

YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI İLE DÖVİZ KURU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYENİN VERGİLENDİRİLMESİ

Arş. Gör. Salih ARSLAN

Dumlupınar Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, (saliharlandpu@hotmail.com)

Prof. Dr. Macide ÇİÇEK

Dumlupınar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, (macide.cicek@dpu.edu.tr)

ÖZET

Çalışmada yabancı portföy yatırımlarının bazı ekonomik faktörlere olan etkilerinden yola çıkarak Tobin vergisinin Türkiye için gereklilik durumu araştırılmıştır. Türkiye'ye yönelik yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişki 2006Q1: 2016Q4 dönemi ele alınarak VAR analizi ile test edilmiştir. Etki-tepki fonksiyonu çerçevesinde ise Tobin vergisinin etkinliği ve gerekliliği incelenmiştir. Analizler sonucunda yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun döviz kurunu %3 düzeyinde düşürdüğü tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre ise döviz kurunu gelecekte etkilemesi beklenen en önemli değişken %38'lik pay ile yabancı portföy yatırımlarıdır. Bulgular ışığında yabancı portföy yatırımlarının döviz kuru üzerinde çok etkili olduğu gözlemlenmektedir. Dolayısıyla bu etkinin kontrol altına alınabilmesi için Türkiye'de Tobin vergisinin gerekli olduğu söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Portföy Yatırımları, Döviz Kuru, Tobin Vergisi, VAR Analizi.

THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS AND EXCHANGE RATE: TAXATION OF FOREIGN CAPITAL IN TURKEY

ABSTRACT

In the study, the necessity of Tobin tax for Turkey was investigated. This research was carried out by removing the effects of foreign portfolio investments on some economic instruments. The relationship between foreign portfolio investments and the exchange rate was tested with the VAR analysis for the period 2006Q1: 2016Q4. The effectiveness and necessity of the Tobin tax has been examined in the framework of the effect-response function. As a result of the analyzes, it was determined that a shock coming from foreign portfolio investments affected the exchange rate negatively. According to the variance decomposition results, the most important variable expected to affect the foreign exchange rate in the future is foreign portfolio investments with a share of 38%. In the light of bullies, it is observed that foreign portfolio investments are very influential on the exchange rate. Therefore, to be able to control this effect, it can be said that Tobin tax is necessary in Turkey.

Keywords: Foreign Portfolio Investments Exchange Rate, Tobin Tax, VAR Analysis.

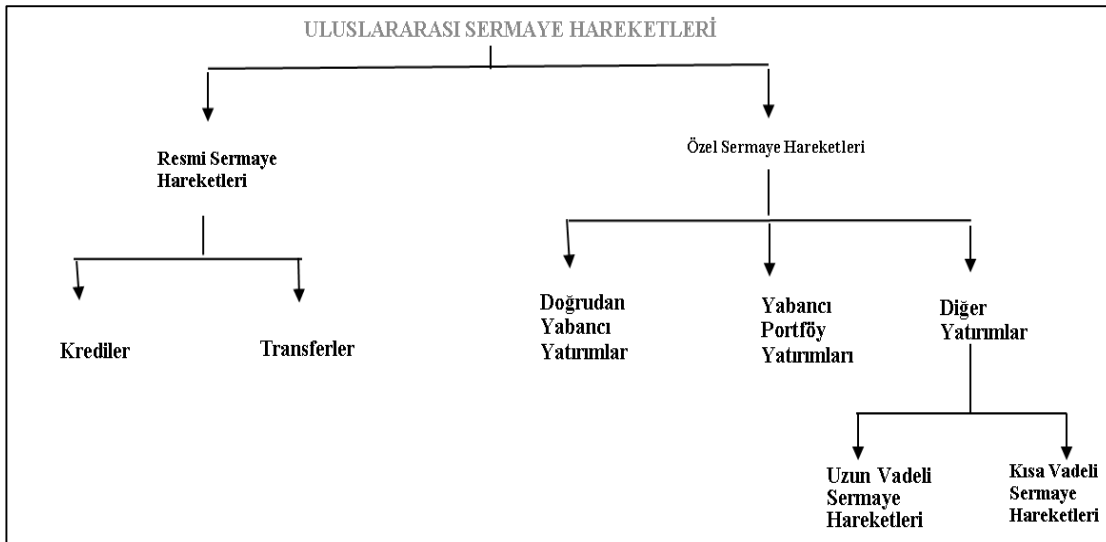
1. Giriş

Küreselleşmeye ekonomik açıdan bakıldığında uluslararası reel piyasa ve uluslararası finansal akımlar bakımından gelişimi dikkat çekmektedir (Seyidoğlu, 2003: 142). Dünya piyasalarında görülen küreselleşmenin etkisiyle uluslararası sermaye hareketlerinde önemli ölçüde gelişmeler kaydedilmiştir. 1970'li yıllara kadar uluslararası sermaye akımlarının hareket serbestiyeti, çeşitli engellemelerden dolayı kısıtlanmaktaydı. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından uluslararası sermaye hareketleri özellikle gelişmiş ülkelerde serbestleştirilmeye başlanmıştır (Schularick, 2006). 1980'li yıllardan itibaren, Dünya Bankası (IBRD) ve IMF'in (Uluslararası Para Fonu) desteği ile gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler de sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin fon ihtiyacı giderek artarken, sanayileşerek hızla gelişen ülkelerde ise fon fazlalığı ortaya çıkmıştır. Bu fon fazlalığını değerlendirebilmek için gelişmekte olan ülke piyasaları, yatırımcılar açısından cazip bir kazanç merkezine dönüşmüştür. Gelişmekte olan ev sahibi ülkeler ise elde ettikleri yabancı sermaye ile hem yatırımlarını artırma hem de cari açıklarını kapatma imkanına kavuşmuşlardır. Böylece gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeyi çekebilmek için adeta yarışır duruma gelmişlerdir. Ancak bu gelişmeler sermaye hareketleri içinde faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmeyi amaçlayan ve ülkeler arasında kayabilen spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinde artışa sebep olmuştur (Ekinci, 2011, s. 3). Böylece spekülasyon amaçlı kullanılabilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik istikrarsızlık yaratabildiği görülmüştür (Kalkan, 2002). Bu istikrarsızlıkların başında ödemeler dengesinin sağlanamaması ve yabancı sermaye akımlarının reel döviz kurunda yaratabileceği dalgalanmalar gelmektedir. Bir ekonomide yabancı sermaye akımlarında meydana gelen ani düşüşler reel döviz kuruna değer kaybettirir. Bu kaybın sona ermesi ise ekonomiler arasındaki kaynak transferine bağlıdır (Edwards, 1988).

Ülkelerin sermaye hesabını serbestleştirmesinin temel nedeni ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Ancak ekonomi politikalarının başarısızlığı durumunda portföy yatırımları gibi sıcak sermaye yatırımlarının kontrolü zorlaşmaktadır. Buna binaen sıcak sermayeye sahip yabancı yatırımcıların hızlı hareket kabiliyetlerinden dolayı, bu sermayeler aniden yer değiştirebilmektedir. Böylece ekonomik politikaların yanlış uygulanmasına sıcak sermayenin hareket hızı da eklenince, ekonomideki bir şok durumunda söz konusu sermayeler ani bir hareketle ülkeyi terk ederek finansal krizlere sebep olabilmektedir. Bu sebeple yabancı sermaye akımlarının fayda ve zarar düzeyi araştırılarak gerekirse önlemler alınması gerekmektedir.

Uluslararası sermaye yatırımları, kişi veya kuruluşların ulusal sınırların dışında yaptıkları fiziki yatırımlarla, sınır ötesine aktarılan finansal fonlardan oluşmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 406). Uluslararası sermaye yatırımları birçok alt başlıktan oluştuğu ve literatürde de farklı gruplandırmalarda bulunduğu için karmaşık bir hal almıştır. Şekil -1'de uluslararası sermaye hareketleri ve bu sermayeyi oluşturan alt başlıklar yer almaktadır. IMF, Berksoy ve Saltoğlu (1998) ile Seyidoğlu, (2007)'nin çalışmalarından faydalanılarak uluslararası sermaye hareketleri Şekil-1'deki gibi kategorize edilebilir.

Şekil 1: Uluslararası Sermaye Hareketleri



Özel sermaye hareketleri kısmında yer alan yabancı portföy yatırımları uluslararası sermaye hareketleri içerisindeki payını sürekli artırmaktadır. Hisse senedi, tahvil, bono gibi yatırım araçlarını kapsayan yabancı portföy

yatırımları şu şekilde tanımlanmaktadır; doğrudan yatırım ve rezerv varlıkların haricinde borç enstrümanları ve hisse senedi şeklindeki menkul kıymetleri içeren uluslararası işlem ve pozisyonlardır (IMF, 2009: 110).

1970’li yıllarda dünyada yaşanan petrol krizleri, ülke içindeki dış ticaret kısıtlamaları, iç karışıklık, Kıbrıs barış hareketi, Amerikan ambargosu gibi siyasi ve ekonomik sorunlar sonucu döviz darboğazına giren Türkiye 1989 yılında aldığı 32 sayılı karar ile kambiyo rejimini tamamen serbest hale getirmiş ve uluslararası finansal sermaye hareketlerinin önündeki tüm engelleri kaldırmıştır. Bu yıllarda üç hanelere kadar uzanan enflasyon oranlarının üzerinde seyreden yüksek faiz oranlarından dolayı düşük miktardaki iç tasarruflar reel yatırımlardan çok finansal yatırımlarda değerlendirilmiştir. Finansal liberalleşmeyle birlikte birdenbire sıcak sermaye hareketlerinin giriş çıkışına maruz kalan Türkiye’de, döviz kurlarının dengesi bozulmuş ve oldukça zayıf bir yapıya sahip olan ekonomi daha da sarsıntı içine sürüklenerek kriz sürecine girmiştir. Bu durumun farkında olan yerli ve yabancı sermayedarların ülkeyi terk etmesiyle Türkiye şiddetli bir finansal krize maruz kalmıştır. Yabancı sermayenin ekonomi üzerindeki olumlu etkisinin yanı sıra olumsuz etkisini de net bir şekilde hisseden Türkiye bu tür sermayelerin olumsuzluklarından daha az etkilenebilmek için çeşitli vergilendirme yoluna gidebilir mi? Bu araştırmada yabancı portföy yatırımları ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiden yola çıkılarak bu sorunun cevabına yanıt aranmıştır. Bu doğrultuda Tobin vergisinin Türkiye için etkileri ve gereklilik durumu incelenmiştir.

Tobin vergisi; A para biriminden, B para birimine çevrilecek olan paradan binde 1 ile yüzde 1 arasında değişen bir oranda vergi alınmasıdır (Arikboğa, 2002: 42). Bu vergi oranı hem alım hem de satım işleminde, işlem amacının ne olduğuna bakılmaksızın, işlem miktarına göre tahsil edilmektedir (Saraçoğlu ve Şahan, 2004: 72). Tobin vergisinin amacı yabancı portföy yatırımları gibi spekülâtif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerini engellemektir. Bu verginin maliyeti yabancı yatırımların vadesi kısaldıkça artmaktadır. Dolayısıyla Tobin vergisi uzun vadeli yatırımlar için önemli bir maliyet oluşturmazken, kısa vadeli spekülâtif amaçlı yabancı yatırımları da engelleyici bir rol oynamaktadır. Ancak söz konusu vergilendirme tüm ülkelerin benzer oranlarda vergi uygulaması ile etkinlik kazanabilir. Eğer bazı ülkeler bu vergilendirmeye gitmezse bu durumda yabancı yatırımcılar da vergi uygulamayan ülkeleri tercih edeceklerdir (Sabır, 2002: 138).

Tablo-1’de de görüldüğü üzere Tobin vergisinde, öncelikle 2 ile çarpılan nominal vergi oranı, daha sonra ise aynı işlemin yılın her ayı, her haftası ve her günü yapıldığı varsayılarak 12, 52 ve 240 ile çarpılarak elde edilir.

Tablo 1: Tobin Vergisinin Yıllık Efektif Oranı

Nominal Vergi Oranı (5)	Efektif Vergi Oranı (Yıllık %)				
	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl	10 Yıl
0.01	1.04	0.24	0.08	0.02	0.002
0.05	5.2	1.2	0.4	0.1	0.01
0.1	10.4	2.4	0.8	0.2	0.02
0.15	15.6	3.6	1.2	0.3	0.03
0.2	20.8	4.8	1.6	0.4	0.04
0.25	26	6	2	0.5	0.05
0.5	52	12	4	1	0.1
1	104	24	8	2	0.2

2. Literatür İncelemesi

Literatürde yabancı sermaye yatırımları döviz kuru ilişkisini ele alan birçok yabancı çalışma yapılmıştır.

Craine (1989), yabancı sermaye yatırımı ile döviz kuru arasında negatif bir ilişki bulurken, Serven (2002)’de, 61 ülke için 1970-1995 dönemlerini incelediği çalışması sonucunda benzer sonuca ulaşmıştır. Barrell ve Hall (2003) ise Avrupa ülkeleri için yaptığı çalışmasında Craine (1989) ve Serven (2002)’i destekler nitelikte bulgulara ulaşmıştır. Cabellero (1991), söz konusu değişkenler arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiş, Byrne ve Davis (2003)’de sanayileşen ülkelerde döviz kurunda meydana gelen hareketlenmelerin yabancı yatırımları artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Bahmani ve Oskoe (2013) 36 ülke üzerinde yaptığı analiz sonucunda, 13 ülkede döviz kuru riski toplam yatırımlar üzerinde negatif etkiye sebep olurken, 14 ülkede negatif etkiye sebep olduğu tespit edilmiştir. Analize dahil edilen diğer ülkelerde ise belirgin bir ilişki saptanamamıştır.

Yapılan literatür araştırmalarında, yabancı sermaye yatırımları - döviz kuru ilişkisini inceleyen birçok yerli çalışma olduğu tespit edilmiştir. Ancak yabancı sermaye yatırımlarının alt dallarından biri olan yabancı portföy

yatırımları ile döviz kuru ilişkisini ele alan çalışmaya rastlanılmamıştır. Buda yapılan araştırmanın literatüre katkısı ve özgünlüğü göstermektedir.

Kar ve Tatlısöz (2008) 1980- 2003 dönemini ele aldıkları çalışmaları sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlar ile reel döviz kuru arasında negatif bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Karpuz ve Kızıltan (2014) Türkiye'ye ait 2003:01-2014:03 dönemini kapsayan araştırmalarında, reel döviz kuru ve kısa vadeli yatırımlar arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu bulgusunu elde etmişlerdir.

Organ ve Berk (2016) çalışmalarında, Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi yola çıkarak, spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik olarak ortaya atılan Tobin vergisinin etkinliği ve Türkiye'de uygulanabilirliğini araştırmışlardır. Türkiye için 2005:01 - 2014:12 dönemini VAR analiz yöntemiyle test ettikleri araştırmaları sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunu negatif olarak etkilediğini ortaya koymuşlardır. Ayrıca gelecek dönemlerde de söz konusu değişkenler arasında karşılıklı etkileşimin etkin bir şekilde devam edeceği belirlenmiştir. Benzer şekilde, Berke (2016), Türkiye'de 1994:Q4-2013:Q2 dönemi VAR yöntemi ile incelediği çalışma sonucunda, sermaye akımlarının oynaklığında bir artışın reel döviz kurunda değer kaybına sebep olduğunu belirlemiştir.

3. Veri Yöntem ve Analiz Sonuçları

Çalışmanın temel amacı, Türkiye'de 2006:Q1-2016:Q4 döneminde yabancı portföy yatırımları ile reel döviz kuru arasındaki karşılıklı etkileşimi ölçmektir. Ayrıca bu ölçümden yola çıkarak yabancı portföy yatırımları için vergilendirme politikalarının gerekliliği hakkında bilgi verilmektedir. Bu doğrultuda 2006-2016 yıllarına ait, yabancı portföy yatırımları (YPY), reel döviz kuru (REDK) ve yurtiçi faiz oranı (Faiz) değişkenlerine yönelik olarak çeyreklik veriler kullanılmıştır. Türkiye'ye ait tüm bu veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den temin edilmiştir.

Döviz kuru ve yurtiçi faiz oranı serilerinin doğal logaritmaları alınarak analizde kullanılmıştır. Yabancı portföy yatırımları serisi ise negatif değerler içerdiği için logaritmik dönüşüm yapılmamıştır.

3.1. Birim Kök Test Sonuçları

Durağan olmayan serilerle yapılan analizler sahte regresyon sorununa neden olmaktadır. Bu yüzden VAR analizinin yapılmadan önce serilerin durağanlık durumları; Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testleri kullanılarak incelenmiştir.

Seriler sabit ve trend etkilerine sahip oldukları için birim kök analizinde sabitli ve trendli yöntem tercih

edilmiştir. ADF ve PP test sonuçlarına göre, YPY ve RDK serileri düzeyde durağan olduğu, Faiz serilerinin ise durağan olmadığı belirlenmiştir. Bu yüzden serilerin farkları alınmış ve farkı alınan tüm serilerin durağan hale geldiği görülmüştür. ADF ve PP test sonuçları aşağıda Tablo-2'de verilmiştir.

Tablo 2: Birim Kök Test Sonuçları

	Sabitli	Sabitli Trend	Birinci Fark Sabitli	Birinci Fark Sabitli Trend
ADF			t-istatistiği	
YPY	-5.81108 (0.0000)	-5.844539 (-0.0001)	-9.854535 (0.0000)	-9.700695 (0.0000)
REDK	-2.1829 (-0.2152)	-5.16668 (-0.0008)	-4.896966 (-0.0003)	-5.281911 (0.0008)
Faiz	-1.21483 (0.6595)	-1.30947 (0.8722)	-5.994979 (0.0000)	-5.979963 (0.0001)
PP				
YPY	-5.8193 (0.0000)	-5.852729 (0.0001)	-20.67953 (0.0001)	-20.28502 (0.0000)
REDK	-2.27344 (0.1849)	-3.35581 (0.0711)	-7.905742 (0.0000)	-7.849303 (0.0000)

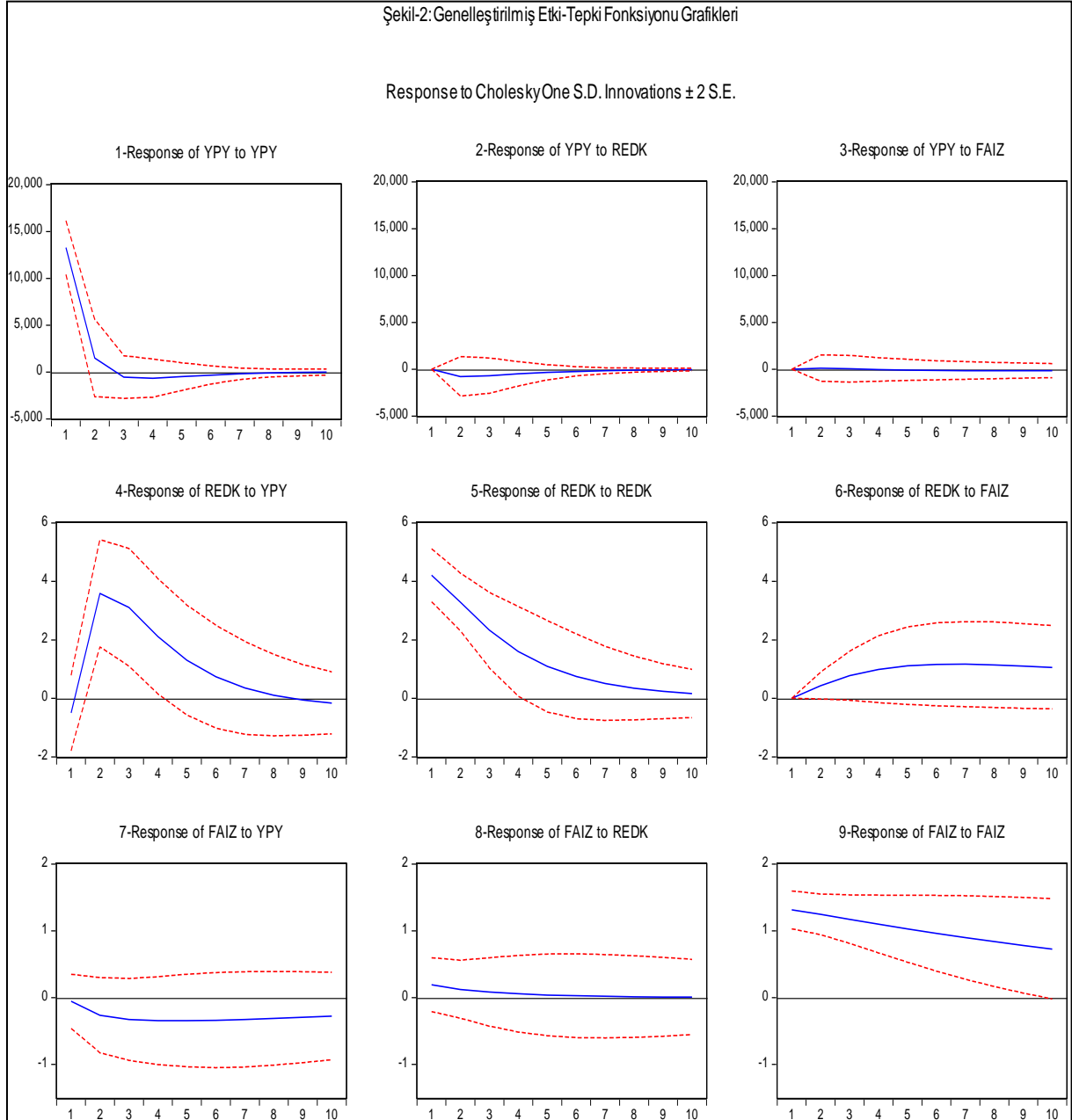
Faiz	-1.21483	-1.390596	-6.013977	-5.978819
	(0.6595)	(0.8497)	(0.0000)	(0.0001)

Not: Tabloda T istatistik değerlerine yer verilmiş, parantez içerisindeyse kritik değerler gösterilmiştir.

Seriler düzeyde durağan olmadığı için direkt VAR analizine geçilmiştir. VAR gecikme uzunluğu kriterlerinin (LR, FPE, AIC, SC ve HQ) değerleri aynı yönde olduğu için bu kriterleri minimum yapan 1 gecikme uzunluğu esas alınmıştır. VAR analizi tahmin sonuçlarından ziyade VAR analizi aracılığı ile yapılan etki-tepki analiz sonuçları daha doğru sonuçlar verecektir. Bu yüzden çalışmada, VAR analiz sonuçlarına yer verilmeden etki-tepki analizine geçilmiştir.

3.2.Etki Tepki Analizi

Etki-Tepki fonksiyonu grafikleri, rassal hata terimlerinden birinde meydana gelen bir standart sapmalılık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtmaktadır (Umutlu, 2008: 239). Şekil-2'de genel olarak değişkenlerin her birinde oluşan bir standart sapmalılık şoklar karşısında, diğer değişkenlerin tepkileri yer almaktadır. Grafiklerde yer alan düz çizgiler ise nokta tahminlerini, kesikli çizgiler ise bir standart hatalık güven aralıklarını göstermektedir. Güven aralıkları sıfır çizgisini içerdiği ya da kestiği andan itibaren etki-tepki fonksiyonları anlamsızlaşmaktadır.



Çalışmada yabancı portföy yatırımları reel döviz kuru ilişkisi incelendiği için bu ilişkiye yönelik etki - tepki grafikleri yorumlanmış, diğer grafikler ise bilgi edinme amacıyla çalışmaya dahil edilmiştir. Şekil-2’de yer alan iki numaralı grafikte, yabancı portföy yatırımlarında 2. dönemde meydana gelen bir şok reel döviz kurunu 5. döneme kadar negatif yönde etkilemektedir. Çok küçük düzeyde seyreden bu tepki 5. dönemden sonra sıfır çizgisini keserek ve etkisi zamanla kaybolarak anlamlılığını yitirmektedir. Reel döviz kurunun yabancı portföy yatırımlarına etkisinin yer aldığı 4 numaralı grafikte, reel döviz kurunda meydana gelen bir şokun yabancı portföy yatırımlarını 8. döneme kadar pozitif yönde etkilediği görülmektedir. 8. döneme gelindiğindeyse sıfır çizgisini keserek anlamlılığını yitirmektedir.

3.3.Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Varyans ayrıştırması yapılmasının temel amacı bir değişkenin gelecek dönemlerde hangi değişkenden ne kadar etkileneceğini belirlemeye çalışmaktır (Özgen ve Güloğlu, 2004: 8- 9). Bir başka ifadeyle bir değişken üzerinde en çok hangi değişken ya da değişkenlerin etkili olduğu belirlenmek için varyans ayrıştırması yapılmaktadır. Bundan dolayı kurulan modelde, döviz kuru değişkeni üzerinde en çok hangi değişken ya da değişkenlerin etkili olduğunu bulmak için varyans ayrıştırması yapılmıştır. Yabancı portföy yatırımları, reel döviz kuru ve yurtiçi faizin varyans ayrıştırma sonuçları sırasıyla Tablo 3, 4 ve 5’te verilmiştir.

Tablo 3: Yabancı Portföy Yatırımlarının Varyans Ayrıştırması

Dönem	Standart Hata	YPY	REDK	FAİZ
1	13280.25	100	0	0
2	13385.94	99.65046	0.342699	0.006841
3	13415.4	99.38125	0.611279	0.007466
4	13442.15	99.23939	0.752053	0.008553
5	13456.52	99.16652	0.819386	0.014097
6	13463.4	99.12508	0.850851	0.024069
7	13466.81	99.09752	0.865443	0.037042
8	13468.76	99.07632	0.87217	0.051511
9	13470.1	99.05845	0.875239	0.066312
10	13471.18	99.04272	0.876608	0.080668

Tablo 3’teki yabancı portföy yatırımlarının varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, yabancı portföy yatırımları ilk dönemde %100 oranında kendisindeki değişimden etkilenmektedir. Sonraki dönemlerde ise bu oran dönemle %99 seviyelerindedir. Dolayısıyla yabancı portföy yatırımları reel döviz kuru ve yurtiçi faiz oranındaki değişimlerden %1 düzeyinde etkilenmektedir.

Tablo 4: Reel Döviz Kurunun Varyans Ayrıştırması

Dönem	Standart Hata	YPY	REDK	FAİZ
1	4.237304	1.411379	98.58862	0
2	6.469368	31.38805	68.16487	0.447083
3	7.586524	39.6406	58.98992	1.369483
4	8.097919	41.60215	55.69706	2.70079
5	8.349166	41.57478	54.1185	4.306717
6	8.494373	40.91486	53.0584	6.026745
7	8.596556	40.11705	52.1562	7.726747
8	8.680071	39.36284	51.31808	9.319086
9	8.753656	38.70826	50.53271	10.75903
10	8.820114	38.15962	49.80815	12.03223

Tablo-4'te yer alan reel döviz kuru varyans ayrıştırması verilerine göre, reel döviz kuru birinci dönemde %99 oranında kendisindeki değişimden, %1 oranında da yabancı portföy yatırımlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Sonraki dönemlerde reel döviz kurunun kendisindeki değişimlerden etkilenme oranı sürekli düşmektedir. Onuncu döneme gelindiğinde reel döviz kurunun kendi şoklarından etkilenme oranı %49.8, yabancı portföy yatırımlarındaki şoklardan etkilenme oranı %38.2 ve yurtiçi faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenme oranı da %12 düzeylerinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla yabancı portföy yatırımlarında ortaya çıkan şoklar, reel döviz kurundaki değişimlerde oldukça belirleyici bir rol oynamaktadır.

Tablo 5: Yurtiçi Faiz Oranlarının Varyans Ayrıştırması

Dönem	Standart Hata	YPY	REDK	FAİZ
1	1.327635	0.169467	2.115913	97.71462
2	1.843025	2.142773	1.5457	96.31153
3	2.210096	3.666827	1.216321	95.11685
4	2.493407	4.788657	1.008304	94.20304
5	2.720157	5.636738	0.868701	93.49456
6	2.905396	6.293521	0.770798	92.93568
7	3.058703	6.810744	0.699742	92.48951
8	3.186716	7.222999	0.646706	92.13029
9	3.294308	7.554704	0.606191	91.8391
10	3.385186	7.823727	0.574631	91.60164

Yurtiçi faiz oranlarının varyans ayrıştırmasının yer aldığı Tablo-5'e göre, yurtiçi faiz oranları ilk dönemde %97.7 oranında kendisindeki değişimden etkilenmektedir. Sonraki dönemlerde ise yabancı portföy yatırımları ve reel döviz kurunun, faiz oranlarındaki değişimler üzerindeki etkisi artmaktadır. Onuncu dönemde yurtiçi faiz oranlarının kendi şoklarından etkilenme oranı %91.6, yabancı portföy yatırımlarındaki şoklardan etkilenme oranı %7.8 ve reel döviz kurundaki şoklardan etkilenme oranı sadece %0.57 seviyesindedir.

4.Sonuç

Türkiye'ye ait 2006Q1-2016Q4 dönemini kapsayan bu çalışmada VAR analiz yöntemiyle yabancı portföy yatırımları ve reel döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk olarak ADF ve PP birim kök testleriyle serilerin durağan oldukları belirlenmiştir. Düzeyde durağan olmayan serilerin ise farkları alındığında durağan hale geldikleri görülmüştür. Daha sonra gecikme uzunluğu belirlenerek VAR analizi yapılmıştır. Uygun gecikme uzunluğunun 1 olduğu tespit edilmiştir. Ancak gecikme uzunluğu ve VAR analiz sonuçları çalışmaya dahil edilmeyerek direk etki-tepki analizine geçilmiştir. Çünkü söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik daha doğru bilgilere, VAR analizinden ziyade etki-tepki analiziyle ulaşılabilmektedir.

Yapılan etki – tepki analizi sonucunda yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun reel döviz kurunu çok düşük düzeyde negatif yönde etkilediği, reel döviz kurunda meydana gelen bir şokun ise yabancı portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Elde edilen varyans ayrıştırması bulgularına göre, yabancı portföy yatırımlarındaki değişimlerde reel döviz kuru ve yurtiçi faiz oranlarındaki şokların neredeyse hiç etkisinin olmadığı, reel döviz kurundaki değişimlerde ise en önemli faktörün %42'lere yükselen payı ile yabancı portföy yatırımları olduğu belirlenmiştir.

Tüm bu analizler sonucunda, ekonomik istikrar için önemli belirleyicilerden biri olan reel döviz kuruna etki eden en önemli faktörün yabancı portföy yatırımları olduğu tespit edilmiştir. Türkiye geçmiş dönemlerde oldukça kırılgan bir yapıya sahip olduğu için yabancı portföy yatırımlarında ortaya çıkan bir şok reel döviz kuru başta olmak üzere birçok ekonomik unsuru olumsuz etkileyerek finansal krizlere dahi sebep olmuştur. Son dönemlerde ekonomisi daha istikrarlı ve güçlü hale gelen Türkiye, bu tür şoklardan krize varan zararlara uğramasa dahi önemli ekonomik dalgalanmalara maruz kalabilmektedir. Dolayısıyla bu dalgalanmaların sebeplerinden biri olan yabancı portföy yatırımlarındaki şokları minimize etmeye yönelik tedbirler alınmalıdır. Bu tedbirlerin başında ise Tobin vergisi gelmektedir. Netice itibarıyla Türkiye yabancı portföy yatırımlarının, başta reel döviz kuru olmak üzere birçok ekonomik değişkene olan olumsuz etkisini azaltmak için yabancı portföy yatırımlarına yönelik vergilendirme yoluna gitmelidir.

Kaynakça

- Arıkboğa, A. (2002). Tobin Vergisi: Bir Döviz İşlemleri Vergisi Önerisi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, cilt: 52, 37-45.
- Bahmani-Oskooee, M., & Hajilee, M. (2013). Exchange Rate Volatility And Its Impact On Domestic Investment. *Research in Economics* 67: 1-12.
- Barrell, R., Gottschalk, S. D., & Hall, S. G. (2003). Foreign Direct Investment and Exchange Rate Uncertainty in Imperfectly Competetive Industries. *National Institute Discussion Paper*, No 220.
- Berke, B. (2014). Türkiye’de Sermaye Akımlarının Oynaklığı Ekseninde Reel Döviz Kurunun Belirleyicilerinin Bir Analizi. *Ekonomik Yaklaşım Derneği*, 27(101): 1-29.
- Berksoy, T., & Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. İstanbul, *İstanbul Ticaret Odası*, Yayın No: 1998 -58,
- Byrne, J., & Davis, E. (2003). Panel Estimation of The Impact of Exchange Rate Uncertainty on Investment in The Major Industrial Countries. *Royal Economic Society Annual Conference*,34.
- Caballero, R. J. (1991). On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship. *American Economic Review* 81 (1): 279-88.
- Craine, R. (1989). Risky Business: the Allocation of Capital. *Journal of Monetary Economics*, 23: 201-218.
- Edwards, S. (1988). Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries. *NBER Working Paper*, No. 2721, 1-45.
- Ekinci, A. (2011). Sermaye hareketleri büyüme ilişkisi: oecd ülkeleri örneği. *Paper Presented at EconAnadolu 2011: Anadolu International Conference in Economics II*, Haziran 2011, Eskişehir, Türkiye. ss.15-17,
- IMF. (2009). Balance of Payments and International Investment Position Manual. (Sixth Edition), *Washington D.C.*
- Kalkan, M. (2002). Capital Flows and Exchange Rates in Turkey: The Effects of Liberalization and Stabilization.
- Kar, M., & Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMU İİBF Dergisi*, 10 (4).
- Karpuz, F., & Kızıltan, A. (2014). Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar ile Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki. *Ekev Akademi Dergisi Yıl: 18 Sayı: 60*.
- Organ, İ., & Berk, E. (2016). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması. *EconWorld*.
- Özgen, F. B., & Güloğlu, B. (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *ODTÜ Gelisme Dergisi*, Sayı 31, 93-114.
- Sabır, H. (2002). Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Kriz ve Tobin Vergisi. *Vergi Sorunları Dergisi*, sayı:170.
- Schularick, M. (2006). A Tale of Two Globalization Capital Flows from Rich to Poor in Two Eras of Global Finance. *International Journal of Financial Economics*, II, 339-354. doi: 10.1002/ijfe.302.
- Serven, L. (2002). Real Exchange Rate Uncertainty And Private Investment in Developing Countries. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2823.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları*. Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, DoğuÇ Üniversitesi Dergisi, Cilt 4, Sayı 2.
- Seyidoğlu, H. (2007). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. (16.Baskı), İstanbul: Güzem Can Yayınları no.22, İstanbul.
- Umutlu, G. (2008). İşlem Hacmi ve Fiyat Değişimleri Arasındaki Nedensellik ve Dinamik İlişkiler: İMKB’de Bir Ampirik İnceleme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 10 Sayı:1, 231 - 246.