



PORTFÖY YATIRIMLARI İÇİN FİNANSAL GELİŞME Mİ YOKSA FİNANSAL İSTİKRAR MI?

Dr. Öğr. Üye. Gökhan KARHAN*

ÖZ

İMKB (1994)'e göre tasarruf sahiplerinin ekonomik, politik ve bilgi edinme riskleri de dahil olmak üzere ek riskler üstlenerek sermaye, faiz ve temettü kazancı elde etmek maksadıyla hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlar, portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. Bu yönü ile özellikle son dönemlerde portföy yatırımları risk getirisi yüksek olan ülkeler için önemli bir dış kaynak haline gelmiştir. Bununla beraber girdikleri ülkelerin finansal sisteminde kırılganlığa ve makroekonomik istikrarsızlığa yol açan portföy yatırımlarının artmasında finans piyasalarında yaşanan gelişmeler büyük öneme sahiptir. Çalışmada Türkiye örneğinde, dolaylı yabancı yatırımlar olarak bilinen portföy yatırımları ile finansal gelişme ve finansal istikrar arasındaki nedensellik ilişkisi 2005-2018 periyodunu kapsayacak şekilde ele alınmıştır. Birim kök testi sınaması ile serilerin durağanlıkları araştırılmış sonrasında güncel nedensellik testleri ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre finansal istikrardan portföy yatırımlarına doğru nedensellik ilişkisi bulunamazken, finansal gelişmeden portföy yatırımlarına doğru bazı dönemlerde (2009 yılının 3. ve 4. çeyrekleri, 2010 yılının tamamı, 2011 yılının 1. ve 3. çeyrekleri, 2012 yılının 1. çeyreği, 2014 yılının 3. çeyreği, 2015 ve 2016 yılının tamamında, 2017 yılının 1. çeyreğinde) nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar küresel finans krizi ile birlikte portföy yatırımlarının finansal gelişmişlik kavramından etkilendiğini göstermektedir. Analize dahil edilen periyodun son dönemlerinde ise bu nedenselliğin ortadan kaybolduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Finansal İstikrar, Büyüme, Portföy Yatırımları

Jel Sınıflandırması: E44, O16, G11

DOES FINANCIAL DEVELOPMENT OR FINANCIAL STABILITY FOR PORTFOLIO INVESTMENTS?

ABSTRACT

According to the ISE (1994), portfolio investments are that the owners of investments are invested in capital market instruments such as stocks, bonds, and capital investments in order to gain capital, interest and dividend gains by taking additional risks including economic, political and information acquisition risks. With this aspect, portfolio investments have become an important external resource for countries with high risk returns. Nevertheless, the developments in financial markets are of great importance in increasing the portfolio investments that lead to fragility and macroeconomic instability in the financial system of the countries they entrance. In this study, causal relationship between financial development , financial stability and portfolio investment known as indirect foreign investments are investigated to cover the period 2005-2018 for Turkey. The stationarity of the series was investigated by unit root test , and then causality relationship between the variables was examined with the current causality tests. According to the findings obtained from the study, while there is no causality relation from financial stability to portfolio investments, it is concluded that there is a causality

* Batman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, gokhankarhan@gmail.com , ORCID No: 0000 0003 1393 4649

relationship from financial development to portfolio investments in some periods (3rd and 4th quarters of 2009, full year 2010, 1st and 3rd quarters of 2011, 1st quarter of 2012, 3rd quarter of 2014, full years 2015 and 2016, 1st quarter of 2017). These results indicate that portfolio investments are affected by the financial development variable together with the global financial crisis. In the last period of the time period included in the analysis, this causality disappeared.

Keywords: Financial Development, Financial Stability, Growth, Portfolio Investments

Jel Classification: E44, O16, G11

Giriş

Özellikle 1980'li yıllardan itibaren finansal piyasalarda yaşanan değişmelerle birlikte sermaye akımlarının yönü değişmiştir (Yıldız, 2012: 23). Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru kayan sermaye, gelişmekte olan ülkeler için yatırımların finansman ihtiyacını karşılayacak bir kaynak haline gelmiştir. Bu husus üzerinde tartışmalar devam etmekle birlikte genel kabul neoklasik iktisatçıların savunduğu üzere gelişmekte olan ülkelere sermayenin getirisi veya karlılık oranının gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla olmasının sermaye hareketlerinde öncü rol üstlendiği yönündedir. Yabancı sermaye yatırımları literatürde iki farklı şekilde sınıflandırılmaktadır. Birincisi yabancı sermaye yatırımlarının geri ödenme süreleri baz alınarak yapılan sınıflandırmalardır. Bu tahsis türüne göre sermaye hareketleri kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Geri ödeme süresi, bir yılın altında olan sermaye hareketlerine kısa vadeli sermaye hareketleri, ödeme süresinin bir yılın üstünde olması durumunda oluşan sermaye hareketlerine ise uzun vadeli sermaye hareketleri denilmektedir. İkinci sınıflandırma türünde ise sermayenin yatırım yapıldığı alana göre bir tahsis söz konusudur. Bu yaklaşıma göre yabancı sermaye yatırımları doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımları olarak ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, konuya bahis olan ülkenin sınırları dışında faaliyet gösteren yatırımcıların ilgili ülkeye yaptıkları fiziki yatırımları kapsamaktadır. Dolaylı yabancı sermaye yatırımları ise ülke sınırları dışındaki yatırımcıların tahvil, hisse senedi alımı vb. yollarla yaptıkları portföy yatırımlarını kapsamaktadır.

Çalışmanın ana motivasyonu olan ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için kilit rol üstlenen sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin ortaya çıkarılması iktisadi yazın açısından önemli görülmektedir. Bu nedenle çalışmada Türkiye için portföy yatırımları ile finansal gelişme ve finansal istikrar değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır.

1. Portföy Yatırımları Kavramı ve Çeşitleri

IMF (2009) portföy yatırımını doğrudan yatırımlar ile rezerv varlıklar dışında borç senetlerini ve pay senetlerini içeren menkul kıymetleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyon şeklinde tanımlamaktadır. Bu bağlamda bir yatırımın portföy yatırımı şeklinde tanımlanabilmesi için borç ya da pay senedi türlerindeki bir menkul kıymeti ihtiva etmesi gerekmektedir.

Portföy yatırımlarında kullanılan araçların en temel niteliği devredilebilir araçlar olmalarıdır. Böylece menkul kıymet ömrü boyunca çok sayıda elden geçmektedir. Bu sayede bir menkul kıymeti çok sayıda ekonomik birim geçici olarak sahiplenmektedir.

Bu özelliği sayesinde yatırımcı portföyünü çeşitlendirebilmekte, diledikleri zaman yatırımlarını nakde çevirebilmektedir (IMF, 2009: 110).

Portföy yatırımlarına konu olan menkul kıymetleri iki ana başlıkta incelemek mümkündür. Bunlar borç senetleri ile pay senetleri ve yatırım fonu katılma paylarıdır. Borç senetleri, bir borcun varlığını gösteren ve devredilebilen finansal araçlardır. Öte yandan krediler, mevduatlar, ticari krediler ve benzer finansal araçlar borç senetlerinden farklı olarak devredilebilme özelliğine sahip değildirler. Finansal türevler ise devredilebilseler de menkul kıymet özelliği taşımamaktadır.

Vadesi genel olarak bir yıl ve daha kısa olan, hazine bonosu, finansman bonosu, ticari ya da banka bonoları, borç senetleri kapsamında değerlendirilmektedir. Organize ya da bir diğer deyişle müzayede piyasaları aracılığı ile ihraç edilen bu menkul kıymetler iskontolu çıkarılır, çoğunlukla sahibine belli bir vadede belli bir getiri sağlar. İskonto oranı kalan vade ve faiz oranı tarafından belirlenmektedir (Akışoğlu, 2013: 7). Diğer bir borç senedi tipi ise bir yıl ve daha uzun vadeli olanlarıdır. Bunlar tahvil ve benzeri borç senetleridir. Bu tip menkul kıymetler sahiplerine garanti bir sabit getiri hakkını tanımaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetler ile teminatlı borç yükümlülükleri de tahvil ve bono kapsamında değerlendirilmektedir.

İslami kural ve ilkelerine uygun olarak çıkarılmış finansal araçlar da bu kapsamda değerlendirilmektedir. Fakat bu menkul kıymetlerde önceden garanti edilmiş bir faiz getiri bulunmayıp izin verilen alanlarda risk ve kar paylaşımı bulunmaktadır. Bundan dolayı İslami finans sisteminde reel varlıkların performanslarına bağlanmış değişken getiri sunan finansal araçlar ile yatırım yapılmadan önce paylaşım oranı belirlenmiş finansal araçlardan faydalanılmaktadır (Akışoğlu, 2013: 8). İmtiyazlı hisse senetleri ise normal hisse senetlerine göre oy bakımından ve getiri bakımından farklılıklar içermektedir. Bu tip araçların borç senedi kapsamında değerlendirilebilmesi için getirinin önceden belirlenmesi gerekmektedir. BIS'e (2009) göre, hisse senedinin bağlı olduğu firmanın mal varlığı üzerinde herhangi bir hak talebinde bulunmaması gerekmektedir.

Depo sertifikası, yurtdışı yerleşiklere borç senedi ya da hisse senedi şeklindeki menkul kıymetler şeklinde yurt içi piyasada daha kolay ihraç etmelerine imkan sağlamaktadır. Bu ihraçlarda, yurt içi yerleşik mevduat kabul eden kuruluş (banka), yurt dışı yerleşikten söz konusu menkul kıymeti alır ve sonrasında yurt içi yatırımcılar açısından daha cazip para birimi cinsinde sertifika ihraç etmektedir. Bu tip finansal enstrümanlar bu ilişkiye dayanak teşkil eden borç senedi veya hisse senedine göre sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Bu tip işlemlerde yurt içi yerleşik kuruluş söz konusu finansal aracı bilançosuna almadığından, yurt dışı yerleşik ihraççı olarak kabul edilmektedir. Menkul kıymet geri alım (repo) anlaşmalarında ise, mevcut menkul kıymetin nakdi karşılığında gelecekte belli bir tarihte ya da açık bir vadede belli bir fiyattan geri satın alım yapılacağına garantisiz verilmektedir. Nakit teminatlı menkul kıymet borç sözleşmeleri ve satım-geri alım sözleşmeleri de Repo ile benzer ekonomik özellikler içermektedir. Bu tip sözleşmelerde menkul kıymetin ekonomik sahibinde herhangi bir farklılık olmamaktadır. Bu sözleşme sayesinde nakit elde eden taraf halen menkul kıymete ilişkin tüm piyasa riskini taşımaktadır. Portföy yatırımına konu olan menkul kıymetlerin önemli kısmını ise hisse senetleri ile yatırım fonu katılma payları

oluşturmaktadır. Hisse senedi, anonim ortaklıklardaki sermaye payını temsil etmesi amacıyla halka arz edilen menkul kıymettir. Hisse senetleri, sahiplerine söz konusu kuruluşlarda ortaklık hakkı, yönetime katılma hakkı, kâr payı, tasfiyeden pay alma hakkı gibi çeşitli haklar tanımaktadır (Akışoğlu, 2013: 9-10)

Portföy yatırımları, yatırım yapmak isteyen yatırımcıların portföy çeşitliliğini artırarak risklerini azaltmalarını sağlamanın yanında yatırımlarından yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcıların iştahını artırmaktadır.

Ahmed ve Zlate (2013: 1-29) gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin nedeni olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki faiz oranı ve büyüme farklılıklarının olduğunu belirtmiştir. Bununla beraber küresel risklerden kaçınma dürtüsünün sermaye hareketlerinin önemli bir belirleyicisi olduğunu vurgulamıştır.

Bir ülkeye akan portföy yatırımlarının artması, yatırımcılar ve yatırım yapılan ülke için farklı risk unsurları taşımaktadır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin temelini sağlam olmayışı, fiyat oynaklığının yüksek olması, kur, faiz gibi risklerle karşılaşma olasılıkları gibi problemler yatırımcılar açısından tehlike arz etmektedir. Öte yandan yatırımı alan ülke açısından ise gelen sermayenin ülkeden ani ve hızlı olarak çıkması o ülke ekonomisini kırılgan hale getirmektedir (Şenol ve Koç, 2018). Sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ekonomilerdeki bu etkin yapısı, ekonomik büyüme üzerinde de fark edilmektedir. Sermaye hareketleri ve büyüme ilişkisi içsel büyüme modelleri (AK modeli) kullanılarak açıklanmaktadır. Kapalı ekonomilerdeki finansal gelişme ve büyüme ilişkisi Pagano (1993) tarafından AK modeli kullanılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Fakat daha sonra bu çalışma uluslararası sermaye hareketlerini kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Kapalı ekonomilerde toplam üretim $Y=AK$ eşitliği ile gösterilmektedir. Bu yaklaşımda nüfus artışının olmadığı, ekonomide tek bir mal olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda toplam yatırım şu şekilde gösterilmektedir (Bailliu, 2000).

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t$$

Bu modelde finansal araçların tasarruf edilen miktarı yatırıma kanalize etmesi gerekmektedir. Aksi takdirde sistem işleyemez hale gelecektir.

2. Finansal Sistemin Gelişmesi ve Koşulları

Finansal gelişme, kısaca sistemdeki toplam fon miktarındaki artış ya da sistemde kullanılan araç miktarının artması olarak tanımlanmaktadır. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi kabul edilmekle beraber bu etkinin yönü hakkında tartışmalar devam etmektedir. Anvar ve Sun (2011)'a göre finansal gelişme iç sermaye stoklarını artırarak büyüme üzerinde etkin rol oynamaktadır. Bununla beraber yabancı sermaye stokları ilgili ülke ekonomisinin dışa açıklık seviyesiyle yakından ilişkilidir.

Durham (2004) 80 ülke üzerinde 1979-1998 periyodu verilerini kullanarak yaptığı çalışmada doğrudan yabancı yatırımları ile yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırımları ve yabancı portföy yatırımlarının büyüme üzerinde

doğrudan etkisinin olmadığı ancak bazı gözlemlerde DYY ve YPY'nın etkilerinin, özellikle yatırım alan ülkelerin "absorbe kapasitesi" ne bağlı olduğu belirtilmektedir.

Beck ve Levine (2004) hisse senedi piyasalarının ve bankaların ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini ve bu sonuçların Levine ve Zervos (1998) tarafından yapılan çalışmadan elde edilen sonuçlarla benzer olduğunu ifade etmiştir. Bu çalışmalara benzer olarak Ergüngör (2008), Hasan vd. (2009) ve Kendall (2012) çalışmalarında finansal sistemin büyüme üzerindeki etkisinin göz ardı edilemeyeceğini belirtmiştir.

Büyüme ile yakından ilişkili finansal sistemin gerek fon miktarı gerekse araç sayısı açısından gelişmesi için bir takım faktörler etkilidir. Finansal sistemin gelişmesi, sadece fon miktarındaki artış açısından değil, aynı zamanda reel sektörün sağlıklı bir şekilde işlemesi için de gereklidir.

Mishkin (2000) finansal sistemin sağlıklı gelişmesi için makroekonomik istikrar, finansal sistemin alt yapısı, finansal sistemde düzenleme ve denetlemenin kalitesi ve piyasa disiplini şartlarının yerine getirilmesi gerektiğini belirtmektedir.

Makroekonomik istikrarın sağlanması etkin çalışan bir finansal sistem için önemlidir. Aynı zamanda uygulanan politikalar da tutarlı olmalı ve piyasalarda belirsizlik oluşturmamalıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yapısal sorunlar var olduğundan beklenmeyen politikalar beklenmeyen sonuçlara sebebiyet verebilir. Makro ekonomik istikrarsızlık finansal sistemin zayıflıklarını ortaya çıkarmaktadır. Sektördeki problemleri daha da derinleştirmektedir. Tüm bunların sonucunda özellikle bankacılık krizlerine sebebiyet verebilir. Mishkin (2000) finansal sistemde, faiz oranlarındaki artış, finansal sektörde yatırım araçlarının vergilendirilmesi sonucu kamunun borçlanma maliyetlerinde yükseliş ve özellikle kısa vadeli yabancı sermayede görülen hızlı hareketlenme, enflasyon oranındaki yüksek dalgalanma ve belirsizlikte artış, para ve maliye politikaları uygulamalarında istikrarsızlık ve öngörememe ve döviz kurunda istikrarsız dalgalanmaların istikrarsızlığa neden olabileceğini belirtmiştir. Finansal altyapı, finansal sistemin işlemesi için gereken bir diğer faktördür. Finansal altyapıyı, kredi kültürü, kurumsallaşma, özel mülkiyet haklarının korunması, yasal düzenlemeler, ekonomik mali politikaların en önemli özelliklerinden ikisi şeffaflık ve sorumluluktur. Her iki özellik hem özel sektörde hem de kamu sektöründe doğru ve yerinde kararların alınmasını sağlamakta ve dolayısıyla kaynak dağılımında etkinliği, makro ekonomik istikrara ekonomik büyüme ve refah artışına katkıda bulunmaktadır. Şeffaflık ve sorumluluk, ekonomi politikası ve karar verme süreci ile ilgilidir. Her ikisi de gelecekteki krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltmaya yaramaktadır. Makro ekonomik açıdan şeffaflığın ve sorumluluğun artırılması politika ayarlamalarının zamanında başlamasını teşvik etmektedir (Yetiz, 2008: 16 - 17).

Baştürk'e (1999) göre gelişmekte olan ülkelerde düzenleme ihtiyacı çok büyük boyutlardadır ve denetleme işlemlerinin yerine getirilmesi bakımından denetleyici ve düzenleyici otoriteye ihtiyaç duyulmaktadır. Fakat düzenlemenin mantığı gereği gelişmiş ülkeler açısından katı bir ayırım yapmak yersizdir. Yani gelişmiş ülkelerde finansal sistem çok dinamiktir, sürekli dönüşüm içindedir. Bu değişim düzenleme açısından geleneksel uygulamaları ortadan kaldırmaktadır (Baştürk, 1999: 18).

Yine Baştürk'e (1999) göre düzenleyici ve denetleyici kurumlar siyasi açıdan bağımsız olmalıdır. Aynı zamanda yaptırım gücü ve parasal gücü işlevlerini yerine getirmek açısından yeterli ve uygun olmalıdır. İlgili kurumların yaptırım gücü yasalar tarafından net bir şekilde belirlenmeli, amaçlar net bir şekilde belirtilmelidir. Amaçlar, piyasalarda oluşan eksiklikleri ve piyasa hatalarını düzeltebilmelidir.

Finansal sistemin düzenlenmesi ile ilgili bir diğer nokta ise rekabettir. Yapılan düzenlemeler rekabeti engelleyecek şekilde dizayn edilmemelidir. Düzenlemeler ile piyasa aktörlerinin faydası maksimize edilmelidir. Bu açıklamalar ışığında, rekabet özellikle müşterilerin faydasını maksimize etmekte önemli bir faktör olduğundan, düzenlemeler rekabeti artırıcı şekilde dizayn edilmelidir.

Aras ve Müslümov (2003)'a göre bir ekonomide, finansal sistemin mal ve hizmetlerin el değiştirmesine aracılık etmesi, projelerin finansmanının kolaylaştırılması amacıyla, mülkiyetin tabana yayılması fiyat konusunda bilgilendirme sağlaması ve son olarak asimetrik bilgi probleminin çözümünde kolaylık sağlamak gibi işlevleri vardır.

3. Finansal İstikrar Nasıl Sağlanır?

Schinasi (2004) finansal istikrar kavramını ekonomik kaynakların etkin kullanımını sağlayan, refah artışı ve ekonomik büyümeyi kolaylaştıran, ekonomik belirsizlikleri öngören ve üstesinden gelebilen bir sürecin ürünü olarak tanımlamaktadır. Finansal istikrarın önemi araştırmacılar tarafından kabul edilmekle beraber istikrarın nasıl sağlanacağı konusu hala tartışılmaktadır. Allen ve Wood (2005)'a göre istikrarlı bir finansal sistem refah artışını desteklemeli, denetlenebilmeli, öngörülebilmeli, gözlemlenebilmelidir.

Gadanecz ve Jarayam (2008)'a göre ise reel hasıla artışını sağlayabilen, şirket risklerini azaltan ve artırmayan, hane halkı tüketim ve yatırım kararları ile yabancı yatırımların kararlarında ani değişikliklere sebep olmayan, nakit ve kredi akışını kontrol edebilen, bir sistemin varlığında finansal istikrar sağlanmış olmaktadır.

Borio ve Drehmann (2009) ise finansal istikrarsızlığı tanımlamak suretiyle finansal istikrarı açıklamaya çalışmıştır. Yazarlara göre finansal istikrarsızlık, ekonomide reel hasıla kaybı ile sonuçlanan ciddi bir bozulmaya sebep olan ya da olma olasılığı bulunan, finansal kurumlardaki büyük çaplı kayıplar ya da yol açma olasılığı bulunan, finansal kurumlardaki büyük çaplı kayıplar ya da ilgili finansal kurumlarda yaşanan iflastır. Yukarıda açıklanan durumların varlığının olmadığı durumda ise istikrar tüm finansal piyasalarda sağlanmış demektir.

Son olarak Rosenberg (2011) finansal istikrar kavramını mali sistemin ekonominin reel büyüme sürecinde ihtiyaç duyduğu kredi ve nakit akışı yönetim yeteneklerini yansıtmaktadır. Öte yandan finansal istikrarsızlık piyasa sistemi içerisinde ödeme veya kredi kanallarının tıkanması sonucu ortaya çıkan bir durum olarak tanımlanmaktadır.

Yukarıda tanımlanan finansal istikrar tanımlarından hareketle, finansal istikrar hem finansal sistem hem de ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri olan bir faktördür. İstikrarın olmadığı bir finansal sistemde finansal piyasalar sağlıklı bir şekilde çalışmayacak, yeterli fon toplanamayacak, finansal araçlar sağlıklı bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecektir. Tüm bunlardan hareketle, özellikle kredi desteği bağlamında

reel sektör ile ilişkilendirilen finansal istikrar ekonomik büyümenin önemli desteklerinden bir tanesidir. Öte yandan ekonomide belirsizlik oluşması durumunda portföy yatırımları var oldukları ülkeyi kolayca terk edebildiğinden finansal istikrarı sarsma problemi oluşturabilmektedir (Alagöz ve Yapar, 2006:83).

4. Veri, Model ve Metodoloji

4.1. Veri

Çalışmada finansal gelişme değişkeni için İnançlı vd. (2016) tarafından yapılan çalışma dikkate alınarak özel sektöre verilen toplam kredilerin GSYİH'ye oranı kullanılacaktır. Zira Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin önemli bir kısmı bankalardan oluşmaktadır ve özel ve kamu bankalarının sunmuş oldukları temel hizmetler arasında krediler ilk sıralardadır. Bu nedenle özel sektöre verilen kredilerin tutarındaki değişimin finansal sistemin önemli bir gelişmişlik göstergesi olduğunu söylemek mümkündür. Finansal gelişmişliği ölçmek için kullanılan özel sektöre verilen krediler değerleri TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilmiştir. Ayrıca GSYİH değeri de özel sektör kredilerinin milli gelire oranını ölçebilmek için yine TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilmiş, bu veriler birbirlerine oranlanmak suretiyle özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı hesaplanmıştır.

Finansal istikrarı değişkeni için ise Aktaş (2011) tarafından oluşturulan finansal istikrar endeksi dikkate alınmıştır. Yazar tarafından oluşturulan endeks dokuz adet alt endeksten oluşmaktadır. Bununla birlikte alt endekslerin kapsamı ve Türkiye'deki finansal sistemin yapısı dikkate alındığında alt endekslerin sadece bir tanesi bu çalışmada dikkate alınmıştır. Kullanılan bankacılık alt endeksi ise bankacılık sermaye yeterliliği, varlık kalitesi, likidite, kur riski ve karlılık oranlarından oluşmaktadır. Bu veriler ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) veri tabanından elde edilmiştir.

Portföy yatırımlarına (dolar cinsinden) ilişkin veriler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilmiştir.

Değişkenlere ait veriler özellikle portföy yatırımları verilerinin periyodik olarak açıklanmaya başladığı 2005 yılından başlamakta, 2018 yılının üçüncü çeyreğine kadar devam etmektedir. Çeyreklik verilerin kullanıldığı analizin dönem aralığı 2005Q4 – 2018Q3 olarak belirlenmiştir.

4.2. Model

Analiz için öncelikle finansal gelişme ve portföy yatırımları sonrasında ise finansal istikrar ve portföy yatırımları arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmak üzere iki farklı model kurulmuştur.

$$PY_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 FG + \varepsilon_{it} \dots(1)$$

$$PY_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 F\dot{I} + \varepsilon_{it} \dots(2)$$

Modelde PY , Türkiye'ye 2005Q4 – 2018Q3 dönemleri arasında yapılan portföy yatırımlarını, FD ; ilgili dönemdeki finansal gelişmeyi, $F\dot{I}$ ise finansal istikrar değişkenini temsil etmektedir.

4.3. Yöntem

İktisadi değişkenlerin zaman içerisinde şoklara maruz kalması verilerin güvenilirliğini düşürmekte yapılan analizlerden elde edilen sonuçların hatalı olması sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle şoklara maruz kalmış verilerin durağanlığı sağlanmalıdır. Bu çerçevede verilerin öncelikle birim kök taşıyıp taşımadıkları sınanacak, birim kök taşımaları halinde serilerin farkları alınarak durağan hale getirilecektir. Bu kapsamda serilerin durağanlıkları Elliot, Rothenberg ve Stock (1996) tarafından geliştirilen DF GLS Birim Kök Testi ve Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen ADF birim kök testi ile araştırılacaktır. Durağan hale getirilen seriler daha sonra Balcılar vd. (2010) tarafından Geliştirilen Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Window) Nedensellik ve Parametre Tahmin Yöntemleri ile incelenecektir.

4.3.1. Elliot, Rothenberg ve Stock (1996) tarafından geliştirilen DF GLS Birim Kök Testi

Elliot, Rothenberg ve Stock (1996) tarafından geliştirilen bu test ADF testinin aksine trend içeren ve trend içermeyen seriler için farklı modeller kurulması gerektiğini ifade etmektedir. Durağanlığı sınanacak serinin X_t olması durumunda kurulacak modeller aşağıdaki gibidir.

$$\Delta X_t = a_0 + \beta_t + pX_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta X_{t-i} + e_t$$

$$\Delta X_t^d = pX_{t-1}^d + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta X_{t-i}^d + e_t$$

DF-GLS test istatistiği sabit terimli modelde Dickey-Fuller dağılımına benzerlik göstermekle beraber trendin eklendiği durumlarda DF test istatistiğinden farklılaşmaktadır (Uğurlu, 2009: 12).

4.3.2. Balcılar et al. (2010) Tarafından Geliştirilen Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Window) Nedensellik ve Parametre Tahmin Yöntemleri

Balcılar vd. (2010) tarafından geliştirilen nedensellik ve parametre tahmin yönteminde ampirik analizlerde kullanılan her bir dönem için nedensellik ve parametre elde edilmektedir. Balcılar vd. (2010) çalışmalarında olasılık oranı (LR, likelihood ratio) kriterini bootstrap yöntemi ile birlikte hata terimine uygulamaktadırlar. İki değişken için p optimal gecikme uzunluklu vektör otoregresyon modeli VAR(p) modelinde $t=1,2,\dots,T$ olmak üzere;

$$y_t = \Phi_0 + \Phi_1 y_{t-1} + \dots + \Phi_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (4.8.)$$

$\varepsilon_t = (\varepsilon_1, \varepsilon_2) \square iid(0, \sigma^2)$ is hata terimi beyaz gürültü özelliği göstermekle birlikte hata terimi varyans kovaryans matrisi Σ elde edilmektedir. Optimal gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri (Information Criteria, AIC) ile hesaplanmaktadır. $y_t = [y_{1t}, y_{2t}]_{2 \times 1}$ bağımsız değişkenler matrisi olmak üzere VAR (p);

$$\begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi_{10} \\ \phi_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (4.9.)$$

Burada $\phi_{ij}(L) = \sum_{k=1}^p \phi_{ij,k} L^k$, $i,j=1,2$ k ise gecikme operatörüdür. $L^k x_t = x_{t-k}$.

Testin sıfır hipotezi $\phi_{12,i} = 0, y_{2t}$ şeklinde olup değişkenler arasında Granger nedenselliğinin olmadığını ifade etmektedir. Alternatif hipotez ise değişkenler arasında nedenselliğinin olduğunu göstermektedir. Bu VAR(p) modelinden elde edilen parametreler ise her bir periyoda yöneliktir.

5. ANALİZ SONUÇLARI

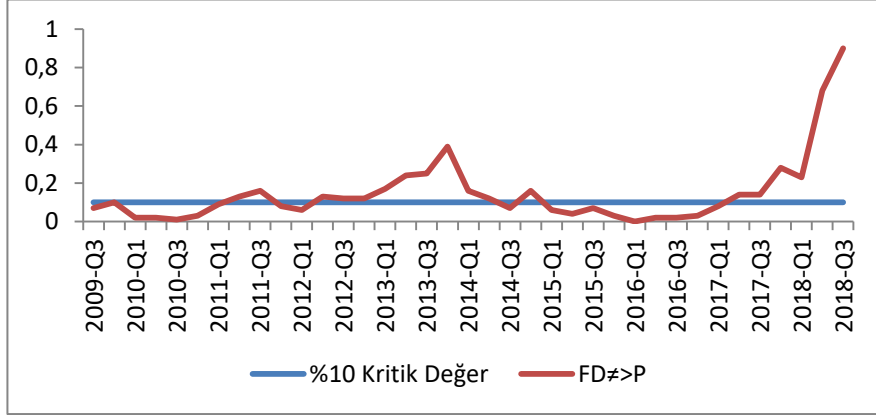
Tablo 1. Elliot, Rothenberg ve Stock (1996) DF GLS Birim Kök Testi Sonuçları

		<i>Deği</i>	DF-	DF-
		<i>şkenler</i>	GLS	GLS
<i>Düzyey</i>	<i>Sabit</i>	FD	-	4.108
			0.062 (4)	(7)***
		Fİ	-	-
		2.463 (1)**	11.718 (0)***	
	PY	-	-7.250	
		1.519 (0)	(0)***	
<i>Sabit+Tre</i>	<i>Birinci Farklar</i>	FD	-	-4.654
			1.756 (4)	(3)***
		Fİ	-	-7.866
	3.180 (1)*	(1)***		
PY	-	-7.505		
	2.731 (0)	(0)***		

Not: ***,** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir.. DF-GLS testi için kritik değerleri sabitte 1 %, 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla -2.611, -1.947, -1.612 ve sabit + trend için 1 %, 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.766, -3.186, -2.887'dir.

Tablo 1 incelendiğinde Fİ değişkeni düzey değerinde durağan olduğu buna karşın FD ve PY değişkenleri ise birinci farkı alındıklarında durağanlaştıkları görülmektedir. Analizin bundan sonraki aşamasında değişkenler arasındaki nedensellik Balcılar vd. (2010) tarafından Geliştirilen Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Windows) Nedensellik testi ile incelenmiştir. Test sonuçları Grafik 1 de görülmektedir.

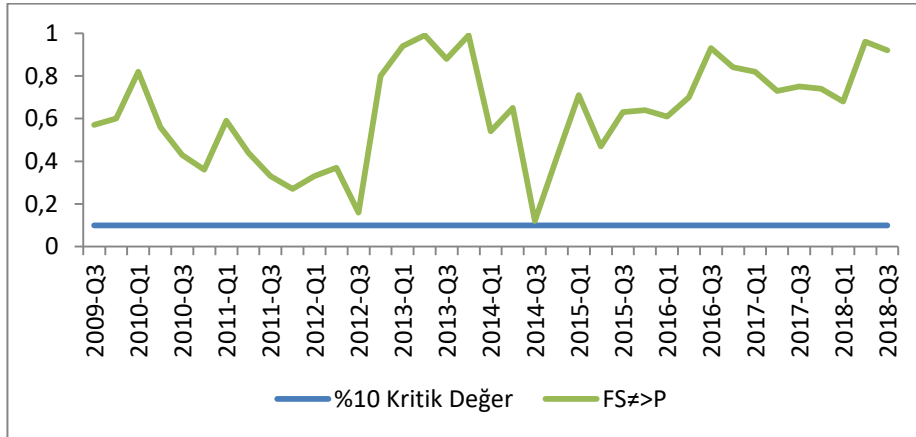
Grafik 1. Finansal Gelişmeden Portföy Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Elde edilen bulgulara göre finansal gelişmeden portföy yatırımlarına doğru 2009 yılının 3. ve 4. çeyrekleri, 2010 yılının tamamı, 2011 yılının 1. ve 3. çeyrekleri, 2012 yılının 1. çeyreği, 2014 yılının 3. çeyreği, 2015 ve 2016 yılının tamamında, 2017 yılının 1. çeyreğinde nedensellik bulunmaktadır (Grafik 1). Bu sonuçlar finansal gelişmişliğin küresel finans krizi ile birlikte portföy yatırımlarının finansal gelişmişlik kavramından etkilendiğini göstermektedir. Son yıllarda ise bu nedenselliğin ortadan kaybolduğu görülmektedir.

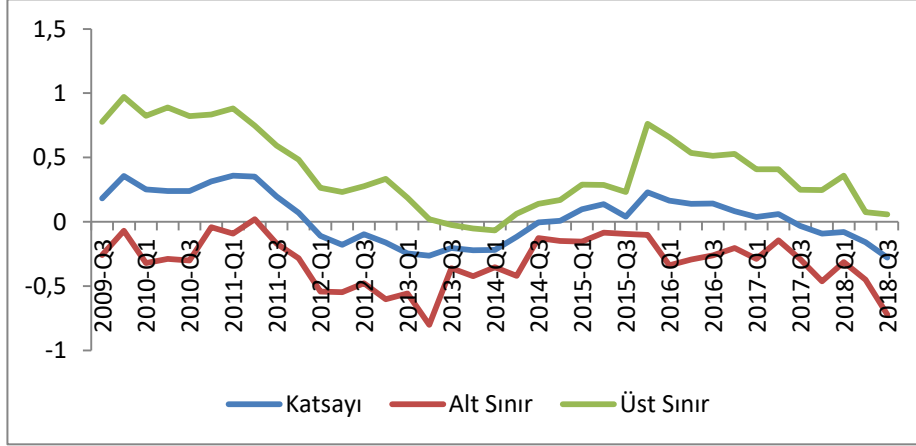
Grafik 2. Finansal İstikrardan Portföy Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 2 finansal istikrardan portföy yatırımlarına doğru olan nedenselliğin varlığını test eden analiz sonuçlarını göstermektedir. Buna göre ele alınan dönemler içinde finansal istikrardan portföy yatırımlarına doğru nedenselliğin olmadığı görülmektedir. Buradan hareketle Türkiye için ilgili dönemler arasında portföy yatırımlarının istikrarlı bir finansal sistemin olup olmadığını dikkate almadığını söylemek mümkündür.

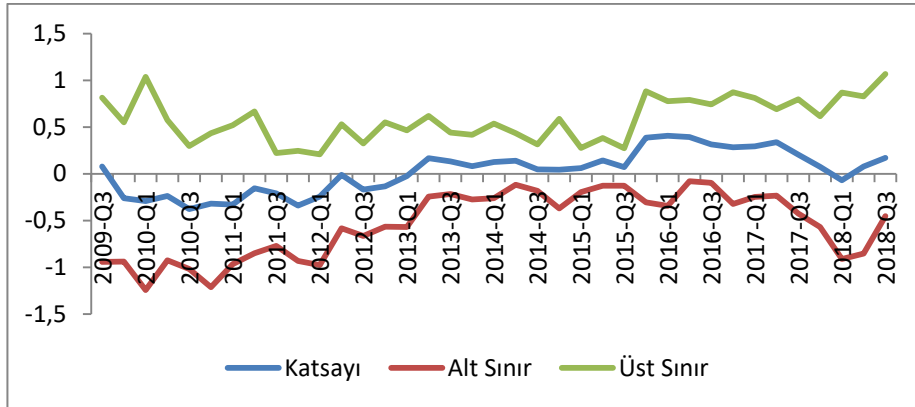
Grafik 3. Finansal Gelişmeden Portföy Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Analizin bu aşamasında kayan pencereler yaklaşımı ile regresyon sonuçları elde edilmiştir. Öncelikle nedensellik testine paralel olarak finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisini ölçen katsayı elde edilmiştir. Grafik 3'e göre 2009 yılının 3. çeyreğinden itibaren 2011 yılının 4. çeyreğine kadar finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu etki en düşük 0.069 ve en yüksek 0.359 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılının 1. çeyreğinden 2014 yılının 3. çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisi negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu etkinin en düşük olduğu dönem 2014 yılının 3. çeyreği (-0.005) ve en yüksek olduğu dönemde 2013 yılının 4. çeyreği (0.221) 'dir. 2014 yılının dördüncü çeyreğinden 2017 yılının ikinci çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisi tekrar pozitif olmuştur. Bu süre zarfında en düşük etki 2014 yılının dördüncü çeyreği (0.006) ve en yüksek etki 2015 yılının dördüncü çeyreğinde (0.228) olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılının üçüncü çeyreğinden analiz periyodunun sonuna kadar olan dönemde finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisi tekrar negatife dönmüştür. Bu süre zarfında en düşük etki 2017 yılının üçüncü çeyreği (0.032) ve en yüksek etki 2018 yılının dördüncü çeyreğinde (0.277) olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere finansal gelişmenin portföy yatırımları üzerindeki etkisi konjonktürel bir dalgalanma şeklinde ortalama olarak 10 çeyrekte bir değişmektedir.

Grafik 4. Finansal İstikrardan Portföy Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

İkinci olarak finansal istikrarın portföy yatırımları üzerindeki etkisini gösteren katsayının büyüklüğü ve işareti Grafik 4'te gösterilmiştir. Sonuçlara göre 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2013 yılının birinci çeyreğine kadar finansal istikrarın portföy yatırımları üzerindeki etkisi negatiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2012 yılının ikinci çeyreği (0.011) ve en yüksek etki 2010 yılının üçüncü çeyreğinde (0.378) olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılının ikinci çeyreğinden 2018 yılının üçüncü çeyreğine kadar (2018 yılı birinci çeyrek hariç) finansal istikrarın portföy yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2018 yılının ikinci çeyreği (0.079) ve en yüksek etki 2016 yılının birinci çeyreğinde (0.407) olarak gerçekleşmiştir. İki ayrı dönemde incelenen bu regresyonlarda 2009:Q1 ile 2018:Q3 arası dönemde 2013:Q1 yapısal bir değişime sahne olduğunu göstermektedir.

Bu dönem Amerikan Merkez Bankası başkanının uygulamış oldukları politikayı değiştireceklerini, parasal genişleme programına son vereceklerini açıkladığı döneme denk gelmektedir. Bu tarihten itibaren finansal istikrar portföy yatırımları için önemli bir kriter haline gelmiştir. Elde edilen katsayının büyüklüğü de verilen önemin dönem dönem arttığını göstermektedir. Bununla birlikte katsayının negatif olduğu dönemde, risk iştahının tüm dünyada artması nedeni ile finansal istikrarın portföy yatırımlarının yönünü belirlemede çok da etkili olmadığı söylenebilir.

6. SONUÇ ve ÖNERİLER

Çalışmada portföy yatırımlarının finansal gelişmişlik ve istikrardan ne derece etkilendiğini bulmak amacı ile iki farklı model oluşturulmuş, modele dahil edilen veriler tanımlanmış ve son olarak da verilerin kaynakları hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra ekonometrik metodolojiler tanıtılmıştır. Çalışmanın son kısmında ise kayan pencereler nedensellik ve regresyon analizleri gibi uygulanan ekonometrik yöntemlere ilişkin test sonuçları verilmiştir.

Kayan pencereler regresyon analiz sonuçları, finansal gelişmişliğin konjonktürel dalgalanmalara bağlı olarak portföy yatırımları üzerinde negatif ve pozitif etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Finansal istikrar için değerlendirme yapılacak olursa, özellikle 2013 sonrası dönemde finansal istikrarın portföy yatırımları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, finansal istikrarın da finansal gelişmişliğin de yabancı sermaye girişi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bununla birlikte 2013 sonrası dönemde portföy yatırımları için finansal istikrarın daha önemli hale geldiğini söylemek mümkündür. Finansal istikrarın sermaye girişi üzerindeki etkisinin finansal gelişmeye göre daha etkin olduğu gerçeği üzerine, finansal gelişmişliğin, gerek fon büyüklüklerinin gerekse araç çeşitliliğinin, finansal sermayenin yurtdışından ülkeye girmesi için yeni dönemde yeterli olmadığı, ekonominin düzenleyici ve denetleyici kurumlarının finansal istikrar için de çaba göstermesi gerektiğini göstermektedir.

KAYNAKLAR

AHMED, S.ve Zlate, A. (2013), "Capital Flowsto Emerging Market Economies: A Brave New World?", *International Finance Discussion Papers Number* 1081,June, Pp.1-29

AKIŞOĞLU, B. (2013). *Portföy Yatırımı İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara Ocak, 2013.

AKTAŞ, C. (2011). *Finansal İstikrar Analizi Bağlamında Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

ALAGÖZ, M. ve Yapar, S. (2006) "Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:21, Sayı:247, 79-91.

ALLEN, W. A. ve Wood, G. (2006). Defining and Achieving Financial Stability, *Journal of Financial Stability*, Vol. 2, Issue. 2, ss. 152-172

ANWAR, S., & Sun, S. (2011). Financial development, foreign investment and economic growth in Malaysia. *Journal of Asian Economics*, 22(4), 335-342.

ARAS Güler, Müslümov Alövsat,(2003) *Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü*: OECD Ülkeleri ve Türkiye, KYD, İstanbul, s. 6-7.

BAİLLIU, J. N. (2000). *Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries*. Ottawa: Bank of Canada.

BALCILAR, M., Özdemir, Z.A. ve Arslantürk, Ö. (2010). *Economic Growth and Energy Consumption Causal Nexus a Viewed Through a Bootstrap Rolling Window*. Energy Economics, 32, 1398-1410

BASTÜRK, H. (1999). *Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları, Yeterlilik Etüdü*. Sermaye Piyasası Kurulu, 75 (9), 23 – 36.

BECK, T. ve Levine, R. (2004). Stock markets, banks and growth: panel evidence. *Journal of Banking & Finance* 28: 423-442.

BIS. (2009). Handbook on Securities Statistics. Part 1: Debt Securities Issues. Basel.

BORÍO, C. ve Drehmann, M. (2009). Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences, BIS Working Papers, No. 284

DICKEY, D. A. ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. **Econometrica**, 49, ss. 1057-1072.

DURHAM, J. B. (2004). Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. **European economic review**, 48(2), 285-306.

ELLİOT, G., Rothenberg, T.J., Stock, J., (1996), " Efficient Tests for an Autoregressive Unit Root", **Econometrica**, Vol:55, pp:813-836

ERGUNGOR, O. E. (2008). Financial system structure and economic growth: structure matters. **International Review of Economics and Finance** 17: 292-305.

GADANECZ, B. ve Jayaram, K. (2008). Measures Of Financial Stability – A Review , Monetary and Economic Department, **Bank for International Settlements**, IFC Bulletin No 31, ss. 365-383

HASAN, I., Wachtel, P. ve Zhou, M. (2009). Institutional development, financial deepening and economic growth: evidence from China. **Journal of Banking & Finance** 33: 157-170.

IMF (2009). **Balance of Payments and International Investment Position Manual**. (Sixth Edition). Washington D.C.

İMKB Araştırma Müdürlüğü, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları Ve Türkiye", **İMKB Dergisi**, Kasım 1994, İstanbul.

İNANÇLI, S., Altıntaş, N. ve İnal, V. (2016). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: D8 Örneği. **Kastamonu Üniversitesi İİBF Dergisi**, 14, 36 – 49.

KAR, M. ve Günay E. (2004). Finansal İstikrarın Temel Koşulları. Uludağ Üniversitesi **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 21(487), ss. 50-69.

KENDALL, J. (2012). Local financial development and growth. **Journal of Banking & Finance** 36: 1548-1562.

LEVİNE, R. ve Zervos, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. **The American Economic Review** 88(3): 537-558.

MİSHKİN, F. (2000). **Financial Policies and the Prevention of Financial Policies in Emerging Market Countries**. NBER Working Papers.

PAGANO, M. 1993. "Financial Markets and Growth: An Overview." **European Economic Review** 37 (2-3): 613-622.

ROSENGREN, E. (2011). Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition, **Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum**, ss.1-28.

SCHİNASİ, G. J. (2004). Defining Financial Stability, **IMF Working Paper**, No. 04/187.

ŞENOL, Z., ve Koç, S. (2018). Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa Ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin Var Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği. **International Journal Of Economic & Administrative Studies**, (21).

UĞURLU, E. (2009). **Durağanlık Ve Birim Kök Sınamaları**. Ders Notları, 1-11.

YETİZ, F. (2008). ***Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi***, Türk Finans Sistemi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

YILDIZ, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. ***Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences***, 26(1).