.44953
2	-	1.105426	9.28e+25	65.46784	65.78160	65.59288
3	-	51.82701	4.73e+25	64.79217	65.23144	64.96723
4	-	74.84525	1.64e+25	63.73230	64.29707	63.95737
5	-	24.87064*	1.23e+25*	63.44075*	64.13103*	63.71584*
6	-	3.627739	1.29e+25	63.48988	64.30566	63.81498
7	-	1.060127	1.42e+25	63.58119	64.52247	63.95631

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EB ile UVDY

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	1.11e+28	70.25052	70.31327	70.27552
1	-	222.3086	5.16e+26	67.18427	67.37253	67.25929
2	-	6.711754	5.22e+26	67.19516	67.50892	67.32019
3	-	46.64747	2.88e+26	66.59796	67.03723	66.77302
4	-	88.16105	8.10e+25	65.33004	65.89481	65.55511
5	-	35.31685*	5.13e+25*	64.87000*	65.56027*	65.14509*
6	-	3.439866	5.42e+25	64.92226	65.73804	65.24736
7	-	2.134134	5.85e+25	64.99505	65.93634	65.37017

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EK-2: GRANGER NEDENSELLİK TESTİ İÇİN UYGUN GECİKME UZUNLUKLARININ BELİRLENMESİ

EB ile YHS

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	2.34e+27	68.69748	68.82299	68.74750
1	-	220.0839	1.08e+26	65.61745	65.86846	65.71748
2	-	4.349317	1.13e+26	65.66212	66.03864	65.81217
3	-	46.24675	6.18e+25	65.06022	65.56224	65.26029
4	-	73.22449	2.16e+25	64.00752	64.63504	64.25760
5	-	15.63585*	1.87e+25*	63.86078*	64.61381*	64.16088*
6	-	5.535798	1.91e+25	63.87654	64.75508	64.22666
7	-	0.956279	2.10e+25	63.96936	64.97339	64.36948

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EB ile YHS

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	6.42e+27	69.70507	69.83058	69.75509
1	-	285.8834	1.14e+26	65.67142	65.92243	65.77145
2	-	2.977207	1.21e+26	65.73657	66.11309	65.88662
3	-	47.59980	6.52e+25	65.11386	65.61588	65.31392
4	-	80.45954	2.03e+25	63.94631	64.57384	64.19639
5	-	19.88592*	1.64e+25*	63.72990*	64.48293*	64.03000*
6	-	3.560965	1.73e+25	63.77914	64.65767	64.12925
7	-	2.033473	1.87e+25	63.85305	64.85709	64.25318

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EB ile KVDY

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	2.70e+27	68.83956	68.96506	68.88957
1	-	245.3174	8.62e+25	65.39382	65.64483	65.49385
2	-	1.537057	9.40e+25	65.48047	65.85698	65.63052
3	-	51.99049	4.72e+25	64.79021	65.29222	64.99027
4	-	78.31284	1.52e+25	63.65673	64.28426	63.90681
5	-	22.26192*	1.18e+25*	63.40137*	64.15440*	63.70147*
6	-	3.089357	1.26e+25	63.45860	64.33713	63.80871
7	-	1.037854	1.38e+25	63.54998	64.55402	63.95011

* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

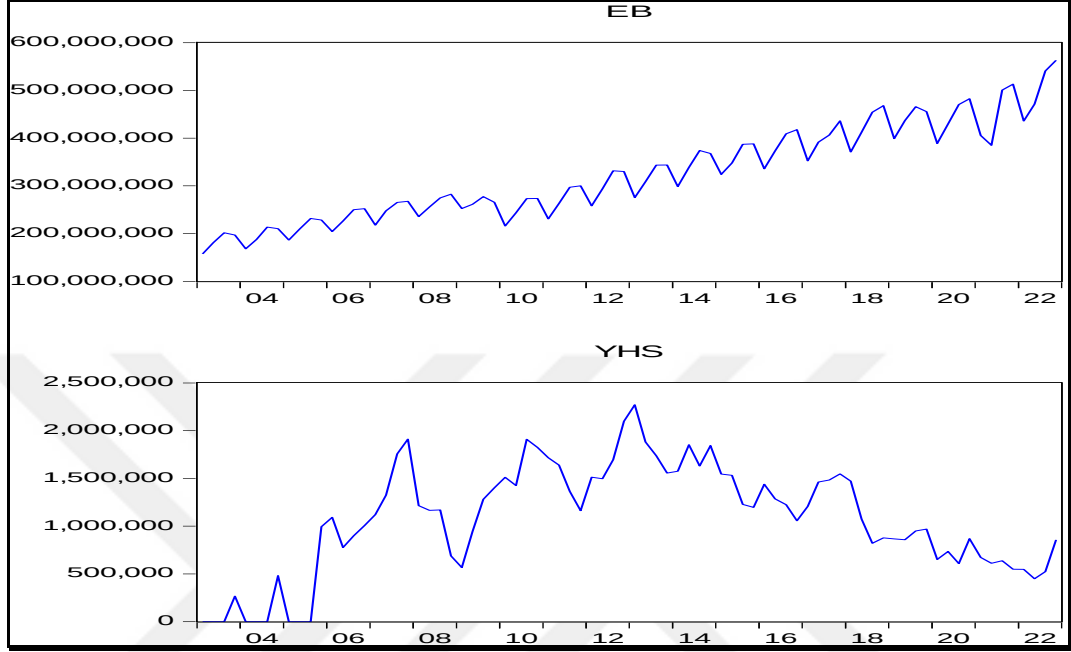
EB ile KVDY

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-	NA	1.12e+28	70.25711	70.38261	70.30712
1	-	218.3996	5.25e+26	67.20148	67.45249	67.30151
2	-	7.200571	5.27e+26	67.20360	67.58011	67.35365
3	-	45.99705	2.90e+26	66.60554	67.10756	66.80561
4	-	90.86791	7.66e+25	65.27278	65.90031	65.52286
5	-	33.05693*	4.98e+25*	64.84046*	65.59348*	65.14055*
6	-	3.518878	5.26e+25	64.89040	65.76894	65.24051
7	-	1.863069	5.71e+25	64.96731	65.97134	65.36743

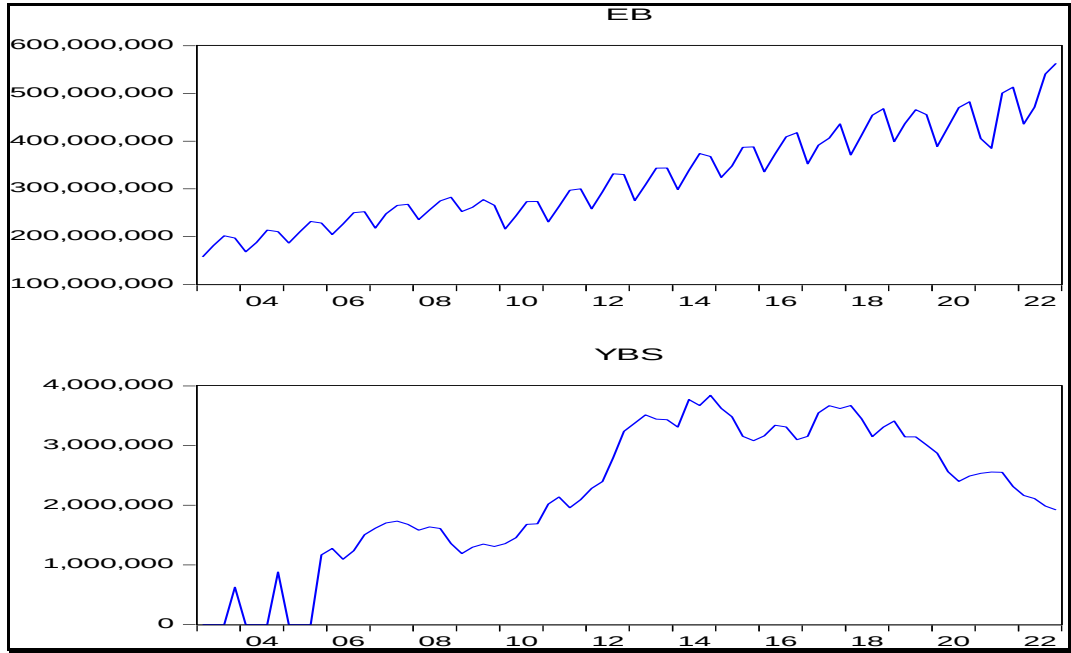
* Kriterlere göre gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

EK-3: EKONOMİK BÜYÜME VE ULUSLARARASI SERMAYE GİRİŞİ VERİLERİ

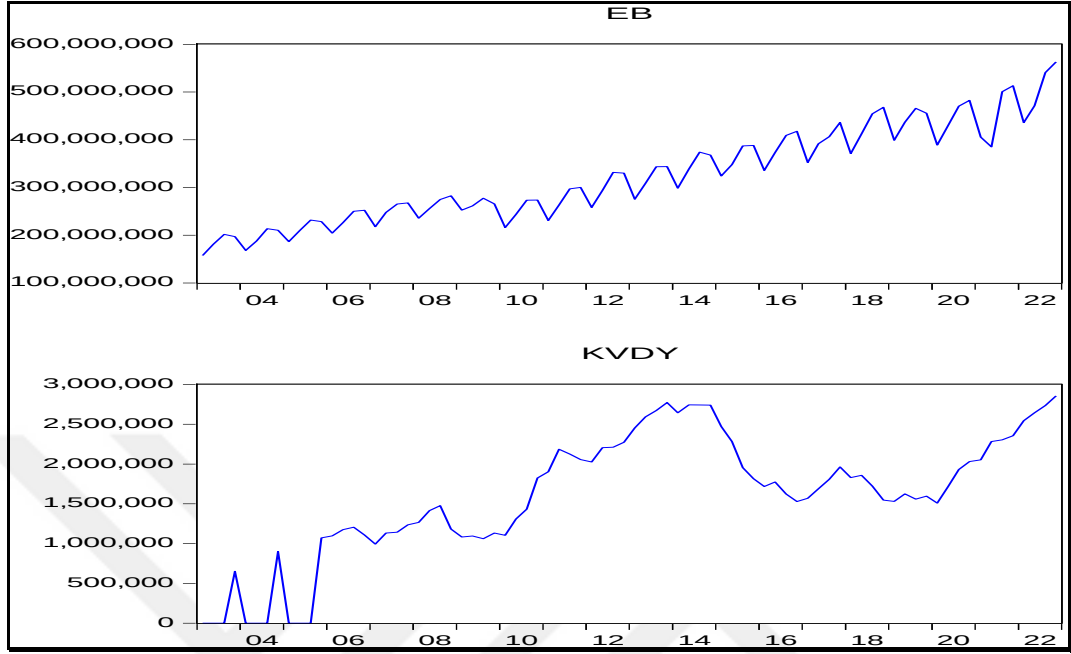
EB ve YHS Verileri



EB ve YBS Verileri



EB ve KVDY Verileri



EB ve UVDY Verileri

