

Ülke Yönetişim Kalitesinin Uluslararası Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi¹

Eyyüp KAYA² - Mine AKSOY³

Makale Gönderim Tarihi: 20 Mayıs 2020

Makale Kabul Tarihi: 17 Eylül 2020

Öz

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımları (UPY) üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Gelişmekte olan 18 ülke, 2002-2018 yılları için panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analizler sonucunda, politik istikrar hariç yönetim göstergeleri kalitesinin iyi olmasının UPY'nı olumlu yönde etkilediği görülmüştür. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin portföy yatırımlarını en çok etkileyen değişken olduğu gözlemlenmiştir. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliği hükümet etkinliği takip etmiştir. Yolsuzluğun kontrolü, hukukun üstünlüğü ve düzenleyicilerin kalitesi sırasıyla portföy yatırımlarına etki eden diğer yönetim göstergeleridir. Çalışmada kontrol değişkenleri olarak kullanılan doğrudan yabancı yatırımlar ve cari denge ile UPY arasında negatif; hisse senedi piyasa büyüklüğü ve borsa getirisi ile UPY arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yönetişim, uluslararası portföy yatırımları, gelişmekte olan ülkeler, dünya yönetim göstergeleri

JEL Sınıflandırması: F32, F36, G15

¹ Bu çalışma, 2020 yılında Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde Mine Aksoy Kavalcı'nın danışmanlığında hazırlanan Eyyüp Kaya'nın yüksek lisans tezine dayanmaktadır.

² Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Bölümü, Yalova, Türkiye, eyyubkaya63@gmail.com, Orcid: 0000-0002-5293-3174

³ Prof. Dr., Yalova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Yalova, Türkiye, maksoy@yalova.edu.tr, orcid: 0000-0002-4773-1770

Effect of Country Governance Quality on International Portfolio Investments

Abstract

Based on panel data analysis of 18 emerging market countries from 2002 to 2018, the impact of governance quality on international portfolio investments (IPI) was examined. As a result of the analysis, it was observed that the quality of governance indicators, excluding political stability and absence of violence, had a positive effect on IPI. Voice and accountability were observed to be the variable that most affects portfolio investments. Voice and accountability were followed by government effectiveness. Control of corruption, the rule of law, and regulatory quality were other indicators of governance that affected portfolio investments, respectively. In this study, foreign direct investments, current account deficit, stock market size, and stock market returns were used as control variables. It was concluded that there is a negative relationship between foreign direct investments, current account deficit, and IPI. There is also a positive relationship between stock market size, stock market returns, and IPI.

Keywords: Governance, international portfolio investments, emerging markets, world governance indicators.

Jel Classification: F32, F36, G15

1. Giriş

Finansal serbestleşme, genellikle hükümetlerin, dışarıdan yatırımları ülkelerine çekebilmek amacıyla finansal sistemin üzerindeki denetim ve engelleri kaldırdığı veya büyük ölçüde azalttığı bir süreçtir. Süreç genellikle, dış ticaret ve yerel finansal piyasaların serbestleşmesiyle başlayıp sermaye hareketleri üzerindeki engellemelerin kaldırılması ile sonuçlanmaktadır (Keskin, 2008: 5). Birçok ülkenin finansal serbestleşme çabaları içerisinde olmasının temel nedeni finansman sıkıntısı çekmeleridir. Çünkü finansman sıkıntısı ekonomide baskının oluşmasına neden olmakta bu durum da kaynak dağılımında etkinliği bozmakta ve gerekli ekonomik büyüme oranlarına ulaşılmasını engellemektedir.

Finansal serbestleşmenin teorik temelleri, McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından geliştirilen "Finansal Baskı Hipotezi"ne dayanmaktadır. Hipotez korumacı ekonomi politikaları yerine finansal ser-

bestleşmeye yönelmeyi öneren yaklaşımlar içerir. McKinnon ve Shaw'a göre, faiz oranlarındaki meydana gelen artış, tasarrufları artırmaktadır. Özel tasarruflar üzerinde olumlu etkisi olan bir diğer etkense dış ticaret hadleridir. Bu teori, finansal serbestleşmeyle tasarrufların dünya genelinde dağılımının düzeleceğini belirtmektedir. Piyasanın serbestleşmesiyle faiz oranlarındaki eşitsizliğin ortadan kalkacağı varsayımı altında bunun finansal baskıyı ortadan kaldıracağını ve etkin kaynak dağılımını sağlayacağını bunların sonucunda da ekonomik gelişmenin hızlanacağını belirtmektedir. Özetle, McKinnon (1973) ve Shaw (1973), gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme çabalarının tasarrufları artıracığını bunun da ekonomik büyümeyi hızlandıracağını ve enflasyonu aşağı çekeceğini ileri sürmektedirler.

Akdiş'e (2000) göre, finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye, daha az risk alarak daha çok kâr elde etmek amacıyla herhangi bir kısıtlanmaya karşı karşıya kalmadan ulus ötesi alanlara doğru bir akış göstermiştir. Sermaye piyasalarının bütünleşmesi ile uluslararası sermaye hareketlerinin hem hacmi hem de kaynağı artmaya başlamıştır. Finansal serbestleşme sayesinde bir yandan sermaye piyasalarındaki fon miktarlarında önemli artışlar meydana gelmiş, diğer yandan da sermaye piyasalarındaki finansal enstrümanların çeşitliliği artmıştır. Bunun sonucunda sermaye piyasaları da artık büyük ölçüde ulusal olmaktan çıkmış uluslararası bir kimlik kazanmaya başlamıştır. Finansal piyasalarda meydana gelen bu değişim önce bankacılık sektöründe ve para piyasalarında başlamış fakat öneminin artması ve hızlı gelişimi sermaye piyasalarında olmuştur.

Uluslararası sermaye gideceği ülkede çeşitli kriterler göz önünde bulundurmaktadır. Yönetişim kalitesinin (kurumların kalitesinin) uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkileri son yıllarda literatürde çalışılmaya başlanmıştır. Bu çalışmada, yönetim kalitesinin gelişmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yönetişim kalitesi göstergesi olarak Dünya Bankası tarafından oluşturulan dünya yönetim göstergeleri (Worldwide Governance Indicators) kullanılmıştır. Dünya yönetim göstergeleri altı boyutlu bir endeks olup; ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik, siyasal istikrar ve şiddetsizlik, hükümet (yönetim) etkinliği, düzenleyicilerin kalitesi, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun kontrolünden oluşmaktadır.

Literatürde uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Ancak dünya yönetim göstergelerini

kullanarak, gelişmekte olan ülkeler için, yönetişimin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkisini inceleyen yakın tarihli bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bundan dolayı bu çalışmanın literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışma, beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde dünya yönetim göstergeleri hakkında bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde ilk olarak portföy yatırımlarını etkileyen faktörler açıklanmış daha sonra literatürde portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ile ilgili olarak yapılan çalışmalar listelenmiş ve hipotezler oluşturulmuştur. Üçüncü bölümde uluslararası portföy yatırımları ve dünya yönetim göstergeleri arasındaki ilişkinin analizleri yapılmıştır. Dördüncü bölümde analiz sonuçları yorumlanmıştır. Beşinci bölüm ise sonuç bölümüdür.

2. Dünya Yönetişim Göstergeleri

Yönetişim kavramını ortaya atan ve onun yaygınlaşmasına öncülük eden Dünya Bankasıdır. Dünya Bankası, yönetişim kavramını sadece geliştirmekle kalmamış, siyasi söylem ve projeler vasıtasıyla uygulama kısmını da etkilemiştir (Bayramoğlu, 2004: 12/13). Dünya Bankası 1992 yılındaki raporunda yönetişimi, 'sağlıklı kalkınma yönetimi' ile eşanlamli olarak değerlendirilmiştir (World Bank, 1992: 3). Dünya Bankası yönetişimi, "bir ülkede var olan otorite tarafından ortak fayda için kullanılan kurum ve gelenekler," olarak tanımlamaktadır. Dünya Bankası kalkınma yöntemi ile yönetişimi aynı anlamda değerlendirmekte ve iyi bir yönetişim için hesap verebilen, bağımsız bir yargı ile yansız bir kurallar bütününe bulunduğu, özel sektörün yeterince bilgilendirildiği ve saydam olan bir süreci belirtmektedir (World Bank, 1992: 15). Dünya Bankası, daha çok yönetişim kavramının teknik boyutuna vurgu yapmakta, kavramı idari ve yönetsel öğelerle açıklamaktadır. Dünya Bankası'nın yönetişim için yaptığı başka bir tanım da şu şekildedir: "Yönetişim, bir ülkenin ekonomik ve sosyal gücünün kalkınma amacıyla yönetimde etkinin kullanılma tarzıdır" (World Bank, 1992: 3).

Dünya Yönetişim Göstergeleri (DYG), Dünya Bankası tarafından çalışmaları desteklenen, Dünya Bankası'nın önemli araştırmacılarından olan, Kaufmann, Kraay ve Zoido tarafından 1999 ve 2002 yıllarında başlatılan bir veri setidir. Çalışmada kullanılan endeksler, çeşitli hesaplamalar ve birçok kurum veya kuruluşun çalışmaları esas alınarak oluşturulmaktadır. Oluşturulan endeksin sayı değerleri, -2.5 ve + 2.5 puan aralığında yer almaktadır. Endeksteeki yüksek puanlar daha iyi bir

yönetişimin göstergesi iken, düşük puanlar yönetişimin kötü olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 11).

Kaufman, Kraay ve Mastruzzi'nin yönetişim göstergeleri ile ilgili yazdıkları Yönetişim "Göstergeleri Metodolojisi ve Analitik Sorunlar" raporunda: Dünya Yönetişim Göstergeleri endüstriyel ve gelişmekte olan ülkelerde çok sayıda kurum, vatandaş ve uzman araştırmacı tarafından sağlanan, yönetişim kalitesi hakkındaki görüşleri özetleyen bir araştırma veri seti olduğunu belirtmektedirler. DYG verileri birçok araştırma enstitüsünden, düşünce kuruluşlarından, sivil toplum kuruluşlarından, kamu kuruluşu, uluslararası kuruluşlardan ve özel sektör firmalarından toplanmaktadır. Bu veri seti Dünya Bankası, İcra Direktörleri veya temsil yansıtmamaktadır. Ayrıca raporda buradaki verilerin Dünya Bankası tarafından kaynakların tahsisi ile ilgili kullanılmadığı da belirtilmiştir (Kaufmann vd. 2010: 2).

Dünya Bankası'nın 215 civarı ülke ve bölgeyi kapsayan "Dünya Yönetişim Göstergeleri" Raporu'nda, ülkelerin performansı 6 ölçüye göre değerlendirilmektedir. Dünya Bankası'nın hazırladığı DYG verileri, 1996 yılından 2002 yılına kadar ikişer yıllık yayımlanırken, 2002 yılından bu yana her yıl için yayınlamaktadır. 2018 yılı itibarıyla 215 civarı ülkeyi kapsayan bu veri seti, devletlerle ilgili 6 temel noktada yönetişim kalitesini ölçen notlara dayanmaktadır. Yapılan araştırmaların objektif olabilmesi için, DYG'ni oluşturan notlar kamu kuruluşları, sivil toplum örgütleri, hane halkı, firma araştırmaları ve ticari bilgi sağlayıcılar da olmak üzere 35'in üzerinde bağımsız kaynaktan alınan yüzlerce veri (340'tan fazla değişkene) dayanmakta, bunların değerlendirilmesi suretiyle elde edilmektedir. Dünya Yönetişim Göstergeleri endeksi ülkelerin kurumsal kalitesini ölçen en kapsamlı endekslerdendir (World Bank, 2018).

Kaufman, Kraay ve Zoido (2010:4) yapmış oldukları çalışmada, üç ana başlık ve altı temel boyutun ölçülmesinde kullanılan endeksler oluşturmuşlardır. Bu üç ana başlığın her birine karşılık gelen iki yönetişim ölçęi ve bunun sonucunda toplam altı boyutlu yönetişim endeksi karşımıza çıkmaktadır. Bunlar aşağıda listelenmiştir:

- Hükümetler tarafından seçilen, izlenen ve değiştirilen süreç;
 - İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik.
 - Politik istikrar ve şiddetsizlik.

- Hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin bir şekilde formüle etme ve uygulama kapasitesi;
- Hükümet (Yönetimin) Etkinliği.
- Düzenleyicilerin kalitesi.
- Ekonomik ve sosyal etkileşimleri yöneten kurumlara karşı vatandaşın ve devletin saygısı;
- Hukukun Üstünlüğü.
- Yolsuzluğun kontrolü.

3. Kavramsal Çerçeve ve Hipotezler

Literatürde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini etkileyen faktörler, "itici (dışsal) faktörler" ve "çekici (içsel) faktörler" olarak iki grupta ele alınmaktadır. İçsel faktörleri Fernandez-Arias ve Montiel (1996) çalışmalarında şöyle özetlemektedir (Fernandez-Arias ve Montiel 1996'dan aktaran Babaoğlu, 2005); (1) Sermayenin uzun dönemde beklenen getirisinde artışa yol açacak geniş çaplı yapısal ve kurumsal reformlar ve makroekonomik politikalarda iyileşme, (2) Kısa vadeli makroekonomik politikalar, (3) Sermaye kontrollerinin ya da doğrudan yatırımlara uygulanan kısıtlamaların kaldırılması, (4) Borç-hisse senedi swapları, sürdürülebilir borçlanma ve borç stoğunun azaltılması, (5) Kaynak dağılımının etkinliğini artıran stabilizasyon programları ve yapısal reformlar, (6) Yurtiçi ekonominin sindirme kapasitesinin gelire kıyasla artmasını sağlayan politikalar, (7) Uluslararası ticaret haddinde meydana gelen değişimler nedeniyle milli gelirde görülen değişimler ve (8) Siyasi risklerdir. Dışsal faktörleri ise şu şekilde sıralamak mümkündür (Obstfeld, 2008: 1 ve European Central Bank, 2005: 64'ten aktaran Cengiz ve Karacan, 2015): (1) Gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve enflasyon oranlarına karşılık, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz, (2) Gelişmiş ekonomilerdeki likidite bolluğu ve düşük getiri, (3) Faiz hadleri ve iş çevirimi koşulları (sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk gibi), (4) Borç verenin sermaye piyasalarına ulaşım maliyetinin azalması, (5) Uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülatif akımlardır.

UNCTAD (1999) tarafından hazırlanan raporda ise, portföy yatırımlarını belirleyen faktörler iki grup altında incelenmiştir. Birinci grup, ekonomik faktörlerden oluşmaktadır. İkinci grup ise hukuki ve politik düzenlemelere ait faktörlerdir. Ekonomik faktörler, yatırım yapılacak ülkenin genel anlamda ekonomisinin ne kadar sağlıklı olduğu ve portföy

yatırımlarından elde edilecek getiri ile ilgili faktörlerdir. Hukuki ve politik düzenlemeler ise; sermaye kazancı ile ilgili vergisel düzenlemeler, hisse senedi ve tahvil piyasaları ile ilgili düzenlemeler, şirketlerin halka açıkladıkları bilgiler ile ilgili standartların kalitesi, takas sistemlerinin hızı ve güvenilirliği, finansal araçların mevcudiyeti, yatırımcı haklarının korunması ile ilgili kanunların ve düzenlemelerin derecesi gibi faktörlerden oluşmaktadır. Bu faktörlerin önem sırası değişmekle birlikte, UNCTAD (1999) tarafından ele alınan raporda en önemlilerinin sırası ile yatırımcı haklarını koruma ve sermaye kazancı ile ilgili vergisel düzenlemeler olduğu belirtilmektedir.

Uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen ekonomik ve yönetim ile ilgili faktörler kapsamında literatürde yapılan çalışmalar aşağıda açıklanmış ve bu örneklerden yola çıkılarak araştırmamızın değişkenleri ve hipotezleri oluşturulmuştur.

3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları ve Ekonomik Faktörler

Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Portföy Yatırımları İlişkisi

Ödemeler bilançosu, yerleşik ekonominin bir yıl içerisinde diğer ülke ekonomileri ile olan ilişkilerini cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, finans hesabı, net hata noksan ve rezerv varlıklar kalemleri ile gösteren bir tablodur. Ödemeler bilançosunda en fazla öneme sahip olan hesap cari işlemler hesabıdır ve bu hesapta, ülkenin mal ve hizmet ticareti, yabancı sermaye yatırımlarından elde edilen gelirler, kar ve temettü transferleri ile karşılıksız transferler yer alır. Cari işlemler fazlası, ekonomide toplam harcamaların dolayısıyla da istihdamın artması yönünde katkı sağlarken, cari işlemler açığı ise toplam talep ve dolayısıyla ulusal gelir düzeyini düşürücü yönde etkide bulunur (Seyidoğlu, 2013, s. 93).

Keskin (2008:17), Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi, 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler kullanarak, ARDL yöntemiyle incelemiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımlarının uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açtığı, bunun da cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediğini belirtmiştir.

Avrupa Merkez Bankası için De Santis ve Lührmann (2006) tarafından yapılan çalışmada, 130 ülke için cari açık nedenlerini saptamak amacıyla, 1970-2003 dönemi yıllık olarak panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Portföy yatırımları arttıkça cari açığın azaldığı gözlem-

lenmiştir. Çalışmada, cari açığın portföy yatırımlarıyla rahatlıkla finanse edilebileceği belirtilmiştir.

Hisse Senedi Piyasası Getirisi ve Uluslararası Portföy Yatırımları İlişkisi

Uluslararası yatırımcılar getiriyi maksimum, riskleri ise minimum kılmak güdüsüyle hareket etmektedirler. Bundan dolayı hisse senedi piyasalarında yüksek getiri sağlandığı dönemlerde portföy yatırımlarının artması, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise portföy yatırımlarının azalması beklenmektedir.

Clark ve Berko (1997), Meksika hisse senedi alımları ile Meksika hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi, 1989-1996:03 dönemi için aylık verilerle, Merton modelini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, portföy yatırımlarında meydana gelen beklenmedik %1'lik artışın Meksika Hisse Senedi Borsasındaki hisse senedi fiyatlarında %13'lük bir artışa neden olduğu görülmüştür.

Egry ve arkadaşları (2010: 25), 1977:M01-2007:M12 dönemini aylık veriler kullanarak yabancı portföy yatırımları girişiyle yatırımcının riskten kaçınma ve ABD borsası arasındaki ilişkileri VAR analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada, borsada ortaya çıkan pozitif şokun, hisse senetleri alımını etkilediği görülmüştür.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Uluslararası Portföy Yatırımları İlişkisi

Uluslararası yatırımlar genellikle doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde ortaya çıkmaktadır. Hattari ve Rajan (2011) portföy yatırımlarının doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkilediğini belirtmişlerdir.

Ahmad ve arkadaşları (2015), Çin'e gelen yabancı portföy yatırımların nedenini belirlemek amacıyla, 2001-2010 dönemini, çoklu regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda GSYH, DYY, döviz kurları ve dış borç ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur (Ahmad vd. 2015: 66).

Waqas ve arkadaşları (2015), Güney Asya ülkelerine giden yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla, 2000-2012 dönemini yıllık olarak GARCH modeliyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları, faiz oranı, enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım, hisse senedi endeksi ve büyüme oranı ile uluslararası portföy

yatırımlarının volatilitesi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermiştir (Waqas vd. 2015: 72).

Emir ve Kutlu (2015), Britanya, Almanya Yunanistan ve Türkiye için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla 2006-2012 dönemini yıllık olarak Granger nedensellik analizi ile incelemişlerdir. Portföy yatırımlarındaki volatilitenin karşılıklı veya tek taraflı olarak DYY'dan etkilendiği görülmüştür. Ancak çalışmada Almanya için farklı bir sonuç elde edilmiştir. Çalışmada Almanya için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasında çift taraflı bir etkileşim bulunmuştur. Araştırmacılara göre bu durum Almanya'da portföy yatırımları ve DYY arasında bir denge oluşturulduğunu göstermektedir.

3.2. Uluslararası Portföy Yatırımları ve Yönetişim Kalitesi

Literatürde uluslararası portföy yatırımlarını etkilediği düşünülen hukuki ve politik düzenlemelere ait faktörler için gösterge niteliğinde birçok değişken kullanılmıştır. Bu çalışmada ise, dünya yönetim göstergeleri, analiz edilen ülkelerin hukuki ve politik altyapılarının gelişmişliği için, gösterge olarak kullanılmıştır.

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, dünya yönetim göstergelerini kullanarak, yönetim kalitesi ile uluslararası portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi ele alan sınırlı sayıda çalışma olduğu tespit edilmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde, uluslararası portföy yatırımcılarının yüksek düzeyde yatırımcı koruması olan ülkelere, dolayısıyla yönetim kalitesinin yüksek olduğu ülkelere yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmektedir (La Porta vd. 1997, 1998, 2000; Aggarwal vd. 2005; Li ve Filer 2007; Aggarwal vd. 2009; Leuz vd. 2009; Abdioglu vd. 2013). Ayrıca firma düzeyinde yönetişimin de uluslararası portföy yatırımcılarını olumlu yönde etkilediğini belirten çalışmalar da bulunmaktadır (Giannetti ve Simonov 2006; Ferreira ve Matos 2008; Miguel 2008; Aggarwal vd. 2011).

Leuz vd. (2009) ABD kurumsal yatırımcılarının bilgi asimetrisinin çok fazla olduğu ve izleme maliyetlerinin yüksek olduğu yabancı hisse senetlerine daha az yatırım yaptıklarını; Chan vd. (2005) ise kamulaştırma riski düşük olan ülkelere yüksek düzeyde yabancı kurumsal yatırım beklendiğini; Aggarwal vd. (2005), güçlü muhasebe standartlarının, hissedar haklarının ve yasal çerçevelerin daha fazla ABD yatırımı çektiğini; Leuz vd. (2009) tipik ABD'li yatırımcıların hukuki altyapısı yetersiz olan ve şirketlerin kamuyu aydınlatma konusunda yetersiz olduğu ülke-

lere daha az yatırım yaptığını belirtmişlerdir. Yapılan bu çalışmalar, yönetim göstergelerinden hukukun üstünlüğünün yabancı yatırımcıyı çekmede önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Mülkiyet hakkının güvencesi, adli ve etkin bir hukuk sistemi yönetim göstergelerinden, hukukun üstünlüğünün alt bileşenleridir.

Quazi (2004), Bangladeş için yaptığı çalışmasında, dışsal teşvikler, finansal baskı, kurumlar vergisi ve politik istikrarsızlığın sermaye kaçışlarını artırdığını; Le ve Zak (2006), 45 gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada iç ayaklanmalar, tutarsız politik uygulamalar ve anayasaya aykırı hükümet değişikliklerinin sermaye kaçışlarının belirleyicilerinden olduğunu; Alfaro vd. (2008), politikaların, zaman içinde sermaye akışları seviyesindeki değişiklikleri ve bunların oynaklığını açıklamada önemli bir rol oynadığını; Adesoye vd. (2012) Nijerya gibi ekonomilerde yatırım ortamının iyileştirilmesi, hükümet politikalarında tutarlılık, politikaların etkin olması, siyasi istikrar, siyasi yolsuzluğun engellenmesinin sermaye çıkışlarını azaltacağını, yerli ve yabancı yatırımı teşvik edeceğini belirtmişlerdir. Yapılan çalışmalar siyasi istikrar, yolsuzluğun kontrolü, hesap verebilirlik, düzenleyici kalitesi ve hükümet etkinliğinin önemini ortaya koymaktadır. Vergi sisteminin iyi olması, teşvikler, hükümet müdahaleleri, düzenleyici kalitesinin iyi olması ile ilgili iken; anayasaya aykırı hükümet değişiklikleri, siyasi istikrar hükümet etkinliği ve politik istikrar ile ilgi kavramalar olup yönetim göstergeleri içerisinde belirtilmektedir.

Le ve Rishi (2006), 45 gelişmekte olan ülke ve 24 gelişmiş ülkeyi ele almış ve yolsuzluğun bu ülkelerde meydana gelen sermaye kaçışlarını artırdığını; Chipalkatti vd. (2007) gelişmekte olan sermaye piyasaları için yaptıkları çalışmada, muhasebe standartlarının iyi olması, kurumsal şeffaflık ve iyi yönetime sahip olmanın portföy yatırımlarını çekmede önemli olduğunu; Baek ve Yang (2008) gelişmekte olan 53 ekonomiyi ele almış politik riskin sermaye kaçışına neden olduğunu, şeffaflık seviyesindeki artış ve mali teşvikin sermaye girişlerini koruyacağını belirtmişlerdir. Şeffaflık, yolsuzluk göstergelerinden biridir. Ayrıca yukarıdaki çalışmalarda yolsuzluğa direkt olarak vurgu yapılmaktadır.

Agyemang vd. (2016) Afrika ekonomisinden 39 ülkeyi incelemiş, düzenleyici kalitesi ile yabancı mülkiyet yaygınlığı arasında anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu; ayrıca siyasi istikrarı olan ve hukukun üstünlüğünü benimseyen Afrika ülkelerinde yabancı mülkiyetinin yaygın olduğunu belirtmişlerdir.

Literatürde yapılan çalışmalar portföy yatırımcılarının yatırım yaptıkları ülkelerin yönetim kalitesinden etkilendiğini göstermekte ve yönetim kalitesi ile sermaye girişleri arasında önemli bir bağlantı kurmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalar doğrultusunda, yönetim kalitesinin iyi olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkileyeceği varsayılarak, her bir yönetim kaleminin portföy yatırımları üzerindeki etkilerini incelemek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur. Yönetim kalitesinin göstergesi olarak dünya yönetim göstergeleri temel alınmıştır. Oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 4: Düzenleyicilerin kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

4. Araştırma Yöntemi

4.1 Örneklem

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkeler kategorilerinde değerlendirilen Türkiye, Arjantin, Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Mısır, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland ve Yunanistan ekonomileri için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkileri 2002 ve 2018 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Seçilen bu ülkeler, genel olarak ekonomileri kırılgan olan, geçmişte finansal kriz yaşamış ve büyüme için dış yatırıma ihtiyaç duyan ülkelerdir.

Çalışmada kullanılan veriler, verilerin kaynakları, modeldeki türev ve hangi kısaltma ile ifade edildiğiyle ilgili bilgiler aşağıda Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Veri seti, kısaltmalar, açıklamalar ve kaynaklar

Değişken	Kısaltması	Açıklama	Kaynak	Modeldeki türü
Uluslararası Portföy Yatırımları	UPY	Uluslararası net portföy akışlarının GSYİH içindeki payını göstermektedir.	Dünya Bankası	Bağımlı değişken
Doğrudan Yatırımlar	DYY	Uluslararası net doğrudan yatırım akışlarının GSYİH içindeki payını göstermektedir.	Dünya Bankası	Kontrol değişkeni
Hisse Senedi Piyasa Değeri	HSPD	Hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin GSYİH içindeki payını göstermektedir.	Dünya Bankası	Kontrol değişkeni
Borsanın Yıllık Getirisi	HSGETIRI	Borsa endeksinde yılsonu meydana gelen % değişimleri göstermektedir.	Dünya Bankası	Kontrol değişkeni
Cari İşlemler Dengesi	CARI	Cari hesap dengesinin GSYİH içindeki payını göstermektedir.	IMF	Kontrol değişkeni
Yolsuzluğun Kontrolü	CC	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken
Hükümet Etkinliği	GE	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken
Politik İstikrar	PV	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken
Düzenleyicilerin Kalitesi	RQ	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken
Hukukun Üstünlüğü	RL	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken
İfade Özgürlüğü ve Hesap Verebilirlik	VA	-2.5/+2.5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetimi gösterir.	Dünya Bankası	Bağımsız değişken

4.2. Analiz Değişkenleri

Yönetişim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkisinin araştırıldığı bu çalışma, bağımlı değişken, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenlerinden oluşmakta olup aşağıda bu değişkenler tanımlanmaktadır. Değişkenlerle ilgili tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Bağımlı Değişken

Uluslararası portföy yatırımları (UPY): Portföy yatırımları, hisse senetleri ve borçlanma senetleri işlemlerini kapsamaktadır. Portföy yatırımları, doğrudan yatırım olarak kaydedilenler dışındaki hisse senetleri, tahviller, mevduat sertifikaları (Amerikan ya da küresel) ve yabancı ya-

tırımcılar tarafından yerel borsalarda doğrudan hisse alımları da dâhil olmak üzere hisse senetlerinden net girişleri içermektedir.

Kontrol Değişkenleri

Doğrudan yatırımlar (DYY): Yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışında başka bir ekonomide bir işletmenin yönetimini kontrol ettiği ya da yönetiminde söz sahibi olduğu yatırımlar doğrudan yabancı yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Çalışmada DYY'ın GSYİH içindeki payı kullanılmıştır.

Hisse senedi piyasa değeri (HSPD): İşlem gören yurtiçi ve yurt dışı hisse senetlerinin tamamının, ilgili eşleştirme fiyatlarıyla çarpımıdır. Veriler yılsonu değerleridir ve hisse senetlerinin toplam değerinin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır.

Borsanın yıllık getirisi (HSGETIRI): Borsanın yıllık getirisi, ilgili ülke için borsa endeksinde yıllık meydana gelen yüzdelik değişimleri içermektedir.

Cari işlemler dengesi (CARI): Cari hesap; mal dengesi, hizmetler dengesi, gelir dengesi ve cari transferler kalemlerinden oluşmaktadır. Çalışmada cari hesap bakiyesinin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır.

Bağımsız Değişkenler

Yolsuzluğun kontrolü (CC): Yolsuzluk, kamu iktidarının elitler ve özel çıkar sağlayıcılar tarafından ele geçirilmesi, her türlü yozlaşmayı da kapsayacak biçimde kamu gücünün özel kazanımlar amacı ile kullanılması çerçevesindeki algılar olarak değerlendirilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 4). Yolsuzluğun kontrolü bu çerçevedeki algıları ölçmektedir.

Hükümet etkinliği (GE): Sunulan kamu hizmetlerinin niteliği ve bunların politik baskılardan bağımsızlığı, politikaların yapım ve icrasının kalitesi, hükümetlerin bu politikaları benimseme derecesi ve bunun uyandırdığı itibar algısı olmak üzere çeşitli değişkenlerden oluşan ve esasında, kamu sektörünün işleyişinde politik tercihlerden bağımsızlığı ve etkinliği ölçen bir kurum olarak tanımlanabilir (Kaufmann vd. 2010: 4).

Politik istikrar (PV): Hükümetin, anayasaya aykırı, politik kaynaklı şiddet içeren veya terör gibi hukuksal olmayan ve şiddet içeren yollarla istikrarsızlaştırılması, düşürülmesi veya görevinden uzaklaştırılması ihtimallerini nicel olarak ölçmektedir (Kaufmannvd. 2010: 4).

Düzenleyicilerin kalitesi (RQ): Hükümetin, piyasaları düzenleyecek ve ona güven verecek politikaları uygulama, formüle edebilme ve uygulayabilme yeteneğini ifade eder (Kaufmann vd. 2010: 4).

Hukukun üstünlüğü (RL): Toplumun kuralları kabullenme ve uyma derecesi ile suç işleme ve şiddete başvurma ihtimalleri, mülk edinme ve mülkiyet hakkı güvencesi, sözleşmelerden doğan yaptırımların mekanizmaların kalitesi ve uygulanabilirliği ile bu bağlamda güvenlik teşkilatı ve mahkemeleri de içeren adli sistemin etkin ve tarafsız şekilde çalışması gibi değişkenleri kapsamaktadır (Kaufmann vd. 2010: 4).

İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik (VA): Birbiriyle ilintili olan, fikir hürriyeti, özgür basın algısı, örgütlenme hakkı, dernek kurma hakları ile siyasi sorumluluk, siyasi katılımçılık gibi değişkenleri içermektedir (Kaufmann vd. 2010: 4).

Tablo 2. Tanımlayıcı istatistikler

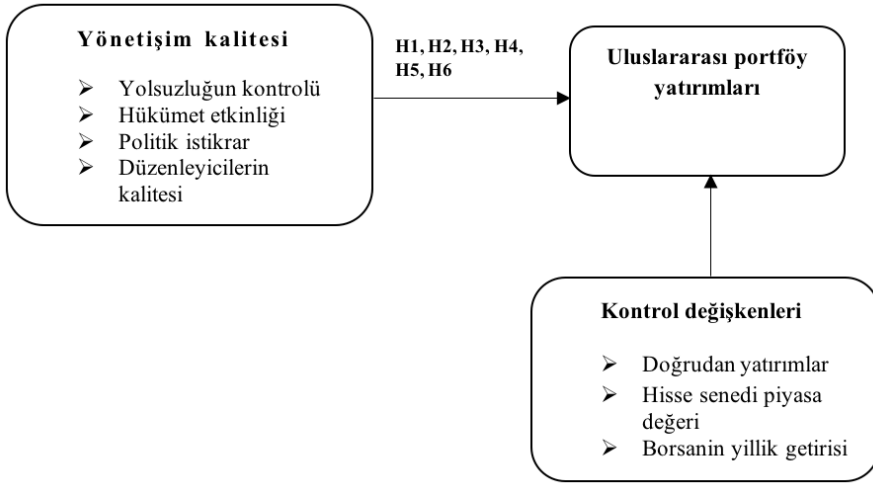
Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
UPY	306	.004	.011	-.047	.055
DYY	306	.0297	.061	-.468	.549
HSPD	306	24.364	23.502	.2678	135.803
HSGETIRI	306	14.697	27.290	-38.786	169.912
CARI	306	-.522	4.693	-15.188	16.526
CC	306	-.139	.554	-1.145	1.592
GE	306	.188	.486	-.877	1.275
PV	306	-.457	.782	-2.375	1.261
RQ	306	.223	.577	-1.074	1.539
RL	306	-.041	.581	-.970	1.433
VA	306	.148	.632	-1.284	1.293

Tablo 2’de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Kontrol değişkenleri içerisinde yer alan, borsaların yıllık getirileri (HSGETIRI) ile hisse senetlerinin toplam değerinin GSYİH içindeki payını gösteren (HSPD) değişkenlerin standart sapmalarının çok yüksek olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler içerisinde yer alan yönetim göstergeleri -2.5 ile +2.5 arasında değer almaktadır. Tablo 2’ye bakıldığında bağımsız değişkenlerden, politik istikrar (PV) ve ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik (VA) değerlerinin standart sapmalarının yüksek olduğu izlenmektedir.

4.3 Veri Analizi

Şekil 1’de çalışmanın teorik modeli görülmektedir. Teorik modelde uluslararası portföy yatırımları bağımlı değişken, yönetim kalitesinin bağımsız değişken, makroekonomik ve finansal etkilerin kontrol değişkenleri olduğu görülmektedir. Çalışmada araştırılan hipotezleri sınamak amacıyla aşağıdaki modeller oluşturulmuştur.

Şekil 1: Teorik model



Model 1:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Model 2a:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5CC_{t,i} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5CC_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Model 2b:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5GE_{t,i} + \varepsilon_{i,t}$$

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5GE_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Model 2c:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5PV_{t,i} + \varepsilon_{i,t}$$

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5PV_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Model 2d:

$$\begin{aligned} UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RQ_{i,t} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

Model 2e:

$$\begin{aligned} UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

Model 2f:

$$\begin{aligned} UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5VA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ UPY_{i,t} &= \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5VA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

Denklemlerde, UPY bağımlı değişkeni, X_k bağımsız değişkenleri, α_1 sabit terimi, "i" ülkeleri, "t" 2002-2018 dönemindeki her bir yılı, ε ise hata terimini göstermektedir.

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, Ahmad (2015), Emir ve Kutlu (2015) portföy yatırımları ve DYY'ın birbirini etkilediğini; Waqas vd. (2015) portföy yatırımları ve DYY arasında negatif bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Clark ve Berko (1996), Egly vd. (2010) yaptıkları çalışmalarda hisse senedi getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. İMKB (1994), Gümüş (2010), İskenderoğlu ve Karadeniz (2011), Gümüş vd. (2013), Bhatia ve Kishor (2015), Şenol ve Selahattin (2018) borsa getirisi ile portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. De Santis ve Lührmann (2006), Keskin (2008), cari açık ile portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. Kontrol değişkenleri ve beklenen etkileri literatürde yer alan çalışmalardan yola çıkılarak oluşturulmuştur. Yönetişim kalitesi ve portföy yatırımları arasında beklenen etkiler ise iyi bir yönetişimin uluslararası portföy yatırımlarını çekeceği düşüncesiyle oluşturulmuştur. Tablo 3'te araştırmanın hipotezleri ve beklenen etkileri listelenmiştir.

Tablo 3. Hipotezlerin gösterimi

Hipotezler	Beklenen Etki
Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+
Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+
Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+

Hipotez 4: Düzenleyicilerin kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+
Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+
Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+
Kontrol Değişkenleri:	
Doğrudan yatırımlar	-
Hisse senedi piyasa değeri	+
Borsanın yıllık getirisi	+
Cari işlemler dengesi	-

5. Ampirik Bulgular

Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizinde bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı önem taşımaktadır. Çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığı korelasyon analizi ve varyans genişlik faktörü (VIF) testi ile incelenmektedir. Korelasyon analizine ilişkin sonuçlar Tablo 4' te ve VIF analizlerine ilişkin sonuçlar Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 4. Değişkenler arasındaki korelasyon değerleri

	UPY	DYY	HSPD	HSGETIRI	CARI	CC	GE	PV	RQ	RL	VA
UPY	1										
DYY	-0.12*	1									
HSPD	0.22*	-0.02*	1								
HSGETIRI	0.10*	-0.00*	0.03*	1							
CARI	-0.14*	-0.05*	0.13*	0.16*	1						
CC	0.17*	0.19*	0.01*	-0.10*	-0.20*	1					
GE	0.15*	0.13*	0.15*	-0.21*	0.02*	0.83	1				
PV	0.08*	0.14*	-0.04*	-0.14*	-0.10*	0.70	0.69	1			
RQ	0.12*	0.21*	-0.01*	-0.23*	-0.20*	0.84	0.82	0.64	1		
RL	0.17*	0.16*	0.15*	-0.19*	-0.19*	0.88	0.86	0.72	0.82	1	
VA	0.23*	0.10*	-0.15*	-0.11*	-0.44*	0.68	0.53	0.64	0.59	0.69	1

Değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının yüksek olması çoklu doğrusal bağlantı problemine yol açabilmektedir (Vupa ve Alma, 2008: 42). Ancak analiz sonuçlarında, yönetim göstergelerinin kendi aralarındaki değerleri hariç, değerlerin 0.23'ün altında olduğu görülmektedir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre çoklu bağlantı problemi bulunmamaktadır.

Tablo 5. Bağımsız değişkenlerin VIF değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
DYY	1.07	0.9385
HSPD	1.28	0.7823
HSGETIRI	1.17	0.8513
CARI	1.76	0.5671
RL	7.80	0.1282
CC	7.48	0.1336
GE	6.87	0.1457
RQ	4.90	0.2041
VA	2.82	0.3551
PV	2.74	0.3650
Ortalama VIF	3.79	

VIF değerinin 10'dan büyük olması çoklu bağlantı problemi olduğunu göstermektedir (Freund, Wilson, Sa, 2006). Ancak tablodaki tüm VIF değerleri 10'dan küçüktür bu da çoklu bağlantı problemi olmadığını göstermektedir. Yönetişim göstergelerinin kendi aralarındaki değerleri hariç açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0.23'ün altında bir değere sahip olması ve varyans genişlik faktörü (VIF) değerlerinin 10'dan büyük olmaması regresyon analizinin ciddi çoklu bağlantı probleminin olmadığını göstermektedir.

Panel Veri Modellerinin Tahmini

Panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağına karar vermek için olabilirlik oranı (LR) testi, F testi ve Hausman (1978) testi kullanılmaktadır. Bu testlerden sonra klasik model, sabit etkiler modeli ya da tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına karar verilecektir.

Olabilirlik oranı (LR) testi, klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmek için kullanılmaktadır. H_0 hipotezi klasik model doğrudur, şeklinde kurulmaktadır. Olabilirlik oranı (LR) hesaplanırken tesadüfi etkiler modeli ve klasik model en çok olabilirlik değeri tahmin edilmekte ve her ikisinden elde edilen log-olabilirlik değerleri kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 168). Tablo 6'da LR testinin sonuçları görülmektedir.

Tablo 6. LR testi sonuçları

	Ki Kare Değeri	Olasılık Değeri
Model 1	21.42	0.0000
Model2a	16.25	0.0003
Model 2b	15.83	0.0004
Model 2c	18.47	0.0001
Model 2d	16.14	0.0003
Model2e	16.61	0.0002
Model 2f	12.58	0.0019

Olabilirlik Oranı (LR) testinde, birim ve zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu, bir başka ifade ile iki yönlü modelin uygun olmadığı temel hipotezi sınanmaktadır. H_0 reddi için birim veya zaman etkilerinde birisinin sıfırdan farklı olması yeterlidir. Tablo 6'daki sonuçlara baktığımızda tüm modeller için H_0 reddedilmelidir. Test sonuçlarına göre H_0 hipotezi %5 anlam düzeyinde reddedilmiştir. Tablo 6'daki LR testinin sonuçlarına bakıldığında modelde birim etkinin olduğu ve modelin klasik modele uygun olmadığı görülmektedir.

Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleri arasında seçim yapabilmek için F testi de kullanılabilir. F testi de zaman ve birim etkinin varlığını test etmektedir (Tatoğlu, 2013: 184). Verinin birimlere göre farklılık göstermediği durumda klasik model uygulanabilir. H_0 hipotezi klasik model doğrudur, şeklinde kurulmaktadır. Tablo 7'de F testi sonuçları görülmektedir.

Tablo 7. F Test istatistikleri sonuçları

	F İstatistiği	İstatistik Değeri
Model 1	2.55	0.0008
Model 2a	2.02	0.0103
Model 2b	1.91	0.0169
Model 2c	2.25	0.0035
Model 2d	2.13	0.0063
Model 2e	2.13	0.0063
Model 2f	1.52	0.0869

Tablo 7'deki F testi sonuçlarına bakıldığında tüm modeller için olasılık değerleri 0.10'dan küçüktür. Bu nedenle H_0 hipotezi reddedilerek, klasik modelin uygun olmadığı tespit edilmiştir. LR testi ve F testi sonuçlarına göre kurulan modellerde zaman ve birim etki birlikte bulunmaktadır, dolayısıyla çalışmanın klasik modele uygun olmadığı görülmektedir. Bundan sonra Hausman (1978) testi uygulanarak uygun

model belirlenecektir. Bu testte tesadüfi etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden sıfır hipotezi sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden alternatif hipoteze karşı sınanmaktadır. Tablo 8’de Hausman testi sonuçları görülmektedir. Hausman testi sonuçlarına bakıldığında tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olduğu görülmektedir.

Tablo 8. Hausman testi sonuçları

	Ki Kare Değeri	Olasılık Değeri
Model 1	8.78	0.0669
Model 2a	7.04	0.2180
Model 2b	9.89	0.0783
Model 2c	11.08	0.0499
Model 2d	9.96	0.0764
Model 2e	8.94	0.1114
Model 2f	7.06	0.2160

Heteroskedastite ve Otokorelasyonun Test Edilmesi

Panel veri analizinde birimler yer aldığı için birim içi otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sıklıkla görülmektedir. Bununla birlikte birim içi heteroskedastite çok önemli problem değil iken genelde birimlere göre heteroskedastite ile karşılaşmaktadır. Birim içi ve birimlere göre homoskedastite ve dönemsel ve uzamsal korelasyonsuzluk varsayımlarından birisinden bile bir sapma olması durumunda tahminci etkin olmamaktadır (Tatoğlu, 2013, 222).

Tesadüfi etkiler modeli için heteroskedastite Levene, Brown ve Forsythe testiyle araştırılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 222). Çalışmada, tesadüfi etkiler modeli için heteroskedastitenin varlığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi ile incelenmiş olup sonuçlar Tablo 9’da gösterilmiştir. Otokorelasyonun varlığı ise Baltagi ve Wu (1999) ve Durbin-Watson testleri ile incelenmiş ve sonuçları Tablo 10’da gösterilmiştir.

Tablo 9. Levene, Brown ve Forsythe’nin test istatistikleri sonuçları

Test istatistikleri	F Tablosu
W0 = 7.3660663 df(17, 288)	0.0000
W50 = 6.8379926 df(17, 288)	0.0000
W10 = 7.2805984 df(17, 288)	0.0000

Tablo 9’a bakıldığında “birimlerin varyansları eşittir” şeklinde kurulan H0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir, bu sonuç heteroske-

dasitenin var olduğunu göstermektedir. Baltagi-Wu ve Durbin-Watson testiyle otokorelasyon testi yapılacaktır. Değerin 2'den küçük olması otokorelasyonun varlığını göstermektedir. Tablo 10'da Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğu için birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Tablo 10. Baltagi-Wu ve Durbin-Watson test istatistikleri sonuçları

	Model 1	Model 2a	Model 2b	Model 2c	Model 2d	Model 2e	Model 2f
Durbin-Watson	1.8155	1.8190	1.8139	1.8150	1.8205	1.8211	1.8333
Baltagi-Wu LBI	1.8748	1.8809	1.8737	1.8741	1.8806	1.8811	1.8931

Test sonuçlarına göre modelde hem otokorelasyon hem de heteroskedasite olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Model, heteroskedasite ve otokorelasyon içeriyorsa dirençli standart hatalar elde edecek şekilde tekrardan tahmin yapılmalıdır (Tatoğlu, 2013: 241). Bu çerçevede oluşturulan model, Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tahmincisi ile yeniden tahmin edilmiştir.

Tablo 11. Arellano, Froot, Rogers dirençli tahmincileri ile modelin test edilmesi

Model	Değişken	Katsayı	Standart Hata	Z değeri	Olasılık değeri	Wald ki kare	P > ki kare	R kare içinde arasında genel
Model 1	DYY	-.0208	.0051	(-4.09)***	0.000	21.34	0.0003	0.0460 0.4291 0.1121
	HSPD	.0001	.0001	(2.59)*	0.010			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.62)***	0.009			
	CARI	-.0001	.0001	(-3.14)***	0.002			
Model 2a	DYY	-.0257	.0056	(-4.54)***	0.000	22.28	0.0005	0.0483 0.6105 0.1421
	HSPD	.0001	.0001	(2.77)***	0.006			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.61)***	0.009			
	CARI	-.0004	.0001	(-2.78)***	0.005			
	CC	.0036	.0011	(3.19)***	0.001			

Model 2b	DYY	-.0238	.0047	(-5.02)***	0.000	26.54	0.0001	0.0483 0.6105 0.1421
	HSPD	.0001	.0002	(2.28)**	0.022			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.79)***	0.005			
	CARI	-.0005	.0002	(-2.82)***	0.005			
	GE	.0039	.0012	(3.29)***	0.001			
Model 2c	DYY	-.0225	.0051	(-4.37)***	0.000	23.41	0.0003	0.0441 0.5494 0.1256
	HSPD	.0001	.0001	(2.78)***	0.005			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.79)***	0.010			
	CARI	-.0005	.0001	(-3.19)***	0.001			
	PV	.0014	.0009	(1.60)	0.110			
Model 2d	DYY	-.0246	.0056	(-4.42)***	0.000	21.64	0.0006	0.0515 0.5526 0.1355
	HSPD	.0001	.0001	(2.44)*	0.015			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.78)***	0.005			
	CARI	-.0004	.0002	(-2.79)***	0.005			
	RQ	.0031	.0011	(2.75)***	0.006			
Model 2e	DYY	-.0236	.0047	(-5.05)***	0.000	25.95	0.0001	0.0527 0.5268 0.1355
	HSPD	.0001	.0001	(2.13)**	0.033			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.70)***	0.007			
	CARI	-.0004	.0001	(-2.51)*	0.012			
	RL	.0032	.0011	(2.89)***	0.004			
Model 2f	DYY	-.0246	.0044	(-5.58)***	0.000	49.08	0.0000	0.0526 0.6996 0.1688
	HSPD	.0002	.0001	(4.23)***	0.000			
	HSGETIRI	.0001	.0001	(2.66)***	0.008			
	CARI	-.0002	.0001	(-2.03)**	0.042			
	VA	.0045	.0010	(4.34)***	0.000			

(***) %1, (**) %5 ve (*) %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Bulgular

Arellano, Froot ve Roger dirençli tahminciler ile Model 1'in test edilmesi sonucunda Tablo 11'e bakıldığında, UPY ile DYY ve UPY ile CARI arasında ($p < 0.05$) düzeyinde negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. HSGETIRI ile UPY arasında ($p < 0.05$) düzeyinde; HSPD ile UYP arasında ($p < 0.10$) düzeyinde pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar literatürde daha önce yapılan; İMKB (1994), Clark ve Berko (1996), De Santis ve Lührmann (2006), Egly vd. (2010), Gümüş (2010), İskenderoğlu ve Karadeniz (2011), Gümüş vd. (2013), Bhatia ve Kishor (2015), Ahmad (2015), Kutlu ve Emir (2015) Waqas vd. (2015), Şenol ve Selahattin (2018) çalışmalarıyla uyumludur.

Model 2a, hipotez 1'i test etmek amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 1, yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında hipotez 1'in ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 1 kabul edilmektedir. Bu sonuç önceden yapılmış olan, Le ve Rishi (2006), Chipalkatti vd. (2007), Baek ve Yang (2008), Adesoye ve arkadaşlarının (2012) çalışmaları ile tutarlıdır.

Model 2b, hipotez 2'yi test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 2, hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında hipotez 2'nin ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 2 kabul edilmektedir. Bu sonuç önceden yapılmış olan Le ve Zak (2006) Adesoye ve arkadaşlarının (2012) çalışmaları ile tutarlılık göstermektedir.

Model 2c, hipotez 3'ü test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 3, politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında ($p > 0.10$) olduğundan hipotez 3 desteklenmemiştir. Politik istikrar ve şiddetsizlik göstergesi uluslararası portföy yatırımlarını istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemediği görülmektedir. Bu sonuç önceden yapılmış olan Quazi (2004), Le ve Zak (2006) çalışmaları ile uyumlu değildir.

Model 2d, hipotez 4'ü test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 4, düzenleyicilerin kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında hipotez 4'ün ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Bu sonuç, Aggarwal vd. (2005), Quazi (2004), Baek ve Yang (2008), Agyemang vd. (2016) çalışmalarını desteklemektedir.

Model 2e, hipotez 5'i test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 5, hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında hipotez 5'in ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuç, Chan vd. (2005) Aggarwal vd. (2005), Leuz vd. (2009), Agyemang vd. (2016) çalışmaları ile uyumludur.

Model 2f, hipotez 6'yı test etmek amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 6, ifade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 11'e bakıldığında hipotez 6'nın ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Fikir hürriyetinin olması, basın özgür olması, örgütlenme hakkının varlığı, siyasi katılım ve hesap verebilirlik uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilemektedir. Tablo 12'de hipotezlerin özet gösterimi verilmektedir.

Tablo 12. Hipotezlerin özet gösterimi

Hipotezler:	Beklenen Etki	Bulunan Etki	Desteklenme Durumu
Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	+	Desteklendi
Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	+	Desteklendi
Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	/	Desteklenmedi
Hipotez 4: Düzenleyicilerin kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	+	Desteklendi
Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	+	Desteklendi
Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.	+	+	Desteklendi
Kontrol Değişkenleri			
Doğrudan yabancı yatırım.	-	-	Desteklendi
Hisse senedi piyasa değeri.	+	+	Desteklendi
Borsanın yıllık getirisi	+	+	Desteklendi
Cari işlemler dengesi	-	-	Desteklendi

6. Sonuç

Tasarruflarının yetersiz olmasından dolayı gerekli kalkınmayı sağlayamayan gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarını uluslararası portföy yatırımları ya da doğrudan yabancı yatırımlar ile finanse etmelerinin gerekliliği literatürde incelenmiştir. Portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerin tasarruf eksikliklerini giderek, büyümelerini sağladığı, ödemeler dengesinin iyileşmesine katkıda bulunduğu, yatırımları arttırdığı, etkin kaynak dağılımını sağladığından söz edilebilir.

Yukarıda da belirtilen nedenlerden dolayı uluslararası portföy yatırımları gelişmekte olan ülkeler için önemli bir ekonomik olgudur. Bu çalışmada, gelişmekte olan 18 ülke ve 2002-2018 yılları için, panel veri analizi yöntemiyle, yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu kapsamda yapılan literatürdeki çalışmalardan farklı olarak yönetim kalitesinin göstergesi olarak dünya yönetim göstergeleri kullanılmıştır.

Panel veri analizi sonucunda kontrol değişkenleri olarak modelde yer alan DYY, cari işlemler dengesi, hisse senedi piyasa büyüklüğü ve borsa getirisinin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkilerinin literatürdeki sonuçlarla uyumlu olduğu görülmüştür. Uluslararası portföy yatırımlarını en çok DYY'nin negatif etkilediği görülmektedir. DYY'dan sonra cari açığın uluslararası portföy yatırımlarını negatif yönlü olarak etkilediği gözlemlenmiştir. Hisse senedi piyasa büyüklüğü ve borsa getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında doğrusal bir ilişki olduğu; borsa getirisinin etkisinin hisse senedi piyasası büyüklüğünden daha çok etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Yönetim kalitesi göstergesi olarak Dünya Bankası tarafından oluşturulan dünya yönetim göstergeleri endeksi kullanılmıştır. Yapılan analizlerde, yolsuzluğun kontrolü (CC), hükümet etkinliği (GE), düzenleyicilerin kalitesi (RQ), hukukun üstünlüğü (RL) ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik (VA) değişkenlerinin UPY ile istatistiksel olarak anlamlı ve kuramsal beklentilere uygun katsayı işaretine sahip olduğu görülmüştür. Politik istikrar (PS) ile UPY arasında ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Analizler sonucunda ifade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin en yüksek katsayıya sahip olduğu görülmüştür. Fikir hürriyeti, basın özgür olması, örgütlenme hakkının varlığı, siyasi katılım ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. İfade

özgürlüğü ve hesap verebilirliği, hükümet etkinliği takip etmiştir. Kamu hizmetlerinin kalitesinin yükselmesi, kamu hizmetlerinin siyasi baskılardan uzak sunulması, kamu politikalarının oluşturulması ve kamu hizmetlerinin sunulmasının etkinliğinin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. Le ve Zak (2006) ve Alfaro vd. (2008) belirttiği gibi, tutarlı kamu politikaları uygulamaları uluslararası portföy yatırımcısını çekmede önemli bir faktördür.

Hükümet etkinliğinden sonra yolsuzluğun kontrolü gelmektedir. Kamu gücünün elitlerin çıkarı için kullanılmaması, şeffaf bir yönetim bürokratik sürecin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmektedir. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik, kamu yöneticilerine hesap sormaya, sorumlulukları konusunda baskı yapmayı da kapsamakta dolayısıyla yolsuzluğun kontrolünü de içinde barındırmaktadır. İki sonuç birlikte değerlendirildiğinde yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları için önemli olduğu görülmektedir. Le ve Rish (2006), Chipalkatti vd. (2007), Baek ve Yang'ın (2008) belirttiği gibi, şeffaflığın var olduğu, yolsuzluğun kontrol edildiği ülkeler uluslararası yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Yolsuzluğun kontrolünü hukukun üstünlüğü takip etmektedir. Adli sistemin etkin ve tarafsız olması, mülkiyet haklarına saygı gösterilmesi, yargı bağımsızlığı gibi faktörlerin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. Aggarwal ve arkadaşlarının (2005) ve Chan ve arkadaşlarının (2005) belirttiği gibi, mülkiyet haklarının güvence altında olduğu, etkin bir adalet sistemine sahip ülkeler yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Düzenleyici kalitesi sırasıyla portföy yatırımlarına etki eden diğer yönetim göstergesidir. Hükümetin gerek kamu kesimine gerekse özel kesime yönelik yaptığı düzenlemelerin kalitesi ve etkinliği, hükümetin kamu ve özel kesimi formüle etme yeteneği, sunulan teşvikler uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir. Quazi (2004), Baek ve Yang (2008), Agyemang vd. (2016) belirttiği gibi vergi sisteminin iyi olması, teşvikler, finansal özgürlükler, düzenleyici kalitesinin iyi olması uluslararası portföy yatırımcısını çekmede önemli bir faktördür.

Uluslararası portföy yatırımları ve yönetim kalitesi arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile ele aldığımız bu çalışmanın sonuçlarına göre yönetim kalitesinin artması uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen sonuçlar, uluslararası portföy yatırımcılarının yüksek düzeyde yatırımcı koruması olan ülkelere, dolayısıyla

yönetişim kalitesinin yüksek olduğu ülkelere yatırım yapmayı tercih ettiklerini belirten La Porta vd. (1997, 1998, 2000), Aggarwal vd. (2005) Li ve Filer (2007), Aggarwal vd. (2009), Leuz vd. (2009), Abdioglu vd. (2013) çalışmaları ile uyumludur.

Analizler sonucunda politik istikrar hariç yönetim göstergeleri kalitesinin yüksek olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmaması literatürdeki sonuçlar ile uyumlu değildir. Ancak şunu unutmamak gerek ki yatırımcılar çoğu zaman yüksek kar elde etme dürtüsüyle hareket etmektedirler. Bu durumlarda bazen kar iştahı riskin önüne geçebilmektedir. Ayrıca portföy yatırımları yapıları itibariyle hızlı hareket edebilmekte, meydana gelebilecek bir olumsuz durumda ülkeyi çok hızlı terk edebilmektedir.

Kaynakça

- Abdioglu, N., Khurshed, A. & Stathopoulos, K. (2013). Foreign institutional investment: Is governance quality at home important? *Journal of International Money and Finance*, 32, 916–940.
- Adesoye, A. B., Maku, A. E., & Atanda, A. A. (2012). Capital Flight and Investment Dynamics in Nigeria: A Time Series Analysis (1970-2006), MPRA Paper No. 35836. Erişim adresi: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35836/>.
- Aggarwal, R., Klapper, L. & Wysocki, P. D. (2005). Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Journal of Banking and Finance*, 29, 2919–2946.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. & Williamson, R. (2009). Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences. *Review of Financial Studies*, 22, 3131–3169.
- Aggarwal, R., Klapper, L., Erel, I., Ferreira, M. & Matos, P. (2011). Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Agyemang, O. S., G. Fantini, & A. Ansong (2016). Unearthing the Integral Determinants of Foreign Ownership Prevalence of Companies in Africa: Role of Country-Level Governance. *Journal of African Business*, 17(2), 225–253. <http://dx.doi.org/10.1080/15228916.2016.1145179>.
- Ahmad, F., D. M. Umar & Y. Su-chang. (2015). Determinants of Foreign Portfolio Inflows: Analysis and Implications for China. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), 66-76.
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan & V. Volosovych (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? an Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368. <http://dx.doi.org/10.1162/rest.90.2.347>.
- Arellano, Manuel. (1987). Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49: 431-34.
- Babaoğlu, D. (2005). *Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara.
- Baek, S. & D. Yang. (2008). Empirics on Capital Flight. *Journal of Economic Literature*, 1-40. Erişim adresi: <http://www.kmfa.or.kr/paper/econo/2008/4.pdf>
- Bayramoğlu, S. (2004). *Yönetişim ve Demokrasi İlişkisinde Siyasal İktidar Sorunu: Türkiye'de Bağımsız Düzenleyici Kurumlar (Yayımlanmamış Doktora Tezi)*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Bhatia, A., & Kishor, N. (2015). Linkages of foreign portfolio investments and stock market indices: Evidence from BRICS nations. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 19(1), 1-21.
- Cengiz, V., & Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal of Economic & Administrative Studies*, 8(15), 327-344.
- Chan, K., Covrig, V. & Ng, L. (2005). What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide. *Journal of Finance*, 60 (3), 1495-1534.

- Chipalkatti, N., Q. V. Le, & M. Rishi. (2007). Portfolio Flows to Emerging Capital Markets: Do Corporate Transparency and Public Governance Matter? *Business and Society Review*, 112 (2), 227–249. <http://dx.doi.org/doi:10.1111/basr.2007.112.issue-2>.
- Clark, J. & E. Berko. (1996). Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico. Federal Reserve Bank of New York, Research Paper No:9635.
- De Santis, R. & M. Lührmann. (2006) ECB Working Paper on the Determinants of External Balances and Net International Portfolio Flows, No.651.
- Egly, P. V., Johnk, D. W. & D. P. Liston. (2010). Foreign Portfolio Investment Inflows to the United States: The Impact of Investor Risk Aversion and US Stock Market Performance. *North American Journal of Finance and Banking Research*, 4(4), 25-41.
- Emir, M. & M. Kutlu. (2015). Causality Between Foreign Direct Investment And Portfolio Investment Volatility. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 15, 269-278.
- Fernandez-Arias, E., & Montiel, P. J. (1996). The surge in capital inflows to developing countries: an analytical overview. *The World Bank Economic Review*, 10(1), 51-77.
- Ferreira, M. A. & Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 499–533.
- Freund, R., Wilson, W., & Sa, P. (2006). Regression analysis. Elsevier.
- Froot, K. A. (1989). Consistent covariance matrix estimation with cross-sectional dependence and heteroskedasticity in financial data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24: 333-355.
- Giannetti, M., & Simonov, A. (2006). Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices. *The Journal of finance*, 61(3), 1507-1547.
- Gümüş, G., A. Duru & B. Güngör. (2013). The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*, 9(34), 209-226.
- Hattari, R., & Rajan, R. S. (2011). How different are FDI and FPI flows?: Distance and capital market integration. *Journal of Economic Integration*, 499-525.
- İMKB (1994). Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye. İMKB Yayın No:3. İstanbul.
- İskenderoğlu, Ö. & E. Karadeniz. (2011). İMKB 100 Endeksi Getirisi ile Yabancı Portföy Yatırımları Arasındaki İlişkinin Analizi. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1), 123-134.
- Kaufmann, D., Kraay, A. & M. Mastruzzi. (2010). Response to What Do The Worldwide Governance Indicators Measure & Quest. *European Journal of Development Research*, 22(1), 55-58.
- Keskin, N. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 45 (526), 309-318.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 (3), 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.

- Le & Zak. (2006). Corruption and capital flight: an empirical assessment. *International Economic Journal*, 20(1), 532-540. <https://doi.org/10.1080/10168730601027161>
- Leuz, C., Lins, K. V. & Warnock, F. E. (2009). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? *Review of Financial Studies*, 22 (8), 3245-3285.
- Le, Quan & Rishi, Meenakshi. (2006). Corruption and Capital Flight: An Empirical Assessment. *International Economic Journal*, 20, 523-540. <https://doi.org/10.1080/10168730601027161>
- Li, S., & L. Filer. (2007). The Effects of the Governance Environment on the Choice of Investment Mode and the Strategic Implications. *Journal of World Business*, 42 (1), 80-98. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2006.11.006>.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C. (books.google.com.tr).
- Miguel, P.C. (2008). Portfolio Management and New Product Development Implementation: A Case Study In A Manufacturing firm. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 25(1), 10-23.
- Obstfeld, M. (2008). *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?* CGD Working Paper, No: 34, pp.1-52.
- Quazi, R. M. (2004). Foreign Aid and Capital Flight in Bangladesh. *Journal of Asia Pacific Economy*, 9(3), 370-393.
- Rogers, William H. (1993). sg17: Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*, 13: 19-23.
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Şenol, Z., & Selahattin, K. O. Ç. (2018). Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin VAR Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 21, 1-20.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası finans*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu, Y. F., *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*, 2nd Ed.; Beta Basım Yayım Dağıtım: İstanbul, Turkey, 2013.
- UNCTAD. (1999). *Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)*. Erişim adresi: <https://unctad.org/en/Docs/pogdsdfsbd5.pdf>.
- Waqas, Y. S. H., Hashmive M. Nazir. (2015). Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility: A case of South Asian countries. *Future Business Journal*, 1, 65-74.
- World Bank (1992). *Governance and Development*. Washington, D.C.
- World Bank (2018). *The Worldwide Governance Indicators*. Erişim adresi: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>