



# Portföy ve Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Karşılaştırmalı Etkisi: E-7 Ülkeleri Örneği

*Comparative Effect of Portfolio and Foreign Direct Investment Inflows on Economic Growth: The Case of E-7 Countries*

**Burak Uğur<sup>1</sup> ve Onur Çelik<sup>2</sup>**

<sup>2</sup> Dr. Öğretim Üyesi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, burakuğur@ksu.edu.tr, Orcid ID: 0000-0001-9056-8035.

<sup>3</sup> Dr. Öğretim Üyesi, Gelişim Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, onucelik@gelisim.edu.tr, Orcid ID: 0000-0002-5990-6128.

## MAKALE BİLGİSİ

### Anahtar Kelimeler

E-7,  
Doğrudan Yabancı Yatırım,  
Portföy Yatırımı,  
Ekonomik Büyüme

### Makale Geçmişi:

Geliş Tarihi: 31 Ocak 2022  
Kabul Tarihi: 20 Şubat 2023

## ARTICLE INFO

### Keywords

E-,7  
Foreign Direct Investment,  
Portfolio Investment,  
Economic Growth

## ÖZET

Küreselleşmeyle beraber gelişmekte olan ekonomiler dış kaynağın doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları şeklinde gelmesi için teşvik edici politikalar uygulamışlardır. Doğrudan yatırım girişleri, istihdam, sermaye stoku, bilgi ve teknoloji transferi gibi etkilerle ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir. Portföy şeklinde yabancı yatırımlar ise, yatırımlar için finansman olanağı sağlaması ve finansal gelişmeyi etkileyerek ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir. Ampirik literatürde, çalışmaların önemli bir bölümünde portföy ve doğrudan yatırım girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu bulgusuna varılmıştır. Ancak literatürde portföy ve doğrudan yatırım girişlerindeki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olmadığı ya da negatif etkisi olduğu biçiminde bulgular da söz konusudur. 2008 küresel krizinin ardından başlayan doğrudan yabancı yatırım, portföy ve ekonomik büyümedeki istikrarsızlıklar, günümüzde de sürmektedir. Bu çalışmada, E-7 ülkeleri açısından 1997-2019 yılları arasında doğrudan yabancı yatırım ve portföy girişlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel eşbütünlük analiziyle tahmin edilmiştir. Analizler sonucu ulaşılan bulgular, E-7 ülke grubunda portföy girişlerinin iktisadi büyümeyi etkilemediğini, doğrudan yatırım girişlerinin ise iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkili olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgular, E-7 ülke grubunun ekonomik büyümesini arttırabilmesi için doğrudan yatırımın portföy yatırımlarına kıyasla önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

## ABSTRACT

Along with globalization, developing economies have implemented incentive policies to ensure that external resources come in the shape of foreign direct investment and portfolio investments. Foreign direct investment inflows can increase economic growth through effects such as capital stock, employment, information transfer and technology. Foreign investments in the form of portfolios, on the other hand, can increase economic growth by providing financing for investments and affecting financial development. In the empirical literature, it has been concluded that portfolio and FDI inflows have a positive impact on economic growth in a significant part of the studies. However, there are also results in the literature that increases in portfolio and FDI inflows have no effect on economic growth or have a negative effect. Foreign direct investment, portfolio and economic growth instability, which began after

**Article History:**

Received: 31 January 2022

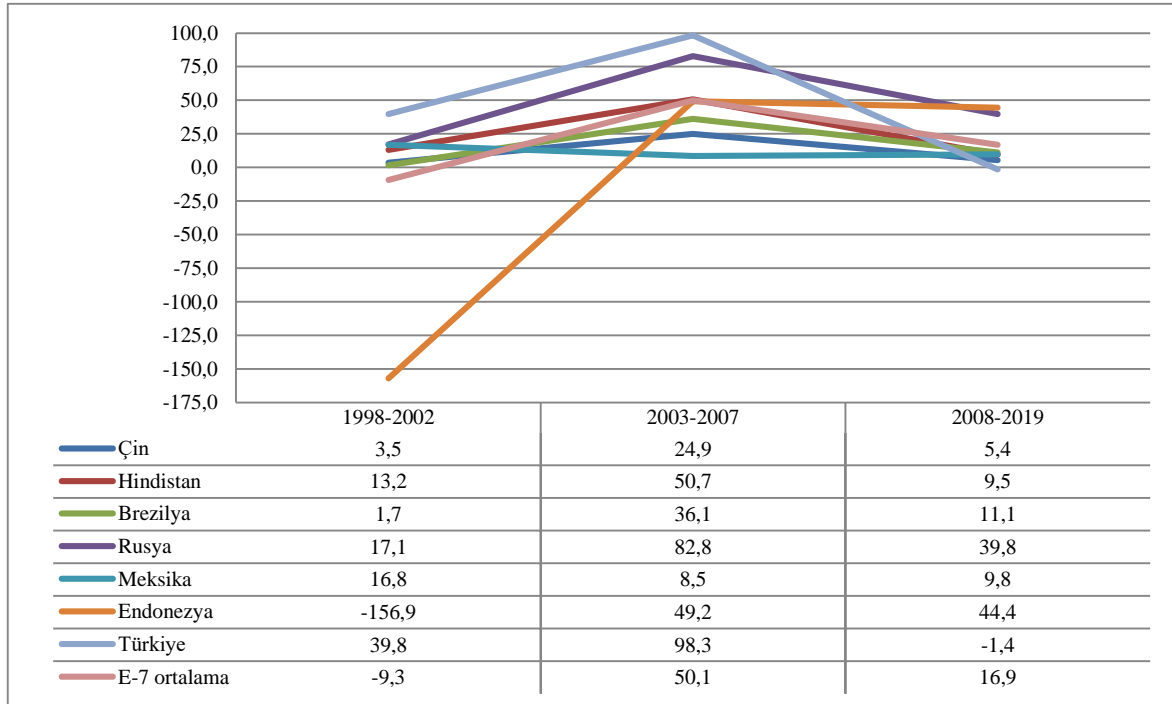
Accepted: 20 February 2023

the 2008 global crisis, still continue. In this study, the effect of foreign direct investment and portfolio inflows on economic growth between 1997-2019 for the E-7 countries was estimated using the panel method. The facts obtained as a result of the analyses show that portfolio inflows do not affect economic growth in the E-7 country group, while direct investment inflows have a positive impact on economic growth. The facts obtained show that foreign direct investment has a substantial role compared to portfolio investments in order to enhance the economic growth of the E-7 group of countries.

**D**oğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ile portföy yatırımları günümüzde yabancı sermaye yatırımlarında önemli paya sahip olan iki yatırım türüdür. Tasarruf sahiplerinin daha yüksek getiriye ulaşmak amacıyla başka bir ülkede fiziki yatırımlar yapması, doğrudan yabancı yatırım olarak ifade edilirken; kamuya ya da özel kesime ait tahvil, hisse senedi gibi sermaye piyasası araçlarına yönelik gerçekleştirilen yatırımlar portföy yatırımları biçiminde nitelendirilmektedir (Mucuk 2011, s. 11-12). Diğer bir ifadeyle, çok uluslu bir şirketin üretimini ana merkezin dışındaki bir ülke sınırlarına kaydırması, ortaklarla başka bir şirket kurması veya var olan bir firmayı satın alması/onun sermayesini artırması şeklinde tanımlanabilir (Kurtaran 2007, s. 367)

Portföy yatırımları, yatırımlar için finansman olanağı sağlaması ve finansal gelişmeyi desteklemesi yoluyla; doğrudan yatırımların ise teknoloji, sermaye ve bilgi aracılığıyla ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Fakat portföy yatırımlarının genelde üretim şeklinde olacak yatırıma dönüşmeden kısa vadede kar kazanmak amacıyla gelmesi ve doğrudan yabancı yatırımların satın alma birleşme biçiminde gelmesi bu etkiyi sınırlandırmaktadır. Ayrıca her iki yatırım biçimi de belirli bir teknolojik düzeye erişememiş, finansal gelişimini sağlamamış, kurumsal ve hukuksal çerçevesi zayıf olan ülkelerde ekonomik büyümeye katkı sağlamayabilmektedir (De Vita ve Kyaw 2009, s. 281; Gök ve Güvercin 2020, s.59-60; Durham 2004, s.285).

E-7 sınıflandırması, 2006'da İngiliz danışmanlık şirketlerinden Pricewaterhouse'in yayınladığı küresel görünüm raporunda ortaya konulmuştur. Bu ülkeler, Türkiye, Endonezya, Meksika, Brezilya, Çin, Rusya ve Hindistan'dır. Bu tasnif, bu ekonomilerin hızlı büyümeleri, küresel ticarete yükselen payları ve yüksek nüfusları ile gelişmekte olan ekonomiler içerisinde ön planda olduklarından ortaya konulmuştur. 2015 senesinde G-7 (Sanayileşmiş 7) ülkeleri ile aynı ekonomik büyüklüğe sahip olan E-7 ülkelerinin, gelecek senelerde G-7'nin iki katı hacmine varacağı beklenilmektedir (Tekin 2020, s. 1).

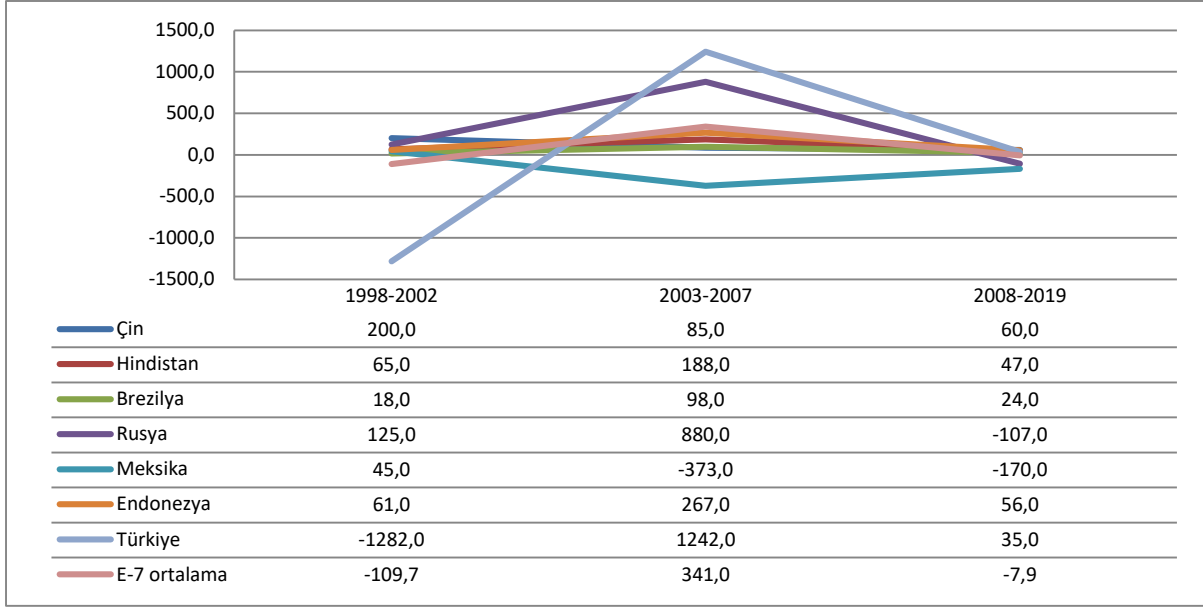


**Şekil 1.** E-7 Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin Ortalama Yıllık Büyüme Oranı (1992-2019, Akım, %)

**Kaynak:** World Bank, <https://databank.worldbank.org>

Şekil 1'de, E-7 (Gelişmekte olan 7) ülkelerinde hem bir grup olarak hem de ülkeler bazında doğrudan yatırım girişindeki ortalama yıllık büyüme oranı sunulmaktadır. Şekil 1'den anlaşıldığı üzere 2008 yılında ortaya çıkan ve etkisi çeşitli şekillerde süren küresel kriz sebebiyle, hem E-7 ülke grubunda hem de bu gruba üye olan ülkelerin tamamında doğrudan yabancı yatırım

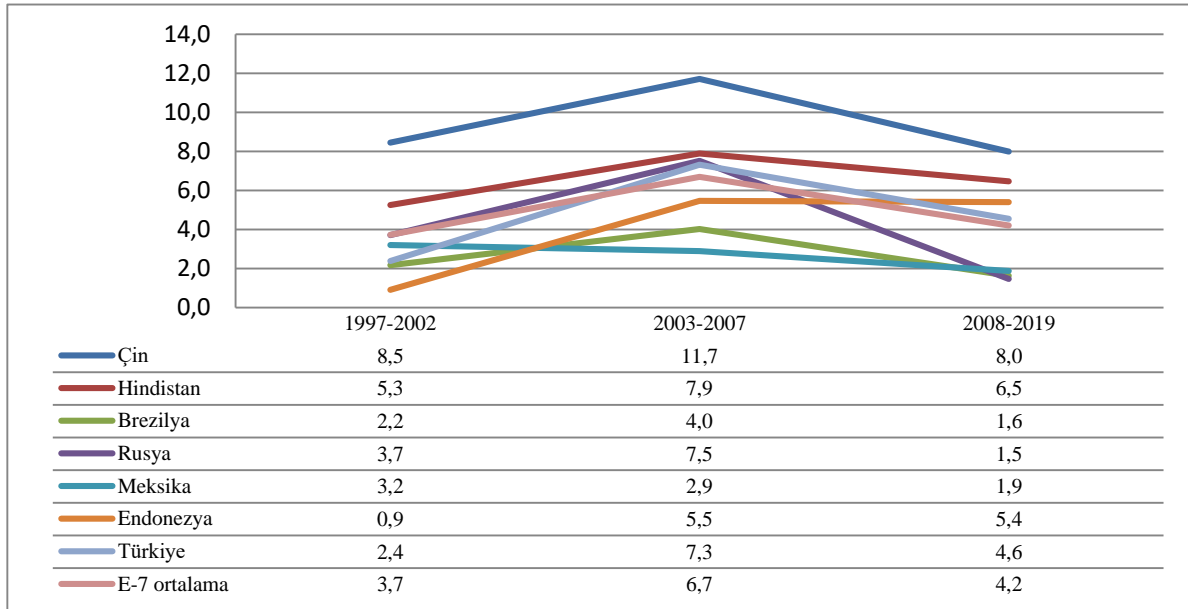
girişlerinin büyüme hızında önemli oranda bir zayıflama meydana gelmiştir. Bu hususun ana sebepleri, dünya büyümesinin yavaş olması ve uluslararası şirketlerin kârlılıklarındaki düşüşlerdir (UNCTAD 2019, s.14-15).



Şekil 2. E-7 Ülkelerinde Hisse Senedi Olarak Portföy Girişlerinin Ortalama Yıllık Büyüme Oranı (1998-2019, Akım, %)

Kaynak: World Bank, <https://databank.worldbank.org>

Şekil 2’de, E-7 ülkelerinde hem bir grup olarak hem de ülkeler bazında hisse senedi şeklinde portföy girişlerindeki ortalama yıllık büyüme oranı verilmektedir. Şekil 2’de gösterildiği üzere hem E-7 ülke grubunda hem de bu gruba üye olan ülkelerin tamamında -Meksika hariç- 2008 senesinden günümüze portföy girişlerinin büyüme hızında ciddi düzeyde bir yavaşlama gerçekleşmiştir. Bu hususun ilk zamanlardaki sebepleri, Amerika’daki küresel finans kriz ve Avrupa’daki borç krizinin risk iştahını ve küresel büyümeyi düşürmesidir. Fakat küresel düzeyde yaşanan krizin etkilerinin yavaşladığı yakın dönemlerde ise, küresel büyüme oranlarının düşmesi, başta Amerika olmak üzere gelişmiş ülkelerin sıkı para politikası uygulamaları, para politikası belirsizlikleri, jeopolitik gelişmeler ve gelişmekte olan ülkelere özgü kırılganlıklar portföy akımlarının zayıf seyretmesinin nedenleri arasındadır (Ahmad vd. 2016, s.59; Uğur 2021, s.89; TCMB 2019, s. 1).



### Şekil 3. E-7 Ülkelerinde Büyüme Oranları (1997-2019,%)

**Kaynak:** World Bank, <https://databank.worldbank.org>

Şekil 3’de 1997-2019 yılları arasında E-7 ülkelerinde hem bir grup olarak hem de ülkeler bazında ortalama büyüme oranları sunulmaktadır. 1997-2002 yılları arası ortalama %3.7 büyümüş olan E-7 ülke grubu 2003-2007 arası hızlı bir büyüme sürecine yönelmiş ve 2008 küresel krizine dek ortalama %6.7 büyüme yaşamıştır. Ancak E-7 ülkeleri, 2008 küresel krizinin başlangıcından bu zamana kadar yavaş (%4.2) büyümektedir. Ülke grubu olarak bu şekilde işleyen süreç ülkeler bazında da benzerdir. Bu durumun nedenleri arasında doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarında ifade edilen faktörlere ek olarak, Çin ekonomisindeki politika değişikliği, Brexit’in yarattığı belirsizlik ve ticari korumacılığın artışı sıralanabilmektedir (TİM 2019, s.30-31).

DYY ve portföy girişlerinin büyüme etkisi, ülkelerin ekonomi politikaları bakımından önemli bir konuyu temsil etmektedir. Bir ekonomide DYY ve portföy girişlerinden büyüme yönüne ilişkin varlığı, iktisadi büyümenin yükselmesi için doğrudan yatırım ve portföy girişlerini ve buna dair özendirici politikaları gerekli hale getirmektedir (Kuzucu 2018, s.337)

2008 küresel krizini takiben başlayan doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve ekonomik büyümedeki istikrarsızlıkların günümüzde de sürmesi, E-7 üyesi ülkelere DYY ve portföy girişlerinin iktisadi büyümede yarattığı uzun dönem etkisinin ortaya konulmasını önem arz eden bir durum haline getirmektedir. Bu çalışmanın amacı, E-7 üyesi ekonomilerde DYY ve portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu araştırmanın, ülke örneklemleri olarak E-7 ekonomilerini alması ve panel veri analizinin yeni yöntemlerinden yararlanılmasıyla literatüre katkı vereceği göz önünde tutulmaktadır. Bu doğrultuda bu etki, 1997-2019 yılları kapsamında panel eşbütünlük analizi yöntemiyle sınanmaktadır. Bu bağlamda, öncelikle konuyla ilgili literatür taraması üzerinde durulmakta, arkasından teorik çerçeve açıklanarak ekonometrik yöntemlere yer verilmektedir. Takip eden bölümde ise E-7 ekonomileri için DYY ve portföy girişlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisini açıklamak için ekonometrik analize ve analizlerden elde edilen bulgulara yer verilmektedir. Çalışmada son olarak, bulgularla ilgili değerlendirmeler yapılmakta ve politika önerileri sunulmaktadır.

## 1. TEORİK ÇERÇEVE

DYY, genel olarak uluslararası şirketlerce (ÇUŞ) başka ülkelere yapılan sabit kıymet yatırımlarıdır. Portföy yatırımları ise, tasarrufların uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası döviz kuru, politik ve bilgi elde etme riskleri gibi ilave riskler alarak sermaye kazancı, kâr payı ve faiz gibi gelirlere ulaşmak için tahvil, hisse senedi ve diğer sermaye piyasası varlıklarına yatırım gerçekleştirmeleridir (Başoğlu 2000, s.90; Sağlamer 2003, s.2).

Doğrudan yatırım ve portföy yatırımını ayıran önemli özellikler aşağıdadır (Seyidoğlu 2013, s.629; Mucuk 2011, s.12; Karluk 2013, s. 759; Akyol 2013, s.4-7):

- Doğrudan yatırım, şirketin yönetiminde kontrol sağlar ya da önemli derece etkiye sahiplik hakkı vermektedir. Yatırımcının portföy yatırımlarında ise şirketin yönetimi üzerinde hakkı yoktur.
- DYY, sermaye, teknoloji ve yönetim organizasyon teknikleri gibi bilgiler sağlarken; portföy yatırımları ise sadece sermaye getirmektedir.
- Doğrudan yatırım genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılırken; portföy yatırımı ise bankalar, yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri ve diğer yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.
- Doğrudan yatırımcı, yatırımın uzun vadeli rekabet ve kâr üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. Portföy yatırımcıları ise kısa dönemde maksimum getiriyi elde etmeyi hedeflemektedir.
- Portföy yatırımları, doğrudan yatırımlara göre çok daha hareketli, değişken ve geçicidir. Portföy yatırımları herhangi bir risk durumunda diğer yatırımlar içerisindeki kısa vadeli yatırımlarla birlikte hemen ülkeden çıkmaya başlamaktadır. DYY, portföy yatırımlarına göre çok daha kalıcıdır ve kriz döneminde ülkeden ayrılması daha zordur. Çünkü üretim tesisi, makine, arazi, emlak gibi fiziki varlıkların likiditesi düşüktür. Bununla birlikte, yatırımın gerçekleştirildiği ekonomideki üretimin şirketin uluslararası üretimi manasında önemli olması nedeniyle ülkeden çıkışın maliyeti yüksek olabilmektedir.
- Portföy yatırımları ülkeden ayrıldıktan belirli bir süre sonra koşullar düzeldiğinde tekrar dönebilmektedir. Fakat bu durum doğrudan yatırım için genellikle söz konusu değildir.
- DYY faiz oranları düşük, finansal sistemi güçlü, hammadde kaynakları fazla ve emeğin ucuz olduğu ülkeleri seçmektedir. Portföy yatırımları ise faiz oranları yüksek ve finansal yapıları sık olan ülkeleri seçmektedir.

Doğrudan yatırımlar, yeşil alan yatırımı (sıfırdan yatırım) biçiminde olabileceği gibi satın alma ve birleşmeler şeklinde de olabilmektedir. Doğrudan yatırım, yabancı ülkeye sermaye, makine, know-how, teknoloji, ihracat, pazarlama ve yönetim teknikleri konularında önemli imkânlar sağlamaktadır (Yalçiner 2008, s.87). Doğrudan yatırımın iktisadi büyüme üzerindeki etkisi endojen büyüme teorileriyle izah edilmektedir. Endojen büyüme modellerinde DYY, teknoloji, sermaye stoku ve bilgi aracılığıyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir (Nair-Reichert ve Weinhold 2001, s.154).

Doğrudan yatırım girişlerinin ev sahibi ekonominin üretimi üzerindeki etkisi iki biçimde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, ÇUŞ'un yurt dışı iştiraklerinin yaptığı üretim olan doğrudan etkidir. İkincisi ise, DYY'nin yerli şirketlerin üretimi üzerindeki etkisi olan dolaylı etkidir (Uğur 2021, s.120). Bu yatırımın doğrudan ve dolaylı etkenler aracılığıyla ev sahibi ekonomilerin üretimini olumlu olarak etki etmesi beklenmektedir. Ancak doğrudan yatırım ev sahibi ekonominin üretimini arttırmayabilir ya da düşürebilmektedir (Gök ve Güvercin 2020, s.62-64).

DYY'nin iktisadi büyüme üzerindeki doğrudan etkisi temelde yatırımın yeşil alan yatırımı mı satın alma ve birleşme şeklinde mi yapıldığına bağlıdır. Yeşil alan yatırımları, yeni şirketler ve fabrikaları ifade etmekte ve böylece üretim düzeyi üzerinde doğrudan pozitif etkiler gerçekleştirmektedir. Satın alma ve birleşme ve biçimindeki doğrudan yatırımlar ise genellikle yerli bir şirketin sahipliğinin el değiştirmesi anlamını taşımaktadır. Bu bağlamda bu yatırımların ülke ekonomisine pozitif etkisi hususunda önemli endişeler söz konusudur. Satın alma ve birleşme biçimindeki DYY girişlerinin ise, elde edilen firmada önemli yapılandırmalar veya ek yatırımlar gerçekleşmediği müddetçe ülke ekonomisinde istihdam, üretim ve ihracat gibi değişkenlerde önemli değişimler yaratmaması beklenmektedir. Bu yatırımlarda temelde yerel şirketin kaynakları kullanılmakta ve bu kaynaklar yatırımı gerçekleştiren şirketin yönetim anlayışı ile sentez edilmektedir. Bu tür yatırımlar, satın alınan şirketin yeniden yapılandırılması ve operasyonlarının rasyonalize edilmesi sebebiyle üretimin azalmasına bile sebep olabilmektedir (TCMB 2017, s.5).

Doğrudan yatırım ev sahibi ülkenin yerli şirketlerinin üretimini çeşitli yollarla arttırabilmektedir. İlk olarak, yabancı firmalar yerel iş gücüne eğitim, yeni teknoloji, üretim, yönetim ve pazarlama teknikleri ve ihracat faaliyetleri gibi bilgileri sağlayarak ülkedeki beşeri sermaye ve teknoloji stokunun artmasını sağlamaktadır. İkinci olarak, yabancı firmalar kendi iştiraklerinde çalışan işçileri üretim, satış, yönetim ve ihracat teknikleri gibi hususlarda eğitmekte ve eğer bu işçiler yerel firmalara geçerse veya kendi firmalarını kurarlarsa bu teknikler yerel şirketlere yayılarak üretimi arttırabilmektedir. Bununla birlikte, yerel firmalar dış iştiraklerin teknolojik bilgilerini kopyalayarak üretimlerini arttırabilmektedir. Aynı zamanda, doğrudan yatırım, girdiği ekonomide girdiler talep ederek (geri bağlantı) ya da girdiler sağlayarak (ileri bağlantı) yerel tedarikçi firmaların ve nihai mal üreten firmaların gelişmelerini sağlamaktadır. Dahası, ÇUŞ'ların ülkeye girişi yerel şirketleri pazar paylarını korumak için yeniliğe dair ar-ge çalışmalarına, gözlem ve taklitle ve kaynakları daha verimli kullanmaya zorlamaktadır. Son olarak, ÇUŞ'lar ev sahibi ülkelerin kurumsal yapılarının iyileşmesini sağlayarak ve kendi ülkelerinde hükümetlere ev sahibi ülkeden yapılacak ithalata, kısıtlamaların kaldırılmasıyla ilgili lobicilik gerçekleştirerek de yerel firmaların üretimlerini yükseltebilmektedir (Kneller ve Pisu 2005, s.2-3; Long vd. 2015, s.31; Gök ve Güvercin 2020, s.62-63).

Teknolojik gelişmişlik konusunda yerli ve yabancı şirketler arasında belirgin bir farkın bulunmaması, ev sahibi ekonomilerde yeterli miktarda beşeri sermayenin bulunmaması, finansal piyasalarının gelişmemiş olması ve alt yapı yetersizlikleri, DYY'nin üretim üzerindeki yayılma etkilerinin ortaya çıkamamasına neden olabilmektedir. Bununla birlikte, ev sahibi ülke ekonomisinde rekabetin yetersiz olması, yoğun tarife ve korumacılık uygulamaları kullanılması, iç pazar amaçlı ve yatırımların yeşil alan yatırımlarına kıyasla satın alma ve birleşme biçiminde gelmesi de yayılma etkilerini azaltmaktadır. Son olarak, yabancı iştiraklerle yerli firmalar arasındaki bağlantıların seviyelerinin düşük olması, yabancı firmaların yerel firmalarla ortaklıklar yapmaması, ev sahibi ekonomide ekonomik ve politik istikrarın sağlanmamış olması ve ev sahibi ekonominin kurumsal ve hukuksal yapının (bilhassa fikri mülkiyet hakları) gelişmemiş olması da DYY'nin etkinliğini sınırlandırmaktadır (Borenstein vd, 1998, s.115; De Mello 1997, s.15-18; Alfaro vd. 2004, s.89; Gür 2014, s.51-55; Mucuk 2011, s.42; Değer ve Emsen 2006, s.135).

DYY üretimi dolaylı olarak da olumsuz etkileyebilmektedir. Bu durum genelde negatif rekabet etkisiyle açıklanmaktadır. Bu bağlamda, ÇUŞ'ların yerli pazara girmesiyle ortaya çıkan yoğun rekabet yerel şirketlerin piyasa payını kaybederek piyasadan çıkabilmesine veya en azından kısa dönemde eksik kapasite ile üretim yapılmasına sebep olabilmektedir. Bu bağlamda, yerel şirketlerin yurt içi yatırım ve istihdamı dışlamaları ortaya çıkabilmektedir. Bu hususun ana nedenleri, ÇUŞ'ların yerel pazara girişinin fiyatları azaltması, ücretleri arttırması ve ÇUŞ'ların yerli şirketlere göre daha ileri teknoloji ve ürünü elinde bulundurmasıdır (Uğur 2021, s.129; Gök ve Güvercin 2020, s.63).

Yabancı yatırım türlerinden bir diğeri de dolaylı yatırımlar olarak da isimlendirilen portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları, hem yatırımlar için finansman olanağı sağlayarak hem de finansal gelişmeyi etkileyerek ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bu yatırımlar, yurt içi sermaye piyasalarının likiditesini ve etkinliğini arttırmaktadır. Sermaye piyasaları daha geniş, likit ve derin hale geldikçe büyümeyi daha da teşvik edecek geniş bir proje çeşidi finanse edilebilmektedir (De Vita ve Kyaw 2009, s.277). Finansal gelişme yerli ve yabancı tasarrufların harekete geçirilmesini, etkin risk paylaşımını, büyük ölçekli

teknolojilerin ortaya çıkmasını ve uzmanlaşmayı sağlamaktadır. Ayrıca bu gelişim işlem maliyetlerini ve faiz oranlarını da düşürmektedir. Portföy yatırımları, ev sahibi ülkelerin yatırım ve ticaret düzenlemeleri gibi yasal yapı da dâhil olmak üzere kurumsal yapılarının ve teknolojik altyapılarının geliştirilmesi yönünde baskı yapabilir (Gök ve Güvercin 2020, s.64).

Portföy yatırımları ekonomik büyümeyi negatif etkileyebilmekte veya etkilemeyebilmektedir. Bu durum, üç biçimde ortaya çıkabilmektedir. İlk olarak, portföy yatırımlarının ülkeye yoğun olarak girişi varlık fiyatlarının temel değerlerinden sapmasına neden olarak belirli bir zaman sonra ekonomik gerilemelere neden olabilmektedir. Portföy yatırımları yöneldiği ekonomilerde varlık balonlarına neden olabilmekte ve bu durum ülkelerin kırılganlıklarını artırarak ekonomik büyümelerini yavaşlatabilmektedir. İkinci olarak, portföy yatırımları yöneldiği ekonomilerin kısa vadede döviz ihtiyacını karşılayarak, ulusal kaynakların üstünde bir harcama ve yatırıma imkân sağlayarak, ekonomik büyümeye hız kazandırmaktadır. Ancak ülkedeki herhangi bir olumsuz ekonomik ve siyasal gelişme karşısında bu fonlar hemen yoğun biçimde ülkeden çıkmaktadır. Bu durum ise ülkede bir mali krizin baş göstermesine ya da mevcut ekonomik krizin daha da derinleşmesine sebep olarak uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir (Kamacı ve Raz Mohammad 2020, s.89). Son olarak, kurumsal ve hukuksal çerçevesi zayıf, belirli bir finansal gelişme ve teknolojik seviyeye erişememiş ülkelerde portföy yatırımları ekonomik büyümeyi engelleyebilmektedir (Idrees 2018, s.86; Gök ve Güvercin 2020, s.65).

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Portföy ve DYY girişlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisine dair yapılan araştırmalar Tablo 1’de sunulmuştur. Tabloya göre portföy ve DYY girişlerinin iktisadi büyüme üzerine etkisi, panel veri ve zaman serisi analizleri ile araştırılmaktadır. Literatürde yapılan çalışmaların ampirik sonuçları incelendiğinde; çalışmaların büyük bölümünde portföy ve DYY girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi pozitif olarak bulunmakla birlikte, negatif ve anlamsız sonuçlara da rastlanmaktadır. Çalışmaların bulguları; kullanılan ekonomik büyüme serisine (GSYİH, GSYİH değişimi ve fert başına GSYİH olarak alınmasına), DYY’nin stok ya da akım olarak kullanılmasına, kurulan modellere (log-lineer, karesel, logaritmik, kübik vb.), kontrol değişkenlerine, incelenen döneme ve ülkelere göre farklılık arz etmektedir.

**Tablo 1.** Portföy ve DYY Girişlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisine Yönelik Ampirik Çalışmalar

Yazar(lar)	Dönem ve Ülkeler	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Durham (2004)	1979-1998 (yıllık), 80 Ülke	En Küçük Kareler Regresyon Analizi	İlk model: Fert Başına Hâsıla Büyümesi, Net DYY, Nüfus Büyümesi, Yatırım Oranı, Eğitim Oranı, Yolsuzluk Endeksi, İnsan Hakları Endeksi ve Ticaret - İkinci model: Fert Başına Hâsıla Büyümesi, Net Hisse Olarak Portföy Yatırımları, Nüfus Büyümesi, Yatırım Oranı, Eğitim Oranı, Yolsuzluk Endeksi, İnsan Hakları Endeksi ve Ticaret	DYY ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde etkisi bulunmamaktadır.
Demir (2007)	1996: 02-2005: 09 (aylık), Türkiye	Johansen Eşbütünlüşme Analizi	GSYİH (Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla), DYY Girişi ve Portföy Girişi	Türkiye’de DYY ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
De Vita ve Kyaw (2009)	1985-2002 (yıllık), 126 Gelişmekte Olan Ekonomi (Düşük, Orta Düşük ve Orta Üst Gelir Grubu)	Panel Veri Analizi	İlk model: GSYİH Değişimi, Net DYY/GSYİH, Hükümet Harcamaları, Enflasyon, Yaşam Beklentisi, Nüfus Büyüme Oranı, Orta Öğretim Mezunun Toplam Nüfusa Oranı ve Ticari Açıklık Oranı İkinci model: GSYİH Değişimi, Net Portföy Yatırım/GSYİH, Hükümet Harcamaları, Enflasyon, Yaşam Beklentisi, Nüfus Büyüme Oranı, Orta Öğretim Mezunun Toplam Nüfusa Oranı ve Ticari Açıklık Oranı	DYY orta düşük ve orta yüksek gelir grubunda büyüme üzerinde olumlu etkili iken; düşük gelir grubunda ise negatif etkilidir. Portföy yatırımları ise sadece üst orta gelir düzeyinde ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bu durum her iki yatırım girişinin de sadece asgari düzeyde ekonomik gelişmeyi yakalamış gelişmekte olan ülkeler de etkili olduğunu göstermektedir.
Choong vd. (2010)	1988-2002 (yıllık), 19 Gelişmiş Ekonomi ve 32 Gelişmekte Olan Ekonomi	Panel Veri Analizi	Fert Başına Hâsıla Büyümesi, Sermaye Stoku, Emek Gücü, Tasarruf DYY Girişi ve Net Portföy Yatırımları, Enflasyon ve Dış Borç	Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde portföy ve doğrudan yatırımların iktisadi büyüme üzerinde sırasıyla negatif ve pozitif etkisi vardır.
Vergil ve Karaca (2010)	1980-2005 (yıllık), 25 Gelişmekte Olan Ülke	Panel Veri Analizi	GSYİH Değişimi, DYY Girişi/GSYİH, Portföy Girişi/GSYİH, Kısa Vadeli Sermaye Yatırımı/GSYİH, Kamu Harcamaları/GSYİH, Net Tasarruflar/GSYİH ve Sabit Sermaye Yatırımları/GSYİH	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
Tiberiu Albulescu (2015)	2005-2012 (yıllık), 13 Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkesi	Panel Veri Analizi	Fert Başına Hâsıla, DYY Girişi, Portföy Girişi, Faiz Oranı, Enflasyon Oranı, İşsizlik Oranı, M2 Parasal Büyüme Oranı, Döviz Kuru, Enerji Tüketimi ve Eğitim Seviyesi	DYY ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
Ahmad vd. (2016)	2001-2013 (yıllık), ASEAN Ülkeleri (Endonezya,	Granger Nedensellik Analizi	GSYİH, Portföy Yatırımları Girişi ve DYY Girişi	Singapur hariç ASEAN ülkelerinde portföy yatırımları iktisadi büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ayrıca Singapur,

Kuzucu (2018)	Tayland, Filipinler, Malezya ve Singapur) 2005-2015 (yıllık), 52 Gelişmekte Olan Ülke	Panel Veri Analizi	GSYİH Değişimi, Kredi Hacmi./GSYİH, Net DYY/GSYİH, Net Portföy Yatırım/GSYİH, Cari İşlemler Hesabı/GSYİH, Enflasyon, Döviz Kurundaki Değişim ve İşsizliğin Toplam İstihdama Oranı	Malezya ve Endonezya'da DYY'ler iktisadi büyümeyi pozitif etkilemektedir. DYY'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur. Portföy yatırımlarının ise ekonomik büyüme üzerindeki etkisi yoktur.
Idrees (2018)	1992-2015 (yıllık), Pakistan, Hindistan, Bangladeş ve Sri Lanka	Panel Veri Analizi	GSYİH, DYY Girişi, Portföy Girişi, Dış Borç, İthalat ve Dış Yardım	DYY ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde sırasıyla olumlu ve olumsuz etkisi vardır.
Marzuki vd. (2018)	2010Q1-2016Q4 (çeyreklik), Endonezya	Granger Nedensellik Testi	GSYİH Değişim Oranı, Net DYY ve Net Portföy Yatırımları	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımların iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
Topuz ve Sekmen (2019)	1974-2016 (yıllık), Türkiye	Toda Yamamoto Nedensellik Testi, Granger ve Yoon Eşbütünlüşme Testi ve Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Testi	Kişi Başına GSYİH Büyüme Oranı, DYY Girişleri/GSYİH ve Tahvil Olarak Net Portföy Yatırımları/GSYİH	Portföy ve doğrudan yatırımların iktisadi büyüme üzerinde etkisi bulunmamaktadır.
Kılıç (2020)	2002-2018 (yıllık), Yeni Sanayileşen Ülkeler (Türkiye, Çin, Filipinler, Endonezya, Tayland Malezya, Hindistan, Güney Afrika Meksika ve Brezilya)	Panel Veri Analizi	GYSİH, Portföy Yatırımları Girişi/GSYİH, DYY Girişi/GSYİH ve Sabit Sermaye Yatırımları/GSYİH	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
Gök ve Güvercin (2020)	1990-2016 (yıllık), 25 Sahra Altı Afrika Ülkesi	Panel Var Analizi	Fert Başına Hâsıla, DYY Girişi/GSYİH ve Net Portföy Yatırımları/GSYİH	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.
Kamacı ve Raz Mohammad (2020)	1999-2018 (yıllık), BRICS-T Ülkeleri (Brezilya, Güney Afrika, Çin, Rusya, Hindistan ve Türkiye)	ARDL	GSYİH, Net DYY ve Net Portföy Yatırımları	Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar iktisadi büyümeyi pozitif etkilemektedir.
Ozigbo (2021)	1980-2018 (yıllık), Nijerya	Johansen Eşbütünlüşme Analizi	GSYİH, DYY Girişi, Portföy Girişi, Sabit Sermaye Oluşumu ve Emek Gücü	Portföy yatırımları ve DYY'ler ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.

Tablo 1'den görüldüğü üzere, portföy ve doğrudan yatırım girişlerinin ekonomik büyüme üzerine karşılaştırmalı etkisinin herhangi bir araştırmada E-7 ülke grubu çerçevesinde araştırılmadığı anlaşılmıştır.

### 3. EKONOMETRİK YÖNTEM

Çalışmanın hem zaman hem de yatay kesit boyutunu içermesi nedeniyle, çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Ekonometrik analizin genel kapsamı beş aşamadan oluşmaktadır. İlk olarak, yatay kesit bağımlılığı, "*LM testi - Breusch ve Pagan (1980)*", "*CD ve CDLM testleri - Pesaran (2004)*" ve "*LMadj testi - Pesaran vd. (2008)*" ile test edilmiştir. Hatalı parametreler ortaya konulmaması amacı ile yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmıştır (Chudik ve Pesaran 2013, s.2). Bu bağlamda kesitler arası bağımlılığın değişkenler ve model için tespit edilmesi önemlidir. Yatay kesit bağımlılığı analizlerinde "*H<sub>0</sub>: Kesitler arası bağımlılık yoktur*" varsayımına dayanarak elde edilir. Kurulan hipotez reddedilemezse birinci nesil panel birim kök analizi kullanılmalı; aksi durumda analize ikinci kuşak testler ile devam edilmelidir (Baltagi 2008, s.284).

Diğer aşamada, yatay kesit bağımlılığı problemine izin veren ikinci kuşak panel birim kök analizlerinden "*Hadri ve Kurazomi (2012)*" testi gerçekleştirilmiştir. Test, "*H<sub>0</sub>: Birim kök yoktur*" ve "*H<sub>1</sub>: Birim kök vardır*" biçiminde oluşturulmaktadır (Hadri and Kurozumi 2012, s.32). Analiz bulgusunda *H<sub>0</sub>* reddedilirse en azından bir ekonomide söz konusu seri için durağanlık mevcuttur şeklinde yorum yapılmaktadır.

Üçüncü aşamada, eşbütünlüşme modelinin eğim katsayılarının homojenliği *Slope Homogeneity Testi (Pesaran ve Yamagata (2008))* ile araştırılmıştır. Eşbütünlüşme testinden önce, bu testten güvenilir sonuçlara ulaşabilmek için, modelde mevcut olan eğim katsayısının heterojen-homojen olma durumu önem arz etmektedir. Pesaran ve Yamagata (2008)'nin geliştirdiği homojenlik testinde küçük ve büyük örneklem için iki adet test istatistiği meydana gelmektedir. Bu iki test istatistiğinde de eğim katsayısının homojenliği *H<sub>0</sub>* hipotezi ile test edilmektedir. Testin *H<sub>0</sub>* hipotezi, modelin homojen olduğunu ifade etmektedir.

Dördüncü aşamada, değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisi yatay kesit bağımlılığını da hesaba katan "*Westerlund ve Edgerton (2007)'nin oluşturduğu LM Bostrapt eşbütünlüşme*" testi yardımıyla sınanmıştır. Bu test "*McCoskey ve Kao (1998)'nin Lagrange çarpanı (LM)*" testine dayanarak elde edilmektedir. Testin *H<sub>0</sub>* hipotezi "*eşbütünlüşme vardır*"

şeklinde. LM Bootstrap eşbütünlük testi, kesitler içerisinde ve arasında korelasyonu hesaba katmak amacıyla bootstrap özelliğinden faydalanmaktadır (Özcan ve Arı 2014, s.47).

Son aşamada, değişkenlerin uzun dönem katsayıları ve kesitler arası bağımlılığı, heterojeniteyi hesaba katan “Pesaran (2006) tarafından geliştirilen CCE (Common Correlated Effect)” testinden faydalanılarak gerçekleştirilmiştir. Değişkenler arasında eşbütünlüğün var olması durumunda, uzun dönemli ilişkinin yönü ve büyüklüğünün tespit edilmesi gerekli olmaktadır ve uzun dönem parametrelerinin hesaplanması gerekli hâle gelmektedir. CCE eşbütünlük tahmincisi analizinin  $H_0$  hipotezi “Katsayılar istatistiksel olarak anlamsızdır” varsayımına dayalı kurulmaktadır.

#### 4. VERİ SETİ VE EKONOMETRİK TAHMİN SONUÇLARI

##### 4.1. Veri Seti

Bu çalışmada E-7 üyesi ülkeler çerçevesinde DYY ve portföy girişlerinin uzun dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkisi 1997-2019 yılları kapsamında panel eşbütünlük analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Araştırmada kullanılan modelin oluşumunda, Durham (2004), Kuzucu (2018) ve Uğur (2021)’in çalışmaları esas alınmıştır. Çalışmada, modelde ekonomik büyümeyi temsilen gayri safi yurt içi hâsıla (GSYİH), akım olarak DYY girişleri, portföy girişlerini temsilen hisse senedi olarak portföy girişi ve kontrol değişkeni olarak da ihracat kullanılmaktadır. Gayri safi yurt içi hâsılanın oluşumunda ihracat yer aldığından kontrol değişkeni olarak ihracat seçilmiştir. Tüm veriler Dünya Bankasının yayınladığı Dünya Kalkınma Göstergelerinden temin edilmiştir (Tablo 2). Bununla birlikte, analizde Gauss 21 ve Stata 12 ekonometrik paket programlarından yararlanılmıştır.

**Tablo 2.** Analizde Yer Alan Değişkenler

Simgesi	Açıklaması	Kaynağı
LGDP	Logaritmik Reel Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (2015 fiyatları, ABD \$, yıllık)	Dünya Bankası, WDI
LDYY	Logaritmik DYY Girişi (Akım, ABD \$, yıllık)	Dünya Bankası, WDI
LPRTFY	Logaritmik Hisse Senedi Olarak Portföy Girişi (Akım, ABD \$, yıllık)	Dünya Bankası, WDI
LİHRC	Logaritmik İhracat (ABD \$, yıllık)	Dünya Bankası, WDI

Araştırmada tahmin edilecek model, serilerin logaritmik biçimleriyle Denklem 1’de gösterilmiştir:

$$LGDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDYY_{it} + \beta_2 LPRTFY_{it} + \beta_3 LİHRC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Çalışmada modelde beklenen sonuçlar şu şekildedir (Kuzucu 2018, s.334):

- DYY girişlerinin, sermaye stoku, istihdam, bilgi ve teknoloji transferi gibi etkilerle iktisadi büyümeyi arttırdığı öne sürülmektedir. Bu bağlamda bu parametrenin  $\beta_1 > 0$  biçiminde olması beklenmektedir.
- Portföy şeklinde yabancı yatırımlar, yatırımlar için finansman olanağı sağlaması ve finansal gelişmeyi olumlu etkilemesiyle ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla bu parametrenin  $\beta_2 > 0$  şeklinde olması beklenmektedir.
- Teorik olarak ihracatın ekonomik büyümeyi artırması beklenmektedir. Dolayısıyla analizde, bu parametre  $\beta_3 > 0$  olarak beklenmektedir.

##### 4.2. Ekonometrik Tahmin Sonuçları

Değişkenler ve modelde kesitlerarası bağımlılığı sınamak için Breusch ve Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) tarafından oluşturulan CD ve CDLM testleri ile Pesaran vd. (2008) tarafından oluşturulan LMadj testi uygulanmıştır. Tablo 3’te yatay kesit bağımlılığı testinin sonuçları sunulmuştur.

**Tablo 3.** Yatay Kesit Bağımlılığı Testinin Sonuçları

Değişkenler	LGDP		LDYY		LPRTFY		LİHRC		Eş Bütünlük Denklemi	
	İstatistik Değeri	p-Değeri	İstatistik Değeri	p-Değeri	İstatistik Değeri	p-Değeri	İstatistik Değeri	p-Değeri	İstatistik Değeri	p-Değeri
CD <sub>lm1</sub> (BP, 1980)	43.697***	0.003	30.57 9*	0.081	59.532***	0.000	32.154*	0.056	173.522***	0.000
CD <sub>lm2</sub> (Pesaran, 2004)	3.502***	0.000	1.478*	0.070	5.918***	0.000	1.721**	0.043	23.535***	0.000
CD <sub>lm3</sub> (Pesaran, 2004)	-2.985***	0.001	-2.285**	0.011	-1.652**	0.049	-2.970***	0.001	12.602***	0.000
LM <sub>adj</sub> (PUY, 2008)	47.189***	0.000	29.083***	0.000	24.418***	0.000	40.957***	0.000	9.191***	0.000

**Not:** “\*\*\*, \*\* ve \*” işareti sırayla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı vermektedir.



Tablo 3’de sunulan yatay kesit bağımlılığı testinin sonuçlarına göre, kesitler arası bağımlılığın mevcut olmadığına dayanarak ifade edilen  $H_0$  hipotezi ekonomik büyüme, DYY girişi, portföy girişi ve ihracat değişkenlerinin hepsinde %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyesinde reddedilerek kesitler arası bağımlılık olduğu sonucuna varılmıştır. Benzer sonuçlar eşbütünleşme denkleminde de elde edilerek modelde de yatay kesit bağımlılığı sonucu bulunulmuştur. Bu sonuçlara göre bir ülkede meydana gelen bir makroekonomik şok, diğer ülkelere de etki etmektedir. Analiz bulguları, ikinci kuşak panel birim kök ve ikinci kuşak eş bütünleşme testlerinin uygulanmasına imkân vermektedir (Bayrakdar ve Soyyiğit 2020, s.52-53).

Hadri ve Kurazomi (2012)’nin oluşturduğu ve aynı adla adlandırılan Hadri-Kurazomi testi, ikinci kuşak panel birim kök testleri arasında yer almakta ve yatay kesit bağımlılığına izin vermektedir. Değişkenlerin düzeyde birim köke sahip olup olmadığı Hadri-Kurazomi testi ile sınanmakta ve sonuçlar Tablo 4’te sunulmaktadır.

**Tablo 4.** Hadri-Kurazomi Panel Birim Kök Testinin Sonuçları

	DÜZEYDE Sabitli	Sabit ve Trendli
ZA_spac	2.009** (0.022)	13.979*** (0.000)
ZA_la	-1.722** (0.043)	-6.797 *** (0.000)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini vermektedir. \*\*\* ve \*\*  $H_0$  hipotezinin sırasıyla %1 ve %5 anlam seviyesinde reddedildiğini belirtmektedir.

Tablo 4’den anlaşıldığı üzere tüm serilerin durağanlığına dayalı sıfır hipotezi ZA\_spac ve ZA\_la test istatistiklerine göre %1 ve %5 anlamlılık seviyesinde reddedilerek değişkenlerin düzeyde birim kök içerdiği sonucuna varılmıştır. Bu bağlamda Hadri-Kurazomi testinin bulguları çerçevesinde değişkenlerin seviyede birim kök içermesi, eş bütünleşme analizinin yapılabilmesi için gerekli ön koşulun sağlandığını göstermektedir.

Eşbütünleşme testini gerçekleştirmeden önce oluşturulan modelin eşbütünleşme katsayısının homojenliğinin tespit edilmesi önemlidir. Yapılan testin sonucunda, eğim katsayıları heterojen (homojen) olarak tespit edilirse, heterojeniteye (homojeniteye) izin veren eşbütünleşme testleri uygulanmaktadır (Polat 2018, s. 514). Bu çerçevede “Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından oluşturulan homojenlik testi (Slope Homogeneity Test)” sonuçları Tablo 5’de belirtilmektedir.

**Tablo 5.** Homojenite Test Sonuçları

Model	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Delta Tilde	7.724***	0.000
Delta Tildeadj	8.681***	0.000

**Not:** “\*\*\*” %1 anlamlılık düzeyini belirtmektedir.

Tablo 5’te sunulan sonuçlara göre, modelin homojenliği varsayımına dayanarak oluşturulan  $H_0$  hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilerek modelin heterojen olduğuna karar verilmiştir. Bu bulgu, DYY, portföy girişi ve ihracatta ortaya çıkan bir değişimin iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin ülkeler arasında farklı olduğunu ortaya koymuştur.

Ekonomik büyüme, DYY, portföy girişi ve ihracat değişkenlerinin modelde heterojenliğe ve yatay kesit bağımlılığına sahip olması seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin geçerliliğine karar vermek için “Westerlund ve Edgerton (2007)” tarafından oluşturulan LM Bostrapt testinin uygulanmasına imkân tanımaktadır. Tablo 6’da LM Bostrapt eşbütünleşme testinin bulguları sunulmuştur.

**Tablo 6.** LM Bostrapt Eşbütünleşme Test Sonuçları

	LM İstatistiği	Asimtotik p-değeri	Bootstrap p-değeri
$LM_N^+$	5.045	0.000	0.655

**Not:** Bootstrap olasılık değerleri 1000 tekrarlı dağılımdan sağlanmıştır. Öncül ve gecikme verilerin yıllık olması nedeniyle 1 olarak varsayılmıştır. Sabitli ve trendli model alınmıştır.

Tablo 6’dan anlaşıldığı üzere E-7 ülke grubunda “eşbütünleşme vardır” şeklindeki  $H_0$  hipotezi %1 anlamlılık seviyesinde reddedilememektedir. Kesitler arası bağımlılık saptandığından bootstrap olasılık değerleri dikkate alınmaktadır. Buna göre, ekonomik büyüme, DYY girişi, portföy girişi ve ihracat serileri arasında uzun dönemli bir ilişki mevcuttur.

Eşbütünleşme ilişkisine varıldıktan sonra eşbütünleşme katsayıları, “Pesaran (2006) tarafından geliştirilen CCE (Common Correlated Effects)” yöntemiyle bulunmuştur. Test, kesitler arası bağımlılığa izin vermekte ve katsayılar heterojenite bulunduğu durumda uygulanabilmektedir. Tablo 7’de serilerin eşbütünleşme katsayılarının tahmin sonuçları gösterilmiştir.

**Tablo 7.** Eşbütünleşme Kat Sayıları Tahminin Sonuçları (CCE)

	LGDP=f(LDYY)			LGDP=f(LPRTFY)			LGDP=f(LİHRC)		
	Katsayı	Std. Hata	p-değeri	Katsayı	Std. Hata	p-değeri	Katsayı	Std. Hata	p-değeri
CCE	0.013**	0.006	0.041	-0.026	0.039	0.495	0.251***	0.021	0.000
Ülke Sonuçları									
Çin	0.036	0.041	0.378	-0.018**	0.008	0.023	0.369***	0.041	0.000

Hindistan	-0.017	0.011	0.116	-0.004	0.003	0.159	0.247***	0.014	0.000
Brezilya	0.025**	0.012	0.049	0.012*	0.006	0.052	0.227***	0.016	0.000
Rusya	0.016	0.014	0.260	0.076	0.048	0.111	0.263***	0.033	0.000
Meksika	0.008	0.012	0.514	0.022	0.062	0.724	0.191***	0.018	0.000
Endonezya	0.018***	0.006	0.002	-0.247*	0.140	0.078	0.228***	0.021	0.000
Türkiye	0.005	0.018	0.785	-0.027	0.050	0.589	0.232***	0.055	0.000

**Not:**\*\*\*, \*\* ve \* işaretleri sırayla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı vermektedir.

Tablo 7’de sunulan CCE eşbütünleşme tahminci testinin sonuçlarına göre E-7 ülkeleri çerçevesinde panelin genelinde DYY girişi ve ihracat değişkenlerinin katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu çerçevede, E-7 ülke grubunda DYY girişlerindeki %10’luk bir artışın, ekonomik büyümeyi %0.13 artırdığı belirtilmektedir. Bulgular ülke bazında incelendiğinde; Brezilya ve Endonezya’da DYY girişleri ve ekonomik büyüme arasında olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Diğer ülkelerde ise, DYY girişleri ve ekonomik büyüme arasında anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Aynı zamanda elde edilen sonuçlara göre, E-7 ekonomilerinde ihracattaki %10’luk bir artış ekonomik büyümeyi %2.51 artırmaktadır. Ayrıca tüm ülkelerde, ihracatın ekonomik büyümeye etkisi açısından benzer sonuçlar bulunmaktadır.

CCE eşbütünleşme tahminci testinde varılan bulgulara göre E-7 üyesi ülkelerde portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi istatistiksel olarak anlamsızdır. Panelin genelinde portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi anlamsız çıkmakla beraber ülkeler heterojen yapıda olduklarından dolayı ülkelere ait birim etkiler önemlidir (Durmuş 2017, s.16; Polat 2018, s.524). Portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri incelendiğinde 7 ülkeden 3’ünün anlamlı, 4’ünün ise anlamsız olduğu bulunmuştur. Anlamlı etki bulunan ülkelerden 1’inde pozitif, 2’sinde ise negatif etki tespit edilmiştir. Portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi Brezilya’da görülmüşken; Çin ve Endonezya’da ise negatif etki görülmüştür. Diğer ülkelerde ise, portföy girişleri ve ekonomik büyüme arasında anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Bu yönüyle kıyaslandığında ülkelerin ekonomik koşulları ve uyguladıkları politikalara bağlı olarak portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ülkeden ülkeye farklılık sergilediği ifade edilebilmektedir.

## 5. SONUÇ

Bu çalışmada, 1997-2019 dönemi arasında E-7 ülkeleri açısından DYY ve portföy girişlerinin uzun dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkisi panel eşbütünleşme analizi ile araştırılmıştır. Bu bağlamda modelde ekonomik büyümeyi temsilen gayri safi yurt içi hâsıla (GSYİH), akım şeklinde DYY girişleri, portföy girişlerini temsilen hisse senedi olarak portföy girişi ve kontrol değişkeni olarak da ihracat kullanılmıştır. Ulaşılan bulgular, E-7 ekonomileri için panelin genelinde doğrudan yatırım girişlerindeki %10’luk bir yükselişin ekonomik büyümeyi %0.13 artırdığı yönündedir. Bu bulgu, teorik ve ampirik literatürden hareketle modelde DYY girişlerinin ekonomik büyümeyi artırdığı beklentisi ile örtüşmektedir. Ayrıca araştırma sonuçları, E-7 ekonomilerine 2003 yılından itibaren DYY girişlerinin önemli bir kısmının (%83) yeşil alan yatırımı biçiminde olduğu bulgusuna bağlanabilmektedir (UNCTAD, 16.02.2022, www.unctad.org). Çünkü ampirik araştırmalar, birleşme ve satın alımlara oranla olarak yeşil alanla ilgili yatırımların, yatırımı alan ülke açısından avantajlarının (yeni iş yaratması, üretim kapasitesinin artması gibi) daha fazla olduğunu desteklemektedir. Bununla birlikte ulaşılan bulgulara göre, E-7 ekonomileri için panelin genelinde kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ifade edilen portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi bulunamamıştır. Bu bulgu, modelin beklentisiyle örtüşmemekle birlikte, portföy yatırımlarının kısa vadede kâr amacıyla gelip yatırıma dönüşmemesi, kırılabilirliği artırması ve finansal krizlere neden olması ekonomik büyümeyi etkilememesine bağlanabilmektedir. DYY ve portföy girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi ile ilgili bulgular, Kuzucu (2018)’in sonuçlarıyla paralellik göstermektedir.

Araştırma bulguları ülke bazında ele alındığında ise; Brezilya ve Endonezya’da DYY girişlerindeki artışların ekonomik büyümeyi yükselttiği bulgusuna varılmaktadır. Bununla beraber, portföy girişlerindeki artışların Brezilya’da ekonomik büyümeyi artırdığı; Çin ve Endonezya’da ise azalttığı saptanmıştır. Araştırmadan ulaşılan diğer bulguya göre, hem panelin genelinde hem de E-7 ülkelerinin tamamında, ihracattaki artış ekonomik büyümeyi artırmaktadır.

Elde edilen bulgular, E-7 ülke grubunun ekonomik büyümesini yükseltebilmesi için genellikle üretime yönelik olan DYY’nin portföy yatırımlarına kıyasla önemli bir rol oynadığı göstermektedir. Bu bağlamda analiz edilen ekonomilerde, yönetimlere öncelikle DYY girişlerini teşvik edici politikalar ve DYY’nin ekonomik büyüme üzerindeki etkinliği artırmaya yönelik politikalar önerilmektedir. Ayrıca, portföy girişlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkinliğini yükseltmeye yönelik bir strateji sunulabilmektedir. Bu ülkeler, doğrudan yatırım ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini arttırmak amacıyla, hukuksal ve kurumsal çerçevelerini, finansal sistemlerini ve özellikle başta ulaşım olmak üzere altyapılarını geliştirmelidir. Aynı zamanda, ele alınan ülkeler teknolojik seviyeyi, nitelikli iş gücünü ve yurtiçindeki rekabeti artırmaya yönelik politikalara ağırlık vererek doğrudan yatırım ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin artmasını sağlamalıdır. Bununla birlikte, ülkeler yeniliklere açık bir eğitim, rekabet politikasına ve Ar-Ge çalışmalarına yönelmelidir. Son olarak, bu ülkeler bağlantı seviyesi yüksek olan ve mukayeseli üstünlükleri olan sektörler DYY girişine uğraşmalıdır.

**YAZAR BEYANI**

**Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı:** Bu çalışma bilimsel araştırma ve yayın etiği kurallarına uygun olarak hazırlanmıştır.

**Etik Kurul Onayı:** Bu araştırma etik kurul izni gerektiren analizleri kapsamadığından etik kurul onayı gerektirmemektedir.

**Yazar Katkıları:** İki yazar da eşit oranda katkı sağlamıştır.

**Çıkar Çatışması:** Yazar açısından ya da üçüncü taraflar açısından çalışmadan kaynaklı çıkar çatışması bulunmamaktadır

**KAYNAKÇA**

- Ahmad, F., Draz, M. U. & Yang, S. (2016). Foreign portfolio inflows and economic growth: Evidence from ASEAN5. *Actual Problems of Economics*, 179(5), 57-69.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.
- Akyol, D. (2013). *Doğrudan yabancı yatırımların makroekonomik etkileri; Türkiye ve Brezilya karşılaştırması* (Yüksek lisans tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara).
- Baltagi B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal serbestleşme & uluslararası portföy yatırımları. *Balikesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 88-99.
- Bayraktar, S. ve Soyyiğit, S. (2020). Yapısal kırılmalar altında ticari açıklığın ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının istihdam üzerindeki etkisinin incelenmesi: E7 ülkeleri örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34(1), 39-59.
- Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics*, 45(1), 115-135.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Choong, C. K. Baharumshah, A.Z., Yusop, Z., & Habibullah, M.S. (2010). Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis. *Japan and the World Economy*, 22, 107-117.
- Chudik, A., & Pesaran, M. H. (2013). Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 146*. <https://www.dallasfed.org/~media/documents/institute/wpapers/2013/0146.pdf>, 22.10.2021.
- Demir, Y. (2007). Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisinin Türkiye bağlamında test edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (34), 152-161.
- Değer, M. K., & Emsen, Ö. S. (2006). Geçiş ekonomilerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme ilişkileri: Panel veri analizleri (1990-2002). *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7(2), 121-137.
- De Mello R. L. (1997). Foreign direct investment in developing countries and growth: A selective survey. *The Journal of Development Studies*, 34(1), 1-34.
- De Vita, G., & Kyaw, S. K. (2009). Growth effects of FDI and portfolio investment glows to developing countries: A disaggregated analysis by income levels. *Applied Economics Letters*, 16(3), 277-283.
- 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.
- Durmuş, S. (2017). Eğitim harcamalarının ekonomik büyüme üzerine etkisi: ampirik bir çalışma. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54(629), 9-18.
- Gök, A., & Güvercin, D. (2020). The interaction between foreign direct investment, foreign portfolio investment and economic growth: The case of Sub-Saharan African countries. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 15(1), 57-82.
- Hadri, K., & Kurozumi, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and A common factor. *Economics Letters*, 115(1), 31-34.
- Idrees, M. A. (2018). Foreign capital inflows and economic growth in SAARC. *Journal of Business Studies*, 5(2), 81-107.
- Kamacı, A. ve Raz Mohammad, A. S. (2020). BRICS-T ülkelerinde doğrudan ve dolaylı yatırımların ekonomik büyümeye etkisi. *Yönetim Ekonomi Edebiyat İslami ve Politik Bilimler Dergisi*, 5(2), 86-104.
- Karluk, R. (2013). *Uluslararası Ekonomi Teori Politika*. 10. Baskı, İstanbul: Beta Basım, 908.
- Lurtaran, A. (2007). Doğrudan yabancı yatırım kararları ve belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 367-382.
- Kılıç, M. (2020). Portföy Yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Yeni sanayileşen ülkeler örneği. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7(8), 45-55.
- Kneller, R., & Pisu, M. (2005). Industrial linkages and export spillovers from FDI. *The University of Nottingham Research Paper Series*, 1-42. Erişim adresi: <https://www.nottingham.ac.uk/gep/documents/papers/2005/05-20.pdf>, 20.11.2021.
- Kuzucu, S. (2018). Do foreign direct investment and portfolio investment stimulate economic growth? Evidence from developing countries. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 5(4), 331-338.
- Long, C., Yang, J., & Zhang, J. (2015). Institutional impact of foreign direct investment in China. *World Development*, 66, 31-48.
- Marzuki, M., Albra, W., Nazir, N., Azhari, F., Abdurrahman, A., & Syamni, G. (2019). Foreign direct investment, portfolio investment, and economic growth in Indonesia: Vector auto regression approach. *WMA-1, Proceedings of the 1st Workshop on Multidisciplinary and Its Applications Part 1*, 1-9, <https://eudl.eu/doi/10.4108/eai.20-1-2018.2282084>, 30.11.2021.
- Mccoskey, S., & Kao, C. (1998). A residual-based test of the null of cointegration in panel data. *Econometric Reviews*, 17(1), 57-84.
- Mucuk, M. (2011). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımları teori ve Türkiye uygulaması*. 1. Baskı, Konya: Çizgi Kitabevi.
- Nair-Reichert, U., & Weinhold, D. (2001). Causality tests For cross-country panels: A new look at FDI and economic growth in developing countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 63(2), 153-171.

- Ozigbo, A. S. (2021). Foreign direct investment, portfolio flows and economic growth in Nigeria. *International Journal of Development and Economic Sustainability*, 9(1), 63-76.
- Özcan, B. ve Arı, A. (2014). Araştırma-geliştirme harcamaları ve ekonomik büyüme ilişkisi: Panel veri analizi. *Maliye Dergisi*, 166(1), 39-55.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *Cesifo Working Paper*, 1229. [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/18868/1/cesifo1\\_wp1229.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/18868/1/cesifo1_wp1229.pdf), 30.12.2021.
- Pesaran, M. H. (2006). Estimation and inference in large heterogeneous panels with a multifactor error structure. *Econometrica*, 74(4), 967-1012.
- Pesaran, M. H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted lm test of error cross-section independence. *Econometrics Journal*, (11), 105-127.
- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, (142), 50-93.
- Polat, M. (2018). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının borsa ve reel sektörde firmalara etkisi: Gelişmekte olan ülkeler üzerine eşbütünleşme ve nedensellik analizi. *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(16), 509-526.
- Sağlam, E., (2003). *Dolaylı yabancı sermaye yatırımları ve dış yatırımcıların Türk sermaye piyasasına çekilmesi*. (Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir).
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası finans*. 4.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 498.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). (2017). *Eylül 2017 bülten*. 47, Ankara, 6.
- TCMB. (2019). *Enflasyon raporu 2019-IV*. Ankara, 10.
- Tekin, M. (2020). *Türkiye'nin E7 ülkeleri ile gerçekleştirdiği dış ticaretin çekim modeli yaklaşımıyla analizi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya).
- Tiberiu Albuiescu, C. (2015). Do foreign direct and portfolio investments affect long-term economic growth in central and eastern Europe?. *Procedia Economics and Finance*, 23, 507-512.
- TİM (Türkiye İhracatçıları Meclisi), (2019). *İhracat 2019 raporu*. İstanbul, 70.
- Topuz, S. G. ve Sekmen, T. (2019). Sermaye akışı ve ekonomik büyüme ilişkisi: Asimetrik etkiler. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 154-171.
- Uğur, B. (2021). *Doğrudan yabancı yatırım girişlerinin ihracat üzerine etkileri: G-20 ülkeleri örneği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş).
- Uğur, B. (2021). Seçilmiş yükselen piyasa ekonomilerinde ihracatın ekonomik büyümeye etkisi: Panel eşbütünleşme analizi. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 7(2), 17-29.
- UNCTAD (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı). (2019). *World investment report. 2019 special economic zones*, İsviçre, 237.
- UNCTAD. (2021). *World investment report 2021 investing in sustainable recovery*. <https://worldinvestmentreport.unctad.org/annex-tables/>, 16.02.2022.
- Vergil, H., & Karaca, C. (2010). The effects of international capital movements through developing countries on economic growth: The panel data analysis. *Ege Academic Review*, 10(4), 1207-1216.
- Yalçın, K. (2008). *Uluslararası finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Westerlund, J., & Edgerton, D. L. (2007). A panel bootstrap cointegration test. *Economics Letters*, 97(3), 185-190.
- World Bank (Dünya Bankası). *World development indicators*. <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>, 05.01.2022.